

Makro İhtiyati Politikalara Kavramsal Bakış ve Türkiye Tecrübesi *

Mümin Atalay ÇETİN¹, İbrahim BAKIRTAŞ²

Gönderim tarihi: 22 Ekim 2017

Kabul tarihi: 17 Temmuz 2018

Özet

2008 yılında yaşanan küresel finansal krizin ardından, yükselmekte olan piyasa ekonomileri oldukça yüksek miktarlarda kısa vadeli sermaye akımlarına maruz kalmıştır. Bu durum, yükselen piyasa ekonomilerinin finans sistemlerinde kırılganlıklar meydana getirmiş ve olası finansal krizlerin habercisi olmuştur. Yükselen piyasa ekonomileri, sermaye akımlarında, döviz kurlarında ve likidite oranlarında yaşanan bu dalgalanmaların meydana getireceği olumsuz etkileri dizginlemek için makro ihtiyati politikalara başvurmuştur. Bilindiği gibi makro ihtiyati politikalar finansal sistemi bir bütün olarak ele alarak, sistematik riski sınırlandırmayı amaçlamaktadır. Türkiye özellikle 2010 yılı sonlarından itibaren, sermaye akımlarının çekim merkezlerinden biri haline gelmiştir. Bu bağlamda, Türkiye’de merkez bankası ve finansal istikrar komitesi geliştirdikleri makro ihtiyati politika araçlarıyla, döviz kurlarında, kredi oranlarında ve sermaye piyasalarında yaşanan dalgalanmaların olumsuz etkilerini yumuşatmayı hedeflemiştir. Tüm bunlar birlikte düşünüldüğünde, bu çalışmanın amacı makro ihtiyati politikaların teorik arka planını ele almak ve Türkiye’nin makro ihtiyati politikalara ilişkin tecrübesini incelemektir.

Anahtar Kelimeler: Finansal İstikrar, Makro İhtiyati Politikalar, Faiz Koridoru, Rezerv Opsiyon Mekanizması, Zorunlu Karşılık Oranları, Türkiye.

Conceptual Overview of Macroprudential Policy and The Experience of Turkey

Abstract

Following the global financial crisis of 2008, emerging market economies were exposed to short-term capital inflows in high rates. This has created a fragility in the financial systems of emerging markets and has become a precursor of possible financial crisis. Emerging markets have applied to macroprudential policies to restrain the adverse effects of these fluctuations in capital flows, exchange rates and liquidity ratios. Macro prudential policies aim to limit the systemic risk by taking the financial system as a whole. Turkey has become one of the important countries that attracts global capital flows at the end of 2010. In this context, the central bank and the financial stability committee in Turkey aimed to soften the negative effects of fluctuations in exchange rates, credit ratios and capital markets through macroprudential policy instruments. This study examines the theoretical background of macroprudential policies and examines the Turkey's macroeconomic policy experience.

Keywords: Financial Stability, Macroprudential Policies, Interest Rate Corridor, Reserve Option Mechanism, Reserve Requirements, Turkey.

* Bu çalışma, Aksaray Üniversitesi Bilimsel Araştırma Projeleri (BAP) koordinatörlüğü tarafından 2016-013 proje koduyla desteklenen, “Makro İhtiyati Politikalar: Teori ve Uygulamalar” başlıklı doktora tezinden üretilmiştir.

¹ Dr.Öğr.Üyesi Mümin Atalay ÇETİN, Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, atalaycetin@aksaray.edu.tr ORCID ID: 0000-0002-0442-8720

² Prof.Dr. İbrahim Bakırtaş, Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, ibakirtas@aksaray.edu.tr. ORCID ID: 0000-0003-0945-2823

1. Giriş

2008 yılında yaşanan küresel finans krizi, tüm ülkelerin (özellikle de yükselen piyasa ekonomilerinin) geleneksel makro ekonomi politikalarını yeniden gözden geçirmelerine neden olmuştur. Çünkü 2008 yılından önce küresel bazda uygulanan ihtiyati politikalar, genellikle finansal sistemde yer alan her bir kurumun mali yapısının sağlam ve güçlü olmasıyla ilgilenmekteydi. Ancak, artan küreselleşmeyle birlikte, ülkelerin finansal sistemlerindeki iç içe geçmişlik ve çeşitli ülkelerin finansal sistemlerinde yer alan kurumlar arasında hızla artan karşılıklı bağımlılık gibi unsurlar, sistemsel riskin çeşitli yayılma mekanizmaları yardımıyla küresel finans sisteminde kırılganlıklar oluşturmasına neden olmuştur. Politika yapımcılar ve akademisyenler, sistem riskin sınırlandırılması için finansal sistemi bir bütün olarak değerlendiren makro ihtiyati politikaların uygulanması gerektiğini ifade etmiştir. Bu bağlamda makro ihtiyati politikalar, diğer ihtiyati tedbirleri ve para politikası gibi geleneksel politikaları destekleyecek bir politika aracı olarak gündeme gelmiştir. Özellikle 2008 yılında yaşanan küresel finans krizinin ardından, pek çok araştırmacı makro ihtiyati politikaların olası finansal dalgalanmaların şiddetini azaltmadaki etkisini araştırmış ve bu tür politikalara ilişkin çalışmalar kriz sonrasında yoğunluk kazanmıştır.

Diğer yükselen piyasa ekonomileri gibi Türkiye’de de, 2010 yılı sonlarında, gelişmiş ülkelerin kısa vadeli sermaye akımları için cazip ülkelere biri haline gelmiştir. Ancak bu durum Türkiye’nin finansal sisteminde çeşitli kırılganlıklar meydana getirmiştir. Her ne kadar Türkiye daha önce yaşadığı krizlerden edindiği tecrübelerden hareketle çeşitli ihtiyati tedbirleri 2008 küresel finans krizi öncesinde uygulamaya koymuş olsa da, makro ihtiyati politikalara ilişkin resmi bir kurumsal çerçevenin varlığından küresel finans krizi öncesinde söz etmek mümkün değildir. Kriz sonrasında TCMB oluşan finansal risklerin sınırlandırılması için çeşitli politika araçları tasarlamış ve uygulamıştır. Daha sonra ise Finansal İstikrar Komitesi’nin kurulmasıyla birlikte makro ihtiyati politikalara ilişkin resmi bir yaklaşım oluşmuştur.

Yukarıdaki bilgiler ışığında, bu çalışmanın amacı makro ihtiyati politikalara ilişkin kavramsal bir bakış sunmak ve Türkiye’nin görece uzun ihtiyati politika geçmişinden de hareketle, makro ihtiyati politikalara ilişkin Türkiye tecrübesini incelemektir. Bu çalışmanın ikinci bölümünde; makro ihtiyati kavramının geçmişi, makro ihtiyati politikalar ile mikro ihtiyati politikaların ayrıştığı noktalar, makro ihtiyati politikaların amaçları, makro ihtiyati politika araçlarının neler olduğu ve bu araçlar ayarlanırken dikkat edilen hususlar, makro ihtiyati politikaları uygulama sorumluluğuna sahip kurumlar ve makro ihtiyati politikaların para politikaları ile eş güdümü gibi teorik kavramlar ele alınmaktadır. Çalışmanın üçüncü bölümünde ise Türkiye’nin makro ihtiyati politikalara ilişkin tecrübesi ve Türkiye’de uy-

günlük çeşitli makro ihtiyati politika araçları incelenmekte ve bu politika araçlarının etkinliğine ilişkin çalışmalar sunulmaktadır. Bu çalışmanın sonuç bölümünde ise, gerçekleştirilen incelemeden çıkarılan sonuçlar değerlendirilmektedir.

2. Makro İhtiyati Politikalar

2.1. Makro İhtiyati Politikaların Doğuşu ve Ortaya Çıkış Nedenleri

Her ne kadar makro ihtiyati politikalara olan ilgi özellikle 2008 yılında yaşanan küresel finansal krizle birlikte artmış olsa da, makro ihtiyati kavramının kökenleri 1970’li yıllara dayanmaktadır. 1970’li yılların sonlarında küresel çapta ortaya çıkan borçlanma sorunuyla birlikte makro ihtiyati kavramı literatürdeki yerini almıştır. Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank for International Settlements, BIS) kayıtlarına göre makro ihtiyati kavramı ilk olarak 1979 yılında BIS genel müdürü Cooke’un önderliğinde toplanan komite tarafından ifade edilmiştir.³ Buna paralel olarak İngiltere Merkez Bankası (Bank of England) aynı yıl Avro Komitesi (Euro Currency Standing Committee, ECSC) başkanı Lamfalussy’e borçlanmayı frenlemek için gerekli politikalarından birinin de ihtiyati politikalar olduğunu ortaya koyan bir çalışma hazırlamıştır.⁴ İlerleyen yıllarda ise makro ihtiyati kavramı Cross Raporu⁵, Promisel Raporu⁶, Brockmeijer Raporu⁷ ve 67. Yıllık Rapor⁸ gibi kaynaklarda ifade edilmiştir. Bu araştırmaların ardından, özellikle 1997 yılında meydana gelen Asya krizinden itibaren, Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund, IMF)’da makro ihtiyati kavramına ve hatta makro ihtiyati göstergelere ilişkin çeşitli araştırmalar gerçekleştirilmiştir.⁹ Ancak 2008 yılında yaşanan küresel finans krizi ile birlikte, kurumların, araştırmacıların ve akademisyenlerin makro ihtiyati politikalara olan ilgisi önemli ölçüde artmış ve bunun sonucunda literatürde makro ihtiyati politikalara ve bu politikalara ilişkin araç setlerine dair araştırmaların sayısı hızla artış göstermiştir (Galati ve Moessner, 2013:847).

³ Detaylı bilgi için bkz. Clement, 2010:60.

⁴ Detaylı bilgi için bkz. Maes, 2009:14; Clement, 2010:61.

⁵ 1986 yılında ECSC tarafından hazırlanan “Uluslararası Bankacılıkta Son Dönem Yenilikleri (Recent Innovations in International Banking)” başlıklı rapordur (BIS, 1986).

⁶ 1992 yılında ECSC tarafından yayınlanan “Uluslararası Bankacılık İlişkilerindeki Son Dönem Gelişmeleri (Recent Developments in International Interbank Relations)” başlıklı rapordur (BIS, 1992).

⁷ 1995 yılında ECSC tarafından “Piyasa Büyüklüğüne İlişkin Meseleler ve Türev Piyasaların İçerdiği Makro İhtiyati Riskler (Issues Related to the Measurement of Market Size and Macroprudential Risks in Derivatives Markets)” başlıklı rapordur (BIS, 1995).

⁸ BIS tarafından hazırlanmış rapordur (BIS, 1997).

⁹ IMF (1998)’nin “Güvenilir Bir Finansal Sistem Hakkında Genel Bir Çerçeve (Toward a Framework of Financial Stability)” başlıklı raporu, IMF (2000)’nin “Makro İhtiyati Göstergeler (Macroprudential Indicators of Financial System Soundness)” başlıklı araştırması, IMF (2001)’nin “Finansal İstikrar Göstergeleri (Financial Soundness Indicators)” başlıklı araştırması.

2.2. Mikro ve Makro İhtiyati Düzenlemelerin Karşılaştırılması

Finansal düzenlemelere olan ihtiyaç 1974 yılında meydana gelen ve araştırmacılar tarafından öngörülemeyen, Bankhaus Herstatt'ta yaşanan başarısızlıkla gündeme gelmiştir.¹⁰ Bankhaus Herstatt'ın iflas etmesiyle yaşanan bankacılık krizi, uluslararası alanda bankacılık denetleme otoriteleri arasındaki işbirliğinin de başlangıcını oluşturmuştur. Bu krizin ardından gerçekleştirilen Basel Uzlaşısı¹¹, Özgün Sermaye Uzlaşısı¹² ve Etkin Bankacılık Denetimine İlişkin Ana Prensipler¹³ finans sektöründe yer alan düzenleyiciler tarafından temel alınmıştır. Bu bağlamda bankacılık sektörüne ilişkin bu mikro ihtiyati tedbirler, ilk aşamada, finansal istikrarın sağlanmasında kilit bir rol üstlenmiştir. Ancak 1997 yılında yaşanan Asya Krizi, finansal istikrarın sağlanmasında makro ihtiyati tedbirlere duyulan ihtiyacı gün yüzüne çıkarmıştır. Böylece 2000'li yılların başı itibarıyla makro ihtiyati tedbirler finansal düzenleme yaklaşımları arasındaki yerini almıştır (Crockett, 2000:1; IMF, 2000:16). Bu bilgilerden hareketle finansal düzenleme yaklaşımları iki başlık altında toplanmıştır: mikro ihtiyati yaklaşımlar ve makro ihtiyati yaklaşımlar. Mikro ihtiyati tedbirler temel anlamda finansal kurumlarda meydana gelen özel durum riskinin (idiosyncratic risk) sınırlandırılmasını amaçlarken, makro ihtiyati politikalar finansal sistemin genelinde oluşabilecek olan sistemsel riskin (systemic risk) sınırlandırılmasını hedeflemektedir (Crockett, 2000:2-3; O'Dogherty ve Schwartz, 2001:286; Yue, 2001:230; Tsatsorinis, 2002:3; Borio, 2003:183).

Mikro ve makro ihtiyati yaklaşımlar gerçekleştirmeyi hedefledikleri amaçlar ve reel ekonomiyi etkiledikleri mekanizmalar yoluyla birbirlerinden farklılaşır (Crockett, 2000:2). Bu bağlamda Tablo 1'de mikro ve makro ihtiyati yaklaşımların farklılaştıkları beş temel husus gösterilmiştir.

¹⁰ Bankhaus Herstatt Almanya bankacılık sektöründe oldukça küçük payı olan bir banka iken (1974 yılında sektördeki payına göre 80 banka), bu banka gerçekleştirdiği döviz ticareti işlemleri nedeniyle önemli uluslararası bağlantılara sahipti. Bankhaus Herstatt 1974 yılından döviz ticareti hacmindeki aşırılık nedeniyle iflas etti. Bu noktada bankanın iflas etmesinin, ulusal mevduat sigortalarında ve uluslararası alanda oldukça olumsuz sonuçları olmuştur (Mourlon-Druol, 2015:3).

¹¹ 1974 yılında baş gösteren finansal sıkıntılarının ardından Group of Ten olarak anılan sanayileşmiş 11 ülkenin merkez bankası başkanları Basel Komitesi'ni oluşturmuştur. Basel Komitesi 1975 yılında Basel Uzlaşısı'nı yürürlüğe koyarak, bankacılık sektörüne ilişkin düzenlemelere uluslararası standartlar getirmiştir. Bu sözleşme zaman içerisinde tekrar gözden geçirilmiştir. Basel Sözleşmesi'nde sermaye yeterliliklerine getirilen düzenlemeler Basel I, Basel II ve Basel III olarak bilinmektedir (BIS, 2016a: <http://www.bis.org/bcbs/history.htm>).

¹² Detaylı bilgi için bkz. BIS, 1988: <http://www.bis.org/publ/bcbs04a.htm>

¹³ Detaylı bilgi için bkz. BIS, 2012: <http://www.bis.org/publ/bcbs230.htm>

Tablo 1. Makro ve Mikro İhtiyati Yaklaşımların Karşılaştırılması

	Makro ihtiyati	Mikro ihtiyati
Kısmi amaçlar	Finansal sistem çapındaki mali sıkıntıyı sınırlandırmak	Kurumların bireysel mali sıkıntılarını sınırlandırmak
Nihai amaçlar	Finansal istikrarsızlık nedeniyle oluşan makro ekonomik maliyetlerden kaçınmak	Tüketiciyi (yatırımcı/mudiyi) korumak
Riskin karakterize edilmesi	“İçsel” (Müşterek davranışlara bağlı olarak)	“Dışsal” (Ajanların bireysel davranışlarından bağımsız)
Kurumlar arasındaki bağlantılar ve riskler	Önemli	Bağılantısız (İlgisiz)
İhtiyati kontrollerin ayarlanması	Sistemsel (sistem çapındaki) riske bağlı – yukarıdan aşağıya	Kurumların bireysel risklerine bağlı – aşağıdan yukarıya

Kaynak: Borio (2003:183).

Tablo 1’de gösterildiği üzere, mikro ve makro ihtiyati tedbirler ilk olarak gerçekleştirilmeyi hedefledikleri kısmi ve nihai amaçlar yönünden birbirinden ayrılmaktadır. Makro ihtiyati politikaların kısmi amacı finansal sistemin genelinde oluşabilecek bir ödeme sorununu (mali sıkıntıyı) ve bunun sonucunda oluşabilecek sistemsel riski ve olası etkilerini sınırlandırmakken, mikro ihtiyati tedbirlerin kısmi amacı finansal sistemde yer alan kurumların bireysel ödeme sorunlarını ve bu sorunlar sonucunda oluşabilecek özel durum riskini ve bu riskin olası etkilerini sınırlandırmaktır. Her iki tür yaklaşıma ilişkin bu kısmi amaçlar, gerçekte daha büyük bir hedefin başarılmasına hizmet etmektedir. Bu bağlamda makro ihtiyati tedbirlerin nihai amacı sistemsel risk nedeniyle oluşabilecek finansal istikrarsızlıkların neden olacağı makro ekonomik maliyetlerin önlenmesiyken, mikro ihtiyati tedbirlerin nihai amacı finansal kurumlarda meydana gelen özel durum riskinin yol açabileceği olası maliyetlere karşı tüketiciyi (yatırımcıyı/mudiyi) korumaktır (Crockett, 2000:2, 2001:15; Borio, 2003:184, 2009:33; Knight, 2006:1). Tablo 1’de yer aldığı üzere, makro ihtiyati ve mikro ihtiyati yaklaşımlar arasındaki üçüncü bir ayrım ise her iki yaklaşımın riski nasıl tanımladığı ile ilgilidir. Makro ihtiyati yaklaşım, finansal kurumların kolektif bir şekilde finansal varlıkların fiyatlarını ve sistemdeki miktar hareketlerini etkileyebileceği düşüncesinden hareketle, riski içsel bir unsur olarak kabul etmektedir. Ancak mikro ihtiyati yaklaşım bu ko-

lektif davranışı göz önünde bulundurulamakta ve riski dışsal bir değişken olarak kabul etmektedir (Crockett, 2000:3, 2001:15; Tsatsorinis, 2002:8; Borio, 2003:184, 2009:33, 2010:2; Borio ve Drehmann, 2009:2). Tablo 1’de görüldüğü şekilde, mikro ve makro ihtiyati yaklaşımlar, finansal sistemde yer alan kurumlar arasındaki bağlantıları değerlendirme biçimleriyle de birbirinden farklılaşmaktadır. Mikro ihtiyati yaklaşım finansal sistemde yer alan her bir kurumun olası istikrarsızlıklara karşı dirençli bir yapıda olması gerektiğini savunmaktadır. Bu noktada finansal sistemde yer alan kurumlar arasındaki karşılıklı bağımlılık ve bu bağımlılıktan kaynaklanacak olası riskler göz ardı edilmektedir. Ancak makro ihtiyati yaklaşım bu duruma eleştiri getirmektedir. Makro ihtiyati yaklaşıma göre her ne kadar finansal sistemde yer alan kurumların olası negatif yönlü şoklara karşı daha dirençli hale getirilmesi, finansal istikrarın sağlanması için önemli olsa da, yeterli görülmemektedir. Bu durumda makro ihtiyati yaklaşım, finansal kurumların karşılıklı bağımlılığın- dan kaynaklanan sistemsel riskin sınırlandırılmasının, finansal istikrarın sağlanmasında baş- lıca hedef olduğunu ileri sürmektedir (Crockett, 2000:3; Borio, 2003:185, 2009:33; Osinski vd., 2013:7-8). Tablo 1’in son satırında mikro ve makro ihtiyati tedbirlerin, sınırlamayı hedefledikleri risk çeşidine göre ayarlandıkları ve farklılaştıkları görülmektedir. Mikro ihtiyati tedbirler ve bu tedbirlere ilişkin araçlar politika yapıcı tarafından belirlenirken, özel durum risk ağırlığı dikkate alınmaktadır. Oysa makro ihtiyati tedbirler ve araç setleri poli- tika yapıcılar tarafından sistemin genelinde oluşabilecek risk ağırlığına göre belirlenmekte- dir. Bu bağlamda makro ihtiyati politikalar tepeden-aşağı bir mantıkla belirlenmektedir. Makro ihtiyati yaklaşıma göre ilk aşamada sistemin geneline ilişkin kabul edilebilir kayıp eşikleri belirlenir. Daha sonra ise her bir kurumun sistemsel riske yaptığı marjinal katkı temel alınarak ihtiyati tedbirler ayarlanır (Borio, 2003:2-3).

2.3. Makro İhtiyati Politika Araçlarının Tasarlanmasında Belirleyici Etkenler

Tinbergen kuralı¹⁴ gereği politika yapıcılar, finansal sistemde meydana gelebilecek olan dalgalanmaların şiddetini frenlemeyi amaçlayan makro ihtiyati politikaların gerçekleştiril- mesi için geleneksel politika araçlarından farklı araç setlerine ihtiyaç duymuştur. Bu araç setleri makro ihtiyati politika araçları olarak adlandırılmaktadır. Literatürde yer alan çalış- malardan hareketle, makro ihtiyati politika araçları belirlenirken ve ayarlanırken temelde 3 önemli husus göz önünde bulundurulmaktadır. Aşağıda bu hususlar alt başlıklar halinde açıklanmaktadır.

¹⁴ Tinbergen (1952) politika yapıcı tarafından belirlenen her bir politika amacının gerçekleştirilebilmesi için farklı bir politika aracına ihtiyaç olduğunu ifade etmiş ve bu durum Tinbergen kuralı olarak adlandırılmıştır.

2.3.1. Zaman Boyutu ve Kesit Boyutu

Borio (2003:5, 2009:33) ve Caruana (2009:1) makro ihtiyati yaklaşımların iki temel boyuta sahip olduğunu ve bu boyutların makro ihtiyati politika araçları ayarlanırken belirleyici olduğunu ifade etmiştir:

- i. İlk boyut zaman boyutudur. Bu boyut, belirli ve farklı zaman dilimlerinde sistemsel riskin nasıl dağıldığı ile ilgilendiğinden içinde döngüsellığı barındırmaktadır. Ekonominin genişleme dönemlerinde risk beklentileri azalmakta, risk alınmasına ilişkin tolerans artmakta, finansal sistem üzerine uygulanan düzenlemeler hafifletilmekte, kaldırılacak oranlarında büyük artışlar görülmekte, piyasada yer alan likit varlıkların oranı artmakta ve finansal varlıkların fiyatlarında aşırı yükselmeler görülmektedir. Bu gibi durumlar ise finansal sistemde yer alan kurumların bilançolarında bozulmalara neden olmaktadır. Dolayısıyla olası bir istikrarsızlığın şiddeti oldukça güçlü hissedilmektedir. Makro ihtiyati yaklaşımların zaman boyutu, bu döngüsellığı göz önünde bulundurarak, ekonominin genişleme dönemlerinde mali tamponlar oluşturup oluşabilecek finansal istikrarsızlıkların şiddetini azaltmayı ve olası ekonomik maliyetlerin önüne geçmeyi amaçlamaktadır (Borio, 2009:4; Lim vd., 2011:4-5). Saurina ve Trucharte (2007:3) finansal sistemdeki döngüsellığın temel kaynaklarından birinin sermaye zorunluluklarında yaşanan dö-nemsellik olduğunu ifade etmiştir. Kashyap ve Stein (2004:22)'a göre sermaye zorunluluklarında yaşanan bu döngüsellığın önüne geçmek için konjunktür karşıtı sermaye tamponları (zorunlulukları) kullanılmalıdır. Shin (2010:12-13) ise sermaye zorunluluklarındaki dö-nemselliğe karşı, ileriye dönük istatistiksel provizyonların kullanılması gerektiğini savunmaktadır. Finansal sistemdeki döngüsellığın ana nedenlerinden bir diğeri teminat değerleri ile kredi/teminat oranı (loan to value, LTV) arasındaki karşılıklı etkileşimdir. Borio vd. (2001:36)'ne göre bu etkileşimden kaynaklanabilecek döngüselliklerin azaltılmasında ise LTV oranlarına getirilen tavan sınırlamaları kullanılmalıdır. Finansal sistemde döngüsellığe sebebiyet veren bir diğeri belirleyici unsur ise kredi kayıp karşılıklarıdır. Çünkü ekonominin genişleme ve daralma dönemleri boyunca kredi kayıp karşılıkları da azalma ve artış göstermektedir. Belirlenen kredi kayıp karşılık oranları, finansal kurumların (bankaların) risk ölçümlerindeki olası hatalardan kaynaklanan bilanço bozulmalarının önüne geçebilecek önemli bir araçtır (Borio vd., 2001:25).
- ii. İkinci boyut kesit boyutudur. Makro ihtiyati yaklaşımlara ilişkin bu boyut finansal sistemde yer alan risklerin belirli bir zaman diliminde sistem içerisinde hangi biçimde ve nasıl yayıldığı ile ilgilendir. Kesit boyutunda makro ekonomik dinamikler dışsal olarak kabul edilmektedir. Ayrıca kesit boyutuna ilişkin hesaplamalarda, piyasa başarısızlıkları ve riskin yayılma kanalları da dikkate alınmaktadır. Makro ihtiyati politika araçlarının ayarlanmasına ilişkin kesit boyutu, finansal sistemde yer alan kurumların sistemsel riske

olan katkılarına göre şekillenmektedir. Kesit boyutu kapsamında makro ihtiyati politika araçları her bir finansal kurumun sahip olduğu risklerin, toplam riske katkısı hesaplanarak ayarlanmaktadır. Bu noktada bir finansal kurumun sistemsel riske olan katkısı arttıkça, bu kurum için gerçekleştirilen düzenlemeler sıkılaştırılmaktadır (Borio, 2009:34; Galati ve Moessner, 2013:852). Bunlara ek olarak, bir finansal kuruma ait işlemlerde meydana gelecek olası gecikmeler, ödeme işlemleri veya reel ekonomideki borçlanmalar gibi hayati ekonomik aktivitelerde belirsizlik meydana getiriyor ve risk oluşturuyorsa, bu kurum “iflas etmesine izin verilemeyecek kadar büyük (too big to fail)” olarak tanımlanmaktadır. Makro ihtiyati yaklaşımların kesit boyutu, bu tip risklerin sınırlandırılmasını amaçlamaktadır. Danthine (2014:99-100) bu tip risklerin sınırlandırılmasında sermaye zorunluluklarına getirilecek makro ihtiyati tedbirlerin etkili olacağını ifade etmiştir.

2.3.2. Kural Temelli- İsteğe Bağlı Ayarlanma Sorunsalı

Makro ihtiyati politika araçları ayarlanırken dikkat edilen hususlardan bir diğeri de bu politikaların kural temelli olarak mı yoksa isteğe bağlı olarak mı ayarlandığıdır (Borio ve Shim, 2007:8) İsteğe bağlı makro ihtiyati tedbirler, kural temelli tedbirlere oranla, makro ihtiyati politika araçlarının finansal istikrarsızlıkların temel özelliklerine göre ayarlanmasında daha başarılıdır. Diğer yandan kural temelli makro ihtiyati tedbirler, finansal istikrarsızlıklara ilişkin daha sağlam esaslara dayanan hesaplamalarla olası politika hatalarına daha az ihtimal bırakmaktadır. Bu nedenle kural temelli makro ihtiyati tedbirler sürekli doğrulamalar gerektirmemektedir. Tüm bu bilgilerden hareketle kural temelli olarak ayarlanan makro ihtiyati politika araçları, finansal sistemde yer alan ajanların davranış beklentilerini etkileyerek, politika yapıcıları daha ihtiyatlı davranma konusunda cesaretlendirmektedir. Kredi kayıp karşılıkları, sermaye zorunlulukları, LTV gibi makro ihtiyati politika araçları kural temelli olarak belirlenen araçlardan bazılarıdır (Borio ve Shim, 2007:8-12). Diğer yandan literatürde yer alan politik tartışmalar, makro ihtiyati politika araçları ayarlanırken isteğe bağlı ayarlanmanın da oldukça önemli bir yere sahip olduğunu ortaya koymuştur. Denetimsel gözden geçirme ve erken uyarı sistemleri isteğe bağlı ayarlanan makro ihtiyati politika araçlarından bazılarıdır. Galati ve Moessner (2013:853) politika yapıcılar tarafından en çok tercih edilen isteğe bağlı makro ihtiyati politika aracının erken uyarı sistemleri olduğunu ifade etmiştir. Agur ve Sharma (2013:8) erken uyarı sistemleri örneği üzerinden, makro ihtiyati politika araçlarını kural temelli ve isteğe bağlı ayarlanmanın muhtemel farklarına ilişkin bir açıklama getirmiştir. Erken uyarı sistemlerini uygulayan politika yapıcıların iki olası seçeneğe sahip olduğunu ileri sürmüştür. İlk seçenekte politika yapıcı olası bir sistematik riske karşı ne tür tedbirlerin geliştirilmesi gerektiği ile ilgilenmekten, ikinci seçenekte politika yapıcı erken uyarı sistemi alarm verene kadar tedbirlere odaklanmamakta ve

kırmızı alarm uyarısı ile birlikte olası tedbirlerin neler olduğuna dair kapsamlı bir araştırma gerçekleştirmektedir. İlk seçenekte politika yapıcı sistemsel riske karşı alınması gereken tedbirleri ve bu tedbirlere ilişkin kuralları önceden tasarlamak durumundadır. Ancak ikinci seçenekte politika yapıcı mevcut duruma göre isteğe bağlı tedbirler geliştirmektedir. İsteğe bağlılık mevcut durum ve koşullara daha hızlı ve kolay uyum sağlanmasını kolaylaştırarak, finansal kurumların ve politika yapıcıların olası istikrarsızlıklara karşı direncini arttırmaktadır (Quagliariello ve Libertucci, 2010:2; Galati ve Moesner, 2013:853). Bu nedenle politika yapıcılar halka açık iletişim mekanizmaları yoluyla isteğe bağlı tedbirlere karşı hoşgörülü olmayı sürdürmelidir (Lim vd., 2011:4-5).

2.3.3. Fiyat-Miktar Kısıtlamalarına Bağlı Ayarlanma Sorunsalı

Makro ihtiyati politika araçları ayarlanırken dikkat edilen hususlardan bir diğeri de fiyat ve miktar kısıtlamalarına ilişkin gerçekleştirilen ayarlamalardır. Makro ihtiyati politika araçlarına dair fiyat ve miktar kısıtlamaları gerçekleştirilirken üç temel olgu göz önünde bulundurulmaktadır. Bu olgulardan ilkinde göre, gerçekleştirilen fiyat kısıtlamaları fiyat ayarlamalarının marjinal maliyetini sabit hale getirmektedir. Ancak, bu ayarlamalara esas olan fiyat düzeylerinde ise belirsizlikler oluşturmaktadır. Diğer yandan gerçekleştirilen miktar kısıtlamaları ise miktar uyumluluk düzeylerini sabitlerken, olası miktar uyumluluklarının marjinal maliyetinin belirsizleşmesine neden olmaktadır. Sosyal ve özel likidite maliyetlerini eşitlemeyi amaçlayan Pigoucu vergiler ve net fonlama oranları miktar temelli düzenlemelerden bazılarıdır. Makro ihtiyati politika araçlarına ilişkin fiyat ve miktar kısıtlamaları gerçekleştirilirken göz önünde bulundurulmuş olgulardan ikincisi ise dışa açık ekonomilerde vergilere ilişkin getirilen kısıtlamaların hedeflediği olası refah beklentilerinin değişken sermaye hareketlerini dikkate almasıdır. Göz önünde bulundurulmuş üçüncü olgu ise finansal sistemde yer alan araçların vergilendirilme olasılığıdır (Perotti ve Suarez, 2011:16-27; Galati ve Moesner, 2013:854).

Makro ihtiyati politika araçlarının belirlenmesinde ve ayarlanmasında göz önünde bulundurulmuş bu 3 temel hususa ek olarak, Lim vd. (2011:4-5) 3 farklı unsurun daha bu tür politika araçlarının belirlenmesinde ve ayarlanmasında etkili olabildiğini ileri sürmüştür ve bu unsurları aşağıdaki gibi tanımlamıştır:

- i. *Tek başına kullanım-çoklu kullanım sorunsalı*: Makro ihtiyati politika araçlarının çoklu ve eş güdümlü kullanılması, olası risklerin farklı boyutlarıyla eş zamanlı mücadele edilmesinde, olası kanun boşluklarından negatif yönde faydalanılmasının sınırlandırılmasında ve bu tür araçların kullanımından daha etkin sonuçlar elde edilmesinde, makro ihtiyati politika araçlarının tek başına kullanılmasına göre daha avantajlıdır.

- ii. *Geniş tabanlı – hedef odaklı ayarlanma sorunsalı*: Makro ihtiyati politika araçlarının finansal istikrarın sağlanabilmesi için hedef belirledikleri boyutlara odaklanarak ayarlanması, bu tür araçların daha verimli kullanılması ve bu araçların kullanımından daha etkin sonuçlar elde edilmesinde, makro ihtiyati politika araçlarının geniş tabanlı ayarlanmasına oranla daha avantajlıdır. Makro ihtiyati politika araçlarına ilişkin yakın dönemde gerçekleştirilen araştırmalarda da özellikle hedef odaklı ayarlamalar göz önünde bulundurulmaktadır. Örneğin, Cerutti vd. (2015:5-6) ve Akıncı ve Olmstead-Rumsey (2015) makro ihtiyati politikaların etkinliğini ölçerken hedef odaklı ayarlamaları temel almıştır.
- iii. *Diğer politikalar ile uyumluluk sorunsalı*: Finansal istikrarın korunması ve sistemsel riskin azaltılmasına yönelik makro ihtiyati politika araçları, geleneksel politikalar olan para ve maliye politikaları ile uyum içinde ve eş güdümlü çalışmalıdır. Çünkü geleneksel politikalardan bağımsız olarak tasarlanan makro ihtiyati politikalar etkinliğini yitirebilme tehlikesiyle karşı karşıyadır (Lim vd., 2011:4-5).

2.4. Makro İhtiyati Politika Araçları

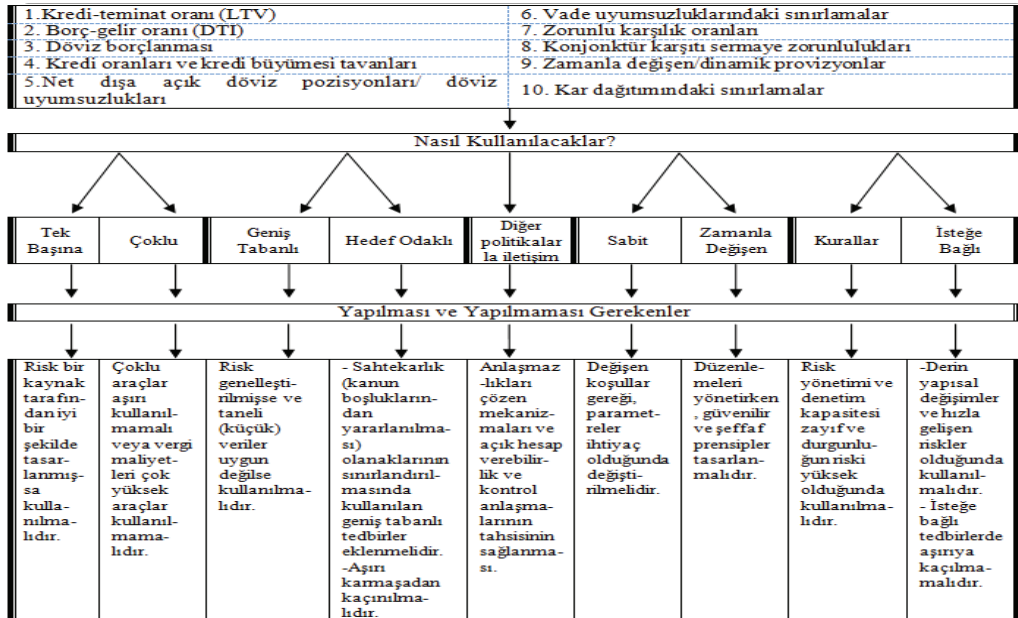
Literatürde birçok araştırmacı makro ihtiyati politika araçlarını tanımlamış ve çeşitli makro ihtiyati araç setleri hakkında bilgi vermiştir. Bu noktada literatürde yer alan başlıca makro ihtiyati politika araçları; LTV, borç/gelir oranı (debt to income, DTI), sermaye zorunlulukları, kaldıraç oranı, dinamik provizyonlar, dövizle borçlanmaya getirilen sınırlamalar, zorunlu karşılık oranları, rezerv opsiyon mekanizması (ROM), kredi büyümelerine getirilen sınırlamalar, tüketici kredilerine uygulanan tedbirler, konjonktür karşıtı sermaye zorunlulukları, finansal kurumlara getirilen vergi ve yükümlülükler, ulusal para birimi cinsinden borçlanmaya getirilen sınırlamalar ve faiz koridorudur.¹⁵ Makro ihtiyati politika araçlarına ilişkin en kapsamlı araştırmalardan biri Lim vd. (2011) tarafından gerçekleştirilmiştir. Lim vd. (2011:8) 3 tip makro ihtiyati politika aracı olduğunu ileri sürmüştür. Bunlar aşağıdaki gibi sıralanmıştır:

- i. *Kredilerle ilişkili makro ihtiyati politika araçları*: Kredi/teminat oranı, borç/gelir oranı, yabancı para ile borçlanmaya getirilen sınırlamalar, kredilere getirilen sınırlamalar, kredi büyümesine getirilen sınırlamalar gibi.

¹⁵ Detaylı bilgi için bkz. Wong vd., 2004:35-37; Heitor vd., 2006:28; Borio ve Shim, 2007:9-12; Galac, 2010:3-4; Shin, 2011:14; Ahuja ve Nabar, 2011:1-5; Igan ve Kang, 2011:1-3; Aiyar vd., 2012:1; Tovar vd., 2012:1-5; Vandebussche vd., 2012:1; Arregui vd., 2013:61; Binici vd., 2013:15; Aslaner vd., 2014:2; Bruno vd., 2014:185-186; Claessens vd., 2014:4-6; Akıncı ve Olmstead-Rumsey, 2015: 45-46; Cerutti, 2015:16; Değerli ve Fendoğlu, 2015:166-170; Jimenez vd., 2015:22; Zhang ve Zoli, 2016:48.

- ii. *Likiditeye ilişkin makro ihtiyati politika araçları*: Net dışa açık döviz pozisyonları/döviz uyumsuzlukları, vade uyumsuzluklarına getirilen sınırlamalar, zorunlu karşılık oranları gibi.
- iii. *Sermayeye ilişkin makro ihtiyati politika araçları*: Konjonktür karşıtı sermaye zorunlulukları (tamponları), zamanla değişen (dinamik) provizyonlar, kar dağıtım sınırlamaları gibi.

Şekil 1. Makro ihtiyati politika araçları



Kaynak: Lim vd., 2011:6.

Lim vd. (2011), makro ihtiyati politika araçlarının türlerine ve bu araçların ayarlanmasına ilişkin yukarıda ve bir önceki alt başlıkta belirtilen tüm hususları ve uygulamada en çok tercih edildiğini ileri sürdüğü 10 adet makro ihtiyati politika aracını Şekil 1'deki gibi özetlemiştir.

Buna ek olarak, Cerutti vd. (2015: 34-36) ve Akıncı ve Olmstead-Rumsey (2015:45-46) makro ihtiyati politika araçlarını hedef odaklı olarak ayarlamış ve sıralamıştır. Örneğin, Cerutti vd. (2015: 34-36) finansal kurumları hedef alan makro ihtiyati politika araçlarını genel sermaye zorunlulukları, kaldıraç oranı, dinamik kredi kayıp karşılıkları, ulusal para birimi cinsinden kredilere getirilen sınırlamalar, yabancı para birimi cinsinden kredilere getirilen sınırlamalar, zorunlu karşılık oranları, finansal kurumlara uygulanan vergi ve yükümlülükler, iflas etmesine izin verilemeyecek kadar önemli finansal kurumlara uygulanan

sermaye yükümlülükleri, bankalar arası risklere getirilen sınırlamalar ve temerküz sınırlamaları olarak tespit ederken, borçlanma temelli makro ihtiyati politika araçlarını ise kredi/teminat oranı ve borç/gelir oranı olarak ifade etmiştir. Diğer yandan, Akıncı ve Olmstead-Rumsey (2015:45-46) konut piyasasına ilişkin makro ihtiyati politika araçlarını kredi/teminat oranına getirilen üst sınırlar, borç/gelir oranına getirilen üst sınırlar, konut piyasasına ilişkin konjonktür karşıtı sermaye zorunlulukları ve konut piyasasına ilişkin kredi kayıp karşılıklar olarak tanımlarken, konut piyasası dışında borçlanma temelli makro ihtiyati politika araçlarını ise konut piyasası dışındaki konjonktür karşıtı sermaye zorunlulukları, konut piyasası dışındaki kredi kayıp karşılıkları, tüketici kredilerine getirilen tedbirler, kredi büyüme sınırları olarak ifade etmiştir.

2.5. Makro İhtiyati Politikaların Geleneksel Politikalarla Eş Güdümü

Makro ihtiyati politikalar ve araç setleri ayarlanırken üzerinde dikkatle durulması gereken bir diğer önemli konu ise bu tür politikaların geleneksel para ve maliye politikalarıyla olan eş güdümüdür. Çünkü Tinbergen kuralı gereği pratikte para ve maliye politikaları gibi geleneksel politikalar ve araç setleri ile sistemsel riskin azaltılması ve böylece finansal istikrarın korunmasını amaçlayan makro ihtiyati politikalar ve araç setlerinin eş güdümlü çalışması oldukça zordur. Bu durum, her iki tip politikanın da öncelikli olarak makro ekonomik istikrarı sağlamayı amaçlanmasından kaynaklanmaktadır. Ancak literatürde geleneksel para politikalarının da finansal istikrarın sağlanmasına katkı sunabileceğine dair görüşler bulunmaktadır. Kent ve Lowe (1997:20-21), Borio ve White (2004:27-28) ve Filardo (2004:8) para politikasında gerçekleştirilen sıkılaştırmaların finansal istikrarın sağlanmasında kullanılabileceğini ifade etmiştir. Bunlara ek olarak Borio ve Drehmann (2009:10-11,28-30) finansal istikrarsızlık kaynaklarının tanımlanması ve belirlenmesi aşamasında para politikalarının kullanılması gerektiğini ileri sürmüştür. Borio ve Shim (2007:9) ise merkez bankalarının fiyat istikrarının sağlanmasına odaklandığını, ancak bu durumun finansal istikrarın sağlanmasına ilişkin bir çözüm oluşturmadığını vurgulamıştır. Çünkü küresel ekonomide 1980'li yılların başından itibaren fiyat istikrarında sağlanan başarı, finansal istikrarsızlık aşamalarını ortadan kaldıramamıştır. Bu noktada Borio ve Shim (2007) finansal istikrarın sağlanabilmesi için makro ihtiyati politika araçlarının kullanımının güçlendirilmesi gerektiğini ifade etmiş ve makro ihtiyati politikaların para politikasının otomatik stabilizatörü olarak finansal döngülerin şiddetini hafifletmede faydalı olacağını ileri sürmüştür. Yellen (2011:9-10)'e göre para politikası, faiz ve kaldıraç oranları kanalıyla sistemsel riskin yayılmasına neden olabilmektedir. Bu durumda para politikasının yol açtığı bu olası sistemsel risk yayılmalarının engellenebilmesi için para politikaları ve makro ihtiyati politikalar eş güdümlü çalışmalıdır. N'Diaye (2009:21) ise makro ihtiyati politikaların, reel ekonomik

çıkta da meydana gelebilecek dalgalanmaların şiddetini azaltmayı amaçlayan para politikalarına destek olması gerektiğini belirtmiştir. Blanchard vd. (2013:20-21) merkez bankaları tarafından belirlenen düşük politika faiz oranlarının sistemsel risk alımıyla ilgili davranışları frenlediğini, diğer yandan makro ihtiyati politikaların da kredi maliyetlerini sınırlandırarak toplam talebi etkilediğini ifade etmiştir. Teorik olarak, makro ekonominin istikrarlı yapısının sağlanması ve korunması için para politikasına, finansal istikrarın sağlanması içinse makro ihtiyati politikalara başvurulmalıdır. Ancak Blanchard vd. (2013:20-21) her iki politikanın da gerçek hayatta mükemmel işlememesi dolayısıyla, bu politikaların birbirlerinin sınırlarını da göz önünde bulundurmada zorunda olduğunu vurgulamıştır. Makro ihtiyati politikaların olası etkisizliklerine karşı para politikası finansal istikrarın sağlanmasına destek vermelidir. Aynı şekilde para politikası da reel ekonomide meydana gelen döngüselliğle başa çıkmada yetersiz kaldığında, makro ihtiyati politikalar toplam talebi etkileyerek para politikasına destek olmalıdır. BIS (2016b:1-2) para, maliye ve ihtiyati politikaların, olası finansal dalgalanmaların şiddetini azaltmak ve içsel mali tamponlar oluşturmak için birbirlerini tamamlayıcı birer politika olarak çalışmasının, finansal açıdan ekonomik direnci arttıracığını ifade etmiştir. Tüm bu bilgiler ışığında, finansal dalgalanmaların şiddetini frenleyerek finansal istikrarın korunmasını amaçlayan makro ihtiyati politikalar, geleneksel politikaların bir tamamlayıcısı olarak hareket ederek, makro ekonomik istikrarın sağlanmasına da katkı sunmalıdır.

2.6. Makro İhtiyati Politikaların Yönetişim Sorunu

Makro ihtiyati politikalara ilişkin literatürde araştırmacılar arasında tam bir fikir birliği sağlanamayan diğer önemli husus ise bu tür politikalar ve araç setlerine ilişkin yönetim sorunudur. Literatürde bazı araştırmacılar makro ihtiyati politikaların merkez bankası bünyesinde yürütülmesi gerektiğini savunurken, diğerleri makro ihtiyati politikaların bağımsız kurumlar ve ajanlar tarafından yürütülmesi gerektiğini vurgulamaktadır. Örneğin French vd. (2010:15) makro ihtiyati politikaların ve para politikasının her ikisinin de merkez bankası tarafından uygulanması gerektiğini ileri sürerken, Yellen (2011:11) Finansal İstikrar Gözetim Konseyi gibi düzenleme ajanlarının da makro ihtiyati politikaların belirlenmesinde ve bu politikalara ilişkin araçların ayarlanmasında önemli bir yetkiye sahip olması gerektiğini ifade etmektedir. Coeure (2013) ve Jacome vd. (2012:31) ise mikro ve makro ihtiyati politikaların merkez bankası tarafından uygulanmasının para politikalarının işleyişini daha etkin hale getireceğini ileri sürmektedir. Ancak Blanchard vd. (2013:21-22)'ne göre makro ihtiyati politikaların, para politikalarıyla birlikte merkez bankaları tarafından yürütülmesinin de belirli iktisadi maliyetleri vardır. Bu maliyetlere örnek olarak merkez bankasının kamu oyu güvenilirliğinde yaşanabilecek olası güvensizlikler verilebilir. Çünkü makro

ihtiyati araçların uygulanmasında yaşanan aksaklıklar, merkez bankasının nihai hedefi olan fiyat istikrarını sağlama amacıyla çakıştığında, kamuoyunda merkez bankasının fiyat istikrarını sağlama hedefini gerçekleştireceğine dair güven kaybı yaşanabilmektedir. Oysa makro ihtiyati düzenlemelerin bağımsız bir finansal istikrar otoritesi tarafından belirlenerek, uygulanması bu sorunu ortadan kaldıracaktır. Buna ek olarak merkez bankası bağımsızlığı açık bir hedef ve görece basit operasyonel araçlar (açık piyasa işlemleri ve politika faizi) yoluyla güçlendirilmiştir. Ancak çeşitli nedenler (i. makro ihtiyati politikaların kredi büyümesi, kaldıraç oranı, varlık fiyatlarının büyümesi gibi çok farklı boyutlara ilişkin orta dereceli hedeflere sahip olması, ii. makro ihtiyati politika araçları ayarlanırken gerçekleştirilen finansal istikrar tanımlamasında yaşanan güçlükler, iii. makro ihtiyati politikaların kullanımına ilişkin sert muhalif yaklaşımlar) bu tür politikaların amaçlarında belirsizliğe ve bu tür politikaların etkilerinin ölçülmesinde güçlüğüne neden olmaktadır. Yukarıdaki bilgiler ışığında araştırmacılar, makro ihtiyati politikaların pratikte merkez bankaları, bağımsız düzenleme kurumları veya her ikisi tarafından uygulanabileceğini ifade etmiştir.

3. Uygulamada Makro İhtiyati Politika Araçları: Türkiye Tecrübesi

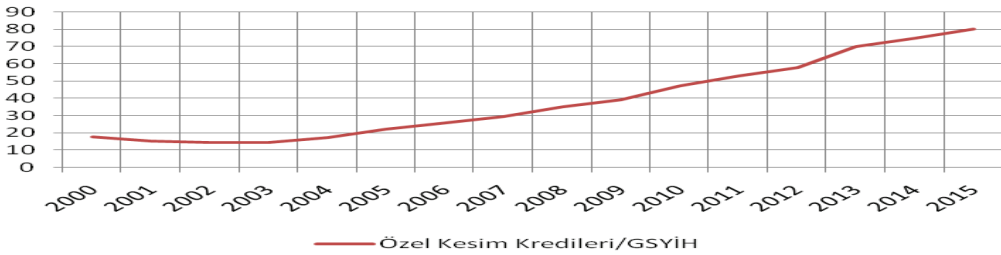
3.1. Türkiye’de Makro İhtiyati Politikaların Tarihsel Gelişimi

Son yaşanan küresel finansal krizin ardından, gelişmiş ülkelerin uyguladığı düşük faiz ve genişletici para politikalarının da etkisiyle, gelişmiş ülkelere yükselen piyasa ekonomilerine yüksek oranlarda sermaye akımları gerçekleşmiştir. Bu yüksek oranlı sermaye akımları özellikle yükselen piyasa ekonomilerinde kısa vadeli yatırımlar meydana getirmiş ve bu yatırımlar yükselen piyasa ekonomilerinde reel ekonomik maliyetlere yol açan finansal dalgalanmaları da beraberinde getirmiştir. Yükselen piyasa ekonomileri içerisinde önemli bir role sahip olan Türkiye’de, özellikle 2010 yılından sonra, bu tür sermaye akımları için bir cazibe merkezi haline gelmiştir. Türkiye’ye gerçekleşen bu tür sermaye akımları özellikle Türk Lira’sında (TL) aşırı değerlenme ve kredi oranlarında artış meydana getirerek cari dengede bozulmaya neden olmuştur. Bu noktada Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) temel görevi olan fiyat istikrarını sağlamanın yanında, finansal sistem istikrarını gözetken ve olası bir finansal istikrarsızlığın yol açacağı maliyetleri en aza indirmeyi amaçlayan makro ihtiyati politikalar üretme arayışına girmiştir. Her ne kadar makro ihtiyati politikalara olan ilgi 2008 yılında yaşanan küresel finans krizinin ardından hızla artmışsa da, Türkiye’nin ihtiyati politikalara ilişkin serüveni 2000’li yılların başına kadar uzanmaktadır (Aysan vd., 2014:4; TCMB, 2014a:2; Kara, 2016: 85).

Türkiye’de 2001 yılında özellikle bankacılık sektöründe, mali istikrarda ve ödemeler den-

gesinde yaşanan başarısızlıkları içeren krizin ardından, ihtiyati politika arayışları hızla artmıştır. Bu bağlamda, 2001 yılında yaşanan bu kriz Türkiye için özellikle bankacılık sektöründe yapısal bir kırılma noktası olmuştur. Türkiye 2002 yılının başında riskli makro-ekonomik çevreye sahip bir ülke görünümündeydi, ayrıca finansal gözetim süreci etkinliği engelleyecek şekilde yetkisel olarak farklı finansal kurumlar arasında dağıtılmış ve tasarruf mevduat sigorta fonlarındaki düzenlemelerden kaynaklanan ahlaki sorun özellikle bankacılık sektöründe sıkıntılar meydana getirmiştir. Bu hususlardan hareketle, Türkiye’de finansal sistemde oluşan kırılmalıkların giderilmesi için mali, parasal ve ihtiyati yapısal tedbirlere ilişkin düzenlemelere ihtiyaç duyulmuş ve çeşitli tedbirler uygulanmıştır. Türkiye’de ihtiyati politikalar geleneksel olarak bankacılık sistemi aracılığı ile uygulanmıştır. Bunun temel nedeni Türkiye’de finansal aracılık pozisyonuna bankaların hakim olmasıdır.¹⁶ Bu bağlamda Türk hükümeti bankacılık sektörünün yeniden düzenlenmesi için bağımsız bir düzenleyici ve gözetici kurum oluşturmuştur. Bu kurum Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) olarak isimlendirilmiş ve bankacılık sektöründeki olası düzenlemelere ilişkin sorumluluk bu kuruma verilmiştir. Türkiye’de yaşanan son krizlerden edinilen tecrübeler ve yukarıdaki bilgiler ışığında, özellikle son on yıllık dönemde, Türkiye’de bankacılık sektörüne ilişkin düzenlemeler ve gözetim mekanizması açık bir biçimde ihtiyati özelliklere sahip olmuştur. Örneğin BDDK belirgin bir biçimde, minimum sermaye yeterlilik ve likidite yeterlilik oranlarını uluslararası standartların üzerinde belirleyerek, bankaların yeterli oranda sermaye ve likidite tamponları oluşturabilmesini sağlamıştır. Çünkü BDDK temelde bankaların bireysel olarak sağlıklı bir yapıda olmasıyla ilgilendiğinden, mikro ihtiyati bir doğaya ve etkiye sahiptir.

Şekil 2. Türkiye’de Özel Kesim Kredileri

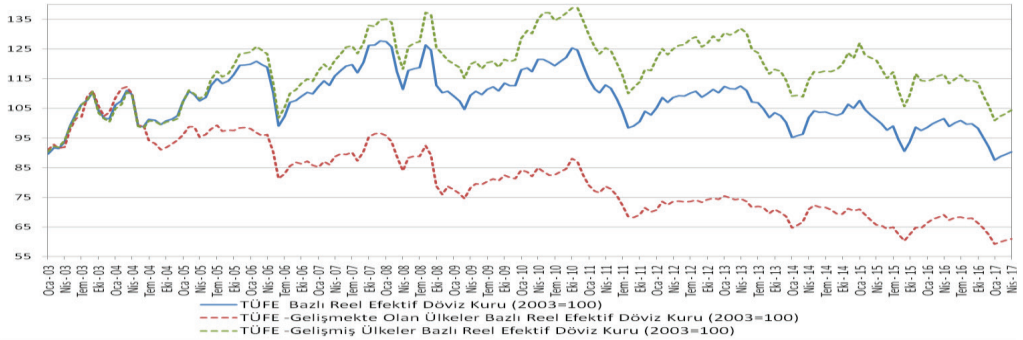


Kaynak: Dünya Bankası (World Development Indicators).

¹⁶ Finansal İstikrar Raporu’na göre Kasım 2016 itibariyle hane halklarının finansal yükümlülüklerinin % 91.6’sı bankalar tarafından sağlanmaktadır (Bkz. TCMB, Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2016, Tablo II.1.2).

Ancak tüm bu mikro ihtiyati tedbirlere rağmen, 2008 küresel finansal krizinin ardından, gelişmiş ülkelerde yaşanan parasal genişleme ve yükselen piyasa ekonomilerine olan yüklü sermaye akımları, Türkiye’de özel sektör kredi büyümesini % 40 oranına kadar çıkarmış ve Şekil 2’de görüldüğü üzere özel kesim kredilerinin GSYİH içindeki payı keskin bir şekilde artmıştır. Bu durum hızlı GSYİH büyüme oranlarını tetikleyerek enflasyon üzerinde baskı oluşturma riski meydana getirmiştir. Buna ek olarak, bankacılık sektörünün kredi oranlarının gösterdiği gibi çok yüksek bir hızla artan oranda iyi yatırım imkanları bulması ve bunu finanse etmesi makul görünmediğinden, bu durum bankacılık sektöründe sistemsel bir risk oluşturmuştur. Ayrıca Şekil 3’te gösterildiği üzere, yine aynı dönem zarfında TL reel anlamda hızla değer kazanmış ve tüm bu olguları ekonomide aşırı ısınma izlemiş ve cari işlemler hesabında keskin bir artış gözlenmiştir (Aysan ve Al, 2006:2; Kenc vd., 2011:2; Akkaya ve Gürkaynak, 2012:103; Akçelik vd., 2013:5; Kara, 2016:86-87).

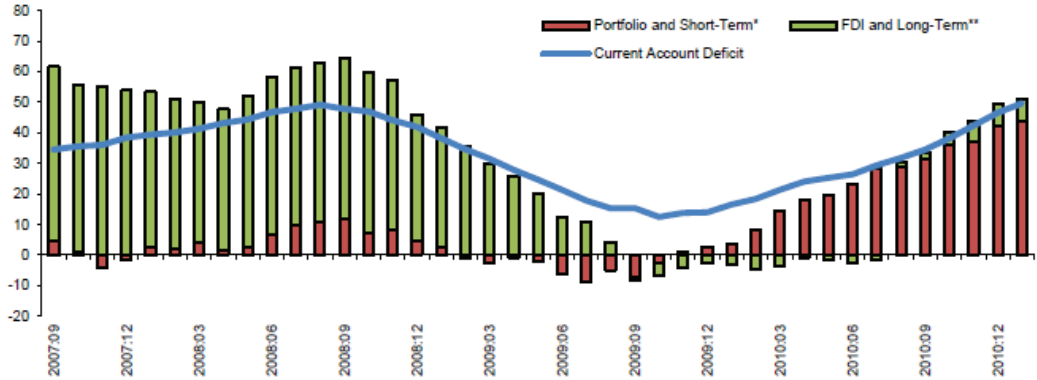
Şekil 3. Türkiye’de reel döviz kurunun seyri



Kaynak: TCMB, 2017a.

Bunların da ötesinde Şekil 4’te görüldüğü üzere, dış finansmanın kalitesi ağır bir biçimde kötüleşmiştir. Türkiye’de 2010 yılının sonlarında cari açığın büyük bir bölümü ya kısa vadeli akımlar ya da portföy akımları ile finanse edilir hale gelmiştir. Bu durum ise Türkiye ekonomisini, küresel ekonomi ikliminde yaşanabilecek olumsuzluklara karşı kırılgan bir hale getirmiştir. Türkiye’nin finansal sisteminde yaşanan tüm bu kırılganlıklar, mikro ihtiyati politikalara destek olacak makro ihtiyati bir bakışa olan acil ihtiyacı doğurmuştur (Kara, 2016:86-87).

Şekil 4. Türkiye ekonomisinde cari işlemler açığı ve net akımlar (12 aylık kümülatif değer, milyar ABD Doları)



Kaynak: Kara, 2016: 87.

Türkiye’de, özellikle 2010 yılı sonlarında, makro ihtiyati politikalara olan bu ihtiyaca rağmen, resmi bir kurumsal organizasyonun henüz yapılandırılmamış olması, TCMB’yi makro finansal riskleri içeren ihtiyati tedbirleri uygulama hususunda teşvik etmiştir. Bu bağlamda TCMB sermaye akımlarının yol açtığı dalgalanmalara karşı yeni bir politika stratejisi geliştirmiştir. Böylece TCMB geleneksel amacı olan fiyat istikrarını sağlamanın yanı sıra, destekleyici bir politika olarak finansal istikrarın sağlanmasına da odaklanmıştır. Bu bilgiler ışığında, TCMB’nin kullanımında olan politika araç seti, zorunlu karşılık oranları ve esnek faiz koridoru sistemini de içerecek şekilde genişletilmiştir. TCMB’nin yeni politika çerçevesine ilişkin uygulamalarının ilk aşamalarında para politikaları makro ihtiyati amaçların sağlanması için kullanılmıştır. Makro finansal riskleri gözeterek resmi bir kurumsal altyapının olmadığı ve makro ihtiyati tedbirlerin örtük araçlar yoluyla gerçekleştirildiği bu ilk aşamada, TCMB zorunlu karşılık oranlarını ve esnek faiz koridorunu, kredi büyümesi ve sermaye akımları sonucu oluşan dalgalanmalara karşı döngüsel bir araç olarak kullanmıştır. Ancak bu tür geleneksel olmayan para politikalarının kredi talep ve arzını etkileyen dolaylı nitelikleri nedeniyle bu tür politikalar tek başına özel kesim kredi büyümesini ilk etapta makul seviyelere indirememiştir. Çünkü bu çok amaçlı ve çok araçlı yeni politika çerçevesi para politikasının iletişim kanallarını oldukça karmaşık bir hale getirmiştir. Ayrıca bu yeni politika araçlarının yayılma mekanizmalarındaki belirsizlikler de bu politikaların öngörülebilirliğini ve ölçülebilirliğini engellemiştir. Tüm bunlara ek olarak teorik ve uygulamalı literatürde bu tür araçların etkinliğine ilişkin bilgilerin oldukça kısıtlı olması, kamuoyunda bu tür politikaların güvenilirliğine ilişkin şüphe oluşturmuştur. Bu noktada, TCMB’nin makro finansal riskleri de gözeterek iyi niyetli uygulama gayretlerine rağmen, yukarıda ifade

edilen tüm bu sorunlar, Türkiye’de makro ihtiyati politikaların uygulanmasında başat bir resmi kuruma olan ihtiyaca ilişkin farkındalığı arttırmıştır. Bu bağlamda Finansal İstikrar Komitesi (FİK) 2011 yılının Haziran ayında makro ihtiyati çerçeveye ilişkin belirleyici bir kurum olarak oluşturulmuştur. FİK olası makro finansal risklere karşı daha sistematik ve eş güdümlü bir yaklaşım içerisinde çözümler üretebilmeyi amaçlamaktadır. FİK’i oluşturan ve finansal istikrara ilişkin temel kurumlar: BDDK, TCMB, Hazine, Sermaye Piyasa Kurulu (SPK) ve Tasarruf Mevduat Sigorta Fonu (TMSF)’dur. FİK’in kendine ait politika araçları bulunmamakla birlikte, bu organizasyonda yer alan her bir kurum kendi özel yetki ve sorumluluğuna sahiptir. Bu bilgilerden hareketle FİK’in oluşturulmasındaki temel amaç, bu kurumlar arasındaki bilgi paylaşımını, işbirliğini ve eş güdümü arttırmaktır (Akkaya ve Gürkaynak, 2012:106-108; Başçı ve Kara, 2011:5-6; Kara, 2016: 87-88; TCMB, 2017b).

3.2. Türkiye’de Kullanılan Makro İhtiyati Politika Araçları

Türkiye’nin makro ihtiyati politika araçlarının kullanımına ilişkin serüveninde öne çıkan kurum TCMB olmuştur. Daha önce de ifade edildiği üzere, özellikle 2010 yılının sonlarına doğru Türkiye’nin kısa vadeli sermaye akımlarının cazibe merkezlerinden biri haline gelmesi; TL’de aşırı değerlenme, kredi oranlarının GYSİH içindeki payında keskin bir yükselme ve cari dengede bozulma gibi temel makro ekonomik göstergelerde çeşitli sorunlar meydana getirmiştir. TCMB bu sorunların aşılabilmesi için kredileri, döviz kurlarını ve rezervleri ayrı ayrı etkileyebilecek ve finansal sistemin genelinde oluşan sistematik riski sınırlandırabilecek çeşitli makro ihtiyati araçlar kullanmıştır. Bu bağlamda 2010 yılı sonlarında TCMB ilk etapta faiz koridoru gibi para politikası araçlarını makro ihtiyati amaçları destekleyecek araçlar olarak uygulamıştır. İleriki zamanlarda ise TCMB’nin makro ihtiyati politika araç seti genişlemiştir. Tablo 2’de Türkiye’de 2010-2015 yılları arasında kullanılan makro ihtiyati politika araçları kısaca özetlenmiştir. Bu araçlar kredilere ilişkin, likiditeye ilişkin ve sermayeye ilişkin araçlar olarak 3 gruba ayrılmıştır. Kredilere ilişkin makro ihtiyati politika araçlarının temel amacı özellikle bireysel kredilerdeki büyümeyi kontrol altına alabilmekken, likiditeye ilişkin araçlar daha çok vade uyumsuzluklarının meydana getireceği olumsuzlukları önlemeyi hedeflemektedir. Diğer yandan sermayeye ilişkin araçlar ise sermaye piyasalarındaki döngüselliğin olası etkilerini hafifletmeyi amaçlamaktadır. Tablo 2’den de görüleceği üzere, 2011, 2013 ve 2015 yılları ihtiyati düzenlemelerin en geniş ölçüde uygulamaya konduğu yıllar olmuştur. Bu açıdan değerlendirildiğinde, mevcut zaman aralığında Türkiye’nin finansal istikrarın sağlanması amacıyla oldukça pro-aktif bir politika yaklaşımını takip ettiği ifade edilebilir (Göver ve Oğuz, 2017: 20-21).

Türkiye’de özellikle 2010 sonrasında uygulamaya konulan makro ihtiyati tedbirler yoğunlukla likiditeye ilişkindir. Likiditeye ilişkin bu araçlardan en çok dikkati çekenler zorunlu karşılık oranları ve rezerv opsiyon mekanizması (ROM)’dır. Buna ek olarak, faiz koridoru uygulaması da makro ihtiyati amaçları gerçekleştirmek için yoğunlukla başvuru alan diğer bir politika aracı olmuştur (Aysan vd., 2014:47; Tüzün ve Kahyaoğlu, 2015: 27-28; Göver ve Oğuz, 2017). Araştırmanın bu bölümünde, TCMB tarafından uygulanan bu üç makro ihtiyati politika aracı ele alınarak, değerlendirilmektedir.

Tablo 2. Türkiye’de 2010-2015 Yılları Arasında Kullanılan Makro İhtiyati Politika Araçları

Araçların Sınıflandırılması	Makro İhtiyati Politika Araçları	Tedbirlerin Uygulandığı Dönem
Kredilere İlişkin	- Kredi genişleme sınırı	- 2010, 2011, 2013-2015
	- LTV oranındaki değişimler	- 2011, 2014
	- DTI oranındaki değişimler	- 2013
	- Dövizle borçlanma sınırları	- X
Likiditeye İlişkin	- Net açık döviz pozisyonu sınırları	- X
	- Döviz uyumsuzluk sınırları	- X
	- Vade uyumsuzluk sınırları	- 2011, 2013, 2015
	- Zorunlu karşılık oranlarındaki değişim	- 2010-2015
	- Rezerv gereksinimleri ile ilgili geleneksel olmayan makro ihtiyati araçlar;	
	ROM	
	- Kaldıraç temelli zorunlu karşılıklar	- 2011-2015 - 2014-2015
	- Likidite yeterlilik oranı	- 2015
	- Net istikrarlı fonlama oranı	- X
	Sermayeye İlişkin	- Konjonktür karşıtı sermaye zorunlulukları
- Kredi kayıp karşılıklarındaki değişim		- 2010-2011, 2013, 2015
- Kredi dağıtım sınırları		- 2010
- Kaldıraç oranı sınırları		- 2015
- Sermaye koruma tamponları		- 2016
- Konjonktürel sermaye tamponları	- 2016	

Kaynak: Göver ve Oğuz, 2017: 20-21.

Zorunlu Karşılık Oranları, özellikle Türkiye gibi yükselen piyasa ekonomilerinde, makro ihtiyati amaçların sağlanmasında sıklıkla kullanılmıştır. Türkiye’de 2010 yılı sonlarında kredi büyümesinde çarpıcı bir yükseliş meydana gelmiştir. Bu durum Türkiye finans sisteminin genelinde bir kırılma meydana getirmiştir. Çünkü tarihsel olarak ele alındığında, kredi oranlarında meydana gelen aşırı artışlar finansal krizlerin öncü göstergesi olarak kabul

edilmektedir. Bu bilgilerden hareketle, TCMB ilk kez 2010 yılı sonlarında zorunlu karşılık oranlarını arttırmış ve böylece kredi oranlarındaki aşırı artışı durdurmayı hedeflemiştir. Bu hedef doğrultusunda TCMB zorunlu karşılıklara yapılan faiz ödemelerini sonlandırmış, zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalamasını arttırma yoluna gitmiş ve zorunlu karşılık oranlarına ilişkin yükümlülüklerin içeriğini genişletmiştir. Zorunlu karşılık oranları, hızlı bir şekilde artan kredi büyümesini bankaların kaynaklarında doğrudan yol açtığı maliyetler ve bankaların yükümlülüklerinin yapısında değişime neden olan faiz riski ve likidite yoluyla etkilemektedir. Bu bilgiler ışığında, TCMB konjonktürün yükselişe geçtiği dönemlerde oluşacak kredi büyümesini dizginlemek ve TL likiditesini kontrol altında tutmak için zorunlu karşılık oranlarını arttırırken, konjonktürün düşüş dönemlerinde, sermaye hareketlerinde bir yavaşlama meydana geleceği düşüncesiyle, zorunlu karşılık oranlarını düşürerek kredilerde meydana gelebilecek ani düşüşlerin önüne geçmeyi amaçlamaktadır. Ayrıca, zorunlu karşılık oranlarının bu şekilde kullanımı faiz koridoru uygulamasının da etkin bir şekilde işlemesine yardımcı olmaktadır (Başçı ve Kara, 2011: 4-6; Hesse vd., 2012:29; Mimir vd., 2012:2; TCMB, 2014b:4; Kara, 2016:88). Yukarıdaki bilgiler, TCMB tarafından belirlenen zorunlu karşılık oranlarının makro ihtiyati politika aracı olarak ayarlanırken içerisinde ters döngüsellik barındırması dolayısıyla zaman boyutuna odaklandığını göstermektedir. Ayrıca, zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalamasındaki değişimlerden hareket edilmesi, kural temelli bir yaklaşımın benimsendiğine işaret etmektedir. Bunlara ek olarak, zorunlu karşılık oranlarının özellikle sermaye piyasasındaki ters döngüsellüğün etkilerini hafifletmeyi amaçlaması hedef odaklı olduğunu göstermektedir.

Faiz Koridoru; yabancı fonların arz hareketlerini yumuşatan bir araç olarak tasarlanmıştır. Faiz koridoru politikası altında, TCMB, borçlanma ve borç verme oranlarına ilişkin geniş bir koridorda kalınmak suretiyle ortalama bir fonlama maliyeti taahhüt etmiştir. Bu faiz koridoru muhtemelen asimetrik olacaktır. TCMB'nun uyguladığı bu yeni politika, geleneksel politika faizine ek olarak, gecelik borç verme ve borçlanma oranları (asimetrik faiz koridoru), likidite politikası ve zorunlu karşılıklar için ortak bir faiz koridoru kullanılmasını gerektirmiştir. TCMB asimetrik faiz koridorunu bir politika aracı kullanarak, çok kısa vadeli sermaye akımlarında yaşanacak oynaklıklara hızlı ve daha esnek tepki verilmesini amaçlamıştır. Diğer yandan, asimetrik faiz koridorunun alt ve üst sınırları düzenli para politikası toplantılarında belirlenmektedir (Binici vd., 2013:2; Aysan vd., 2014:47; Küçük vd., 2014:2-3). Merkez Bankasının uyguladığı bu asimetrik faiz koridoru iki temel açıdan geleneksel faiz koridoru sisteminden ayrılmaktadır. İlk olarak, piyasa faiz oranlarının politika faiz oranına yakın olduğu geleneksel koridor uygulamasının aksine, bu yeni sistemde bankalar-arası faiz oranı ve politika faiz oranı arasında sistemsal olarak oldukça büyük farklılaşma görülmektedir. İkinci olarak ise, TCMB'nin uyguladığı bu yeni sistem, faiz

koridorunun alt ve üst sınırlarının farklı oranlarda ve yönlerde değişmesine olanak sağlayarak, faiz koridoru genişliğinin ilave bir politika aracı olarak etkili bir şekilde kullanılmasını sağlamıştır (Binici vd., 2016:3). 2010 yılının sonlarında TCMB tarafından uygulamaya konulan asimetrik faiz koridoru sisteminde, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı ana politika aracı haline gelmiştir. TCMB piyasaya sunulan likit miktarını düzenleyerek, gecelik piyasa oranlarında meydana gelen dalgalanmaları arttırmış ve asimetrik faiz koridorunun etkili bir politika aracı olarak kullanılmasını sağlamıştır (Başçı ve Kara, 2011: 4-5). Tüm bu bilgiler ışığında, TCMB, yabancı sermaye girişlerinin artış gösterdiği dönemlerde faiz koridorunu aşağı genişletmek, ani ve yüksek oranlarda sermaye çıkışlarının olduğu dönemlerde ise faiz koridorunu yukarı genişletmek suretiyle döviz kurlarında yaşanacak olası dalgalanmaları sınırlandırmayı amaçlamaktadır (TCMB, 2014b:5). Tıpkı zorunlu karşılık oranlarında olduğu gibi faiz koridoru da döngüsellik üzerinden zaman boyutuna odaklanmakta ve resmi toplantılarda belirlenen alt ve üst faiz sınırı uygulamasından hareketle kural temelli belirlenmektedir.

Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM); sermaye hareketlerinde yaşanan oynaklıkların makro ekonomik veriler üzerinde meydana getireceği olası ters yönlü etkileri hafifletmek için 2011 yılında TCMB tarafından tasarlanmış bir politika aracıdır. ROM, bankaların ayırmak zorunda olduğu TL cinsinden karşılıkların belirli bir oranının yabancı para ve altın cinsinden sağlanmasına olanak sağlayan bir politika aracıdır. Bu mekanizmada, TL karşılığında elde tutulacak olan yabancı para veya altın oranı, rezerv opsiyon oranı ile belirlenmektedir. Buna ek olarak, her bir birim TL karşılığında elde tutulacak olan yabancı para veya altın miktarı ise rezerv opsiyon katsayısı ile tespit edilmektedir. Örneğin, bir banka 10 birim ulusal parasını zorunlu karşılık olarak ayırmak mecburiyetinde olsun. Merkez Bankası ise bu bankaya, ROM mekanizması çerçevesinde ulusal parası cinsinden elinde bulundurması gereken zorunlu karşılıkların % 50'sini yabancı para ve altın cinsinden temin etme imkanı sağlamış olsun. Bu durumda banka ulusal para cinsinden 5 birim zorunlu karşılığını yabancı para veya altın cinsinden sağlayabilecektir. Örnek üzerinden de anlaşıldığı gibi, bankalar bu yolla daha güçlü döviz rezervlerine sahip olabilirken, likidite yönetimlerinde daha esnek hareket edebilmektedir. Buna ek olarak, yukarıda sunulan örnekten hareketle, ROM'un döviz kurlarında meydana gelebilecek olası büyük dalgalanmalara karşı otomatik bir stabilizatör gibi hareket ettiği anlaşılmaktadır. TCMB, ROM mekanizması ile döviz kurlarında meydana gelebilecek olası dalgalanmaların etkisini sınırlamayı amaçlamıştır. Bu bağlamda TCMB, Türkiye'ye kısa vadeli sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde TL üzerinde meydana gelebilecek olan baskıları ve ülkeye giren dövizin krediye dönme oranını sınırlandırmayı hedeflemiştir (Alper vd., 2013:2,4-6; Aslaner vd., 2014:2; TCMB, 2014b:4, 2015:3; Değerli ve Fendoğlu, 2015:168). Bu bilgiler, ROM ayarlamalarında döngüsellik

ön planda tutulduğuna yani zaman boyutuna odaklanıldığına işaret etmektedir. Ayrıca, ROM'a ilişkin TCMB tarafından belirlenen oranlar kural temelli bir yaklaşımın varlığını göstermektedir.

Her ne kadar Türkiye'de finansal istikrarın korunmasına ilişkin makro ihtiyati çerçeve yoğunlukla TCMB tarafından uygulanıyor olsa da, BDDK ve diğer finansal düzenleyici otoriteler de farklı makro ihtiyati politika araçları uygulamaktadır. Örneğin 2010-2015 yılları arasında Türkiye'de gerçekleştirilen 93 tedbir uygulamasının 60 tanesi TCMB tarafından gerçekleştirilirken, 29 tanesi BDDK tarafından gerçekleştirilmiştir (Göver ve Oğuz, 2017:21-22). Bu bağlamda FİK önerileri kapsamında ve BDDK tarafından gerçekleştirilen ve aşağıda sıralanan bu uygulamalar da Türkiye'deki makro ihtiyati tedbirlere örnek olarak gösterilebilir;

- i. Kredi kartı limitlerinin düzenlenmesi ve asgari ödeme oranlarının artırılması,
- ii. Kredi kartı taksitlerinin risk ağırlıklarının artırılması,
- iii. Bireylere ait kredi kartlarının da tüketici kredisi kapsamına alınması,
- iv. İhracat ve KOBİ kredilerinin karşılık oranlarının azaltılması,
- v. Bankaların sermaye yeterlilik oranlarına ilişkin ölçüm ve değerlendirmelerin düzenlenmesi,
- vi. Taşıt kredileri için ayrılan banka karşılıklarının yükseltilmesi,
- vii. Tüketici kredileri ve kredi kartlarına getirilen taksit sınırlamaları,
- viii. Taşıt kredilerinin de kredi/değer oranı üzerinden değerlendirilmesi,
- ix. Basel III sürecine yönelik uyum düzenlemelerinin gerçekleştirilmesi (TCMB, 2014b :4).

3.3. Türkiye'de Makro İhtiyati Politikaların Etkinliği

Türkiye'de makro ihtiyati politikaların etkinliğine ilişkin ampirik literatürde az sayıda araştırmacı tarafından gerçekleştirilmiş çalışmalar bulunmaktadır. Bu araştırmalardan bazıları belirli bir makro ihtiyati politika aracının etkinliğine odaklanırken, diğerleri birden fazla makro ihtiyati politika aracının çoklu kullanım etkisini ölçmüştür. Bu bağlamda Aysan vd. (2014:20) gerçekleştirdikleri analizde, TCMB tarafından 2010 yılı sonlarında ortaya konan makro ihtiyati çerçeve kapsamında uygulanan makro ihtiyati politikaların (asimetrik faiz koridoru, ROM gibi), Türkiye'ye gelen yurt dışı sermaye akımlarının küresel faktörlerden daha az etkilenmesini sağladığını ortaya koymuştur. Diğer yandan, Sahin vd. (2015:6075) Türkiye'de uygulanan ROM politika aracının sermaye akımları şoklarının döviz kuru ve

faiz oranları üzerindeki etkisini hafiflettiği sonucuna ulaşmıştır. Bulut (2015:142-143) ise TCMB tarafından makro ihtiyati bir politika aracı olarak kullanılan faiz koridorunun, kredi oranlarını ve Türkiye ekonomisindeki toplam talebi etkilediğini tespit etmiştir. Buna ek olarak, Kara (2016:85) da makro ihtiyati politikaların, finansal dalgalanma kanallarını kontrol altına aldığını, dış ticaret dengesini iyileştirdiğini ve Türkiye ekonomisinin sermaye akımlarına duyarlılığını azalttığını ileri sürmüştür. Bu bulguların aksine Eroğlu ve Kara (2017:84-87) ise 2010 yılı sonlarından itibaren TCMB tarafından uygulamaya konan makro ihtiyati tedbirlerin, Türkiye ekonomisinin makro ekonomik göstergeleriyle güçlü bir ilişkiye sahip olmadığını ileri sürmüştür. Bu durum, makro ihtiyati politikaların etkisinin kısa vadede tespit edilmesinde yaşanan kısıtlar olarak ifade edilirken, olası politik baskıların da makro ihtiyati çerçevenin işlerliğini güçleştirebildiği vurgulanmıştır. Buna ek olarak, TCMB'nin BDDK ile daha eş güdümlü çalışmasının da makro ihtiyati hedeflerin gerçekleştirilmesini kolaylaştıracağı ileri sürülmüştür.

Literatürde TCMB dışındaki makro ihtiyati politika düzenleyicilerinin uyguladığı tedbirlerin etkinliğini ölçen bazı araştırmacılar da mevcuttur. Bumin ve Taşkın (2015:63-65) BDDK tarafından uygulanan makro ihtiyati tedbirlerin etkinliğini ölçmüş ve tüketici kredi oranlarını (özellikle araç kredileri), kredi kartı taksitlerini ve genel amaçlı kredileri azaltmada bu tür araçların etkili olduğunu tespit etmiştir. Balcı ve İşcan (2016:23-25) ise Türkiye'de tüketici kredilerine ilişkin BDDK tarafından uygulanan makro ihtiyati tedbirlerin bireysel taşıt ve ihtiyaç kredileri büyümesinin frenlenmesinde kısa ve uzun vadede önemli ölçüde etkili olduğunu tespit etmiştir. Yüceyılmaz vd. (2017:457-458)'in analiz bulguları da benzer şekilde BDDK tarafından uygulamaya konan makro ihtiyati tedbirlerin (genel karşılık oranlarındaki artış, tüketici kredilerinde vade sınırlaması) tüketici kredi büyüme oranlarını kontrol altına almada etkili olduğu sonucuna ulaşmıştır. Böylece tüketici kredilerindeki sağlıklı gelişimin, bankacılık sektörünün sürdürülebilirliğine destek olacağını ileri sürmüştür.

Türkiye'de makro ihtiyati politikaların etkinliğini ölçen ampirik araştırmalara ilişkin literatür, özellikle likiditeye ve kredilere ilişkin makro ihtiyati politikaların başarılı sonuçlar sunabildiğini göstermiştir. Bunun yanı sıra zaman zaman TCMB'nin araç bağımsızlığına ilişkin tartışmaların ve finansal düzenleyici ve denetleyici kurumlar arasında eş güdümlü çalışma konusunda yaşanan aksaklıkların, makro ihtiyati çerçevenin hedeflerine ulaşmasını zorlaştırabildiği görülmüştür (Oskay, 2017:24-25).

Türkiye'de uygulanan makro ihtiyati politika araçlarının etkinliğine ilişkin çalışmaların yanı sıra bazı araştırmacılar ise Türkiye ekonomisinin sermaye akımları dolayısıyla yaşadığı riskleri göz önünde bulundurarak yeni makro ihtiyati politika araçları önerisinde bulunmuştur. Örneğin, Varlık ve Berument (2016:145) Türkiye'de kredi kanallarının kapatıl-

masının sermaye akımlarının olası etkilerini önlemede başarılı olacağını ileri sürmüştür. Analiz bulgularına göre, bu durum Türkiye’de endüstriyel üretim ve ithalat üzerindeki sermaye akımlarının etkisini azaltacak ve hatta bu azalışın da ötesinde faiz oranlarında ve fiyatlarda bir düşüş meydana gelecektir. Keskin (2018:190-192) ise Türkiye’de küresel sermaye akımlarındaki oynaklıklardan kaynaklanacak finansal ve makro ekonomik kırıl-ganlıkların önüne geçebilmek için Türkiye’ye özgün sermaye kontrollerinin uzun dönemde risklerin sınırlandırılmasında yararlı sonuçlar verebileceğini ileri sürmüştür. Bu bağlamda, Türkiye’de benimsenen yabancı sermaye girişine bağımlı büyüme modelinin de etkisiyle, bu tür kontrollerin ülkeye giren sermayenin dış finansman ihtiyacından fazla olduğu dö-nemlerde bir makro ihtiyati politika aracı olarak uygulanmasının genel varlık kalitesinin iyileştirilmesine yardımcı olacağını iddia etmiştir.

4. Sonuç

2008 yılında yaşanan ve küresel çapta etki yaratan finansal kriz sonrasında, gelişmiş ülke-lerden yükselen piyasa ekonomilerine doğru büyük miktarlarda kısa vadeli sermaye akımları meydana gelmiştir. Bu durum, gelişmiş ülkelerde uygulanmakta olan düşük faiz politi-kası ve parasal genişlemeden kaynaklanmıştır. Yükselen piyasa ekonomilerine doğru ger-çekleşen bu kısa vadeli sermaye akımları, mevcut finansal sistemleri yeterince sağlam ol-mayan yükselen piyasa ekonomilerinde finansal kriz riskini de beraberinde getirmiştir. Bu bağlamda hem gelişmiş ülkeler hem de yükselen piyasa ekonomileri, finansal sistemlerinde meydana gelecek olası kırıl-ganlıklarla başa çıkabilmek için çeşitli önlemler geliştirmiştir. Bu önlemlerden biri finansal sistemde yer alan kurumların şahsi risklerini sınırlandırmayı amaçlayan mikro ihtiyati tedbirler, bir diğeri de finansal sistemi bir bütün olarak gözeten ve sistematik riski sınırlandırmayı amaçlayan makro ihtiyati tedbirlerdir. Makro ihtiyati ted-birler sistemde oluşan riskleri içsel olarak kabul ederken, mikro ihtiyati tedbirler bu riskleri dışsal olarak kabul etmektedir. Her ne kadar makro ihtiyati kavramı özellikle 2008 yılında yaşanan küresel finans krizi ile birlikte araştırmacılar ve politika yapıcılar için daha dikkat çekici hale gelmişse de, bu kavramın literatüre girişi 1970’li yıllarda uluslararası çapta yaşanan borç krizi ile birlikte olmuştur. Ancak daha sonraki yıllarda, özellikle bankacılık sektöründe yaşanan krizlerin de etkisiyle, politika yapıcılar finansal istikrarın korunması için mikro ihtiyati tedbirlere ağırlık vermiştir. 2008 yılında meydana gelen küresel finans krizi, kurumların yanı sıra finansal sistemin de bir bütün olarak gözetilmesi ihtiyacını or-taya çıkarmıştır. Bu bağlamda, özellikle son yıllarda, mikro ihtiyati tedbirler, makro ihtiyati politikalar ile desteklenmiş ve finansal sistemde oluşacak olası dalgalanmaların makro ekonominin genelinde yol açabileceği etkilerin frenlenmesi amaçlanmıştır. Makro ihtiyati tedbirlerin uygulanması aşamasında ülkeler çeşitli politika araçları geliştirmişlerdir. Bu

araçların bir veya birkaçı bazı ülkelerde doğrudan uygulanırken, bazı ülkeler bu araçları kendine has uyarlayarak kullanmıştır. Makro ihtiyati politikaların belirlenmesine ilişkin sorumluluk bazı ülkelerde merkez bankalarına, bazılarında bağımsız finansal kurumlara ve diğer bazılarında merkez bankası ve bağımsız kurumlara birlikte verilmiştir.

Türkiye, özellikle 2010 yılının sonlarında, gelişmiş ülkelerin kısa vadeli sermaye akımları için cazibe merkezlerinden biri haline gelmiştir. Ancak bu kısa vadeli sermaye akımları, TL’de aşırı değerlenme, kredi oranlarında hızlı yükseliş ve dolayısıyla cari dengede kötüleşme gibi, makro ekonomik göstergeler üzerinde olumsuz etkiler meydana getirmiştir. Türkiye’nin finansal sisteminde meydana gelen bu kırılmalıklar TCMB’yi çeşitli önlemler alma konusunda harekete geçirmiştir. Bu bağlamda TCMB esas hedefi olan fiyat istikrarının sağlanmasının yanı sıra finansal istikrarın sağlanmasına da odaklanmıştır. Türkiye gibi bir yükselen piyasa ekonomisinde, makro ihtiyati politikalar finansal istikrarın sağlanmasında sıklıkla başvurulan uygulamalardan biri olmuştur. Türkiye’de uygulanan makro ihtiyati politika araçları çoğunlukla küresel sermaye ve döviz kuru piyasalarında oluşan dalgalanmaların olası ters yönlü etkilerini sınırlandırmayı ve kredi büyüme oranlarındaki aşırı yükselişleri dizginlemeyi amaçlamıştır. Diğer yandan, Türkiye’de makro ihtiyati politikaların para politikası ve mikro ihtiyati politikalar ile uyumlu çalıştığı ileri sürülebilir. Bu durum, Türkiye’de makro ihtiyati politikaların genel olarak TCMB aracılığı ile uygulanmasından kaynaklanmaktadır.

TCMB, özellikle 2010 yılının sonu itibarıyla, kredi büyümesinde meydana gelen aşırı artışları frenlemek için ilk olarak zorunlu karşılıkları kullanmış, daha sonra ise döviz kurlarında meydana gelen kırılmalıkların olası yıkıcı etkilerini yumuşatmak için geliştirdiği asimetrik faiz koridoru ve rezerv opsiyon mekanizması uygulamalarını kullanmıştır. Buna ek olarak, Türkiye’de finansal istikrarın sağlanması ve sistematik riskin sınırlandırılması için BDDK, TCMB, Hazine, SPK ve TMSF gibi kurumların eş güdümlü çalışmasını sağlayan FİK oluşturulmuştur. Böylece finansal sistemi doğrudan etkileyen kurumlar arasında eş güdüm sağlanarak, kurumlar arası olası karşılıklı bağımlılıktan kaynaklanacak sorunların da azaltılması hedeflenmiştir. FİK, içerisinde hem mikro hem makro ihtiyati politika yapıcılarını barındırmasından dolayı bu iki tür politika arasındaki eş güdümlü çalışmayı kolaylaştırmaktadır. Ancak her ne kadar Türkiye’de makro ihtiyati politikalar finansal kırılmalıkların olası etkilerinin sınırlandırılmasında başarılı olsa da, finansal sistemin genelinde yapılacak yapısal reformların güçlü etkisine sahip değildir. Bu nedenle, makro ihtiyati politikalar literatürde genellikle ikinci en iyi çözüm olarak kabul edilmektedir. Bu durumda politika yapıcılar Türkiye’de finansal sistemin yapısını düzenlemek ve daha sağlam bir hale getirmek için gerekli yapısal reformları tespit etmeli ve bu reformların sağlıklı bir şekilde gerçekleştirilmesini sağlamalıdır.

Kaynakça

- AGUR, Itai ve Sunil SHARMA; (2013), Rules, Discretion, and Macro-Prudential Policy, IMF Working Papers 13/65. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Rules-Discretion-and-Macro-Prudential-Policy-40379> , 28.10.2015.
- AHUJA, Ashvin ve Malhar NABAR; (2011), “Safeguarding Banks and Containing Property Booms: Cross-Country Evidence on Macroprudential Policies and Lessons from Hong Kong SAR,IMF Working Paper 11/284, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11284.pdf>. 19.11.2016.
- AIYAR, Shekhar, Charles W. CALOMIRIS, Tomasz WIELADEK; (2012), “Does Macro-Pru Leak? Evidence from a UK Policy Experiment”, NBER Working Paper 17822, <http://www.nber.org/papers/w17822> , 02.08.2016.
- AKÇELİK, Yasin, Ahmet Faruk AYSAN, Arif ODUNCU; (2013), “Central Banking in Making during the Post-crisis World and the Policy-Mix of the Central Bank of the Republic of Turkey”, Munich Personal RePEc Archive Paper No. 46612, https://mpira.ub.uni-muenchen.de/46612/1/MPRA_paper_46612.pdf 02.07.2017.
- AKKAYA, Yıldız ve Refet S. GÜRKAYNAK; (2012), "Cari Açık, Bütçe Dengesi, Finansal İstikrar ve Para Politikası: Heyecanlı Bir Dönemin İzi", İktisat İşletme Finans, 27(315), pp. 93-119.
- AKINCI, Ozge ve Jane OLMSTEAD-RUMSEY; (2015), “How Effective are Macroprudential Policies? An Empirical Investigation”, FED, International Finance Discussion Paper 1136. <https://www.federalreserve.gov/econresdata/ifdp/2015/files/ifdp1136.pdf>. 15.07.2016.
- ALPER, Koray, Hakan KARA, Mehmet YÖRÜKOĞLU; (2013), "Reserve Option Mechanism", Central Bank Review, 13, pp.1-14.
- ARREGUI, Nicolas, Mohamed NORAT, Antonio PANCORBO, Jodi SCARLATA; (2013), “Addressing Interconnectedness:Concepts and Prudential Tools”, IMF Working Paper 13/199, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13199.pdf>. 27.09.2016.
- ASLANER, Oğuz, Uğur ÇIPLAK, Hakan KARA, Doruk KÜÇÜKSARAC; (2014), “Reserve Option Mechanism: Does it Work as an Automatic Stabilizer”, TCMB Working Paper 14/38, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/f4762770-5933-4a90-9a29-031b6c05684f/WP1438.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-f4762770-5933-4a90-9a29-031b6c05684f-m3fw6bn>. 22.12.2015.
- AYSAN, Ahmet Faruk ve Hüseyin AL; (2006); “Assessing the Preconditions in Establishing an Independent Regulatory and Supervisory Agency in Globalized Financial Markets: The Case of Turkey”, Bogazici University ISS/EC Working Paper No. 06-06, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1025514. 19.05.2017.
- AYSAN, Ahmet Faruk, Salih FENDOĞLU, Mustafa KILINÇ; (2014), “Macroprudential Policies as Buffer Against Volatile Cross-border Capital Flows”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Working Paper No. 14/04, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/2b106824-cca4-4553-92c7-fd6f1a53be9e/WP1404.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-2b106824-cca4-4553-92c7-fd6f1a53be9e-m3fw65W>. 04.06.2018.
- AYSAN, Ahmet Faruk, Salih FENDOĞLU, Mustafa KILINÇ; (2014), "Managing Short-term Capital Flows in New Central Banking: Unconventional Monetary Policy Framework in Turkey", Euroasian Economic Review, 4, pp.45-69.
- BALCI, Betül ve Yasemin K. İŞCAN; (2016), “2013 Yılında Tüketici Kredilerine Yönelik Alman Makro İhtiyati Tedbirlerin Etkisinin Fark İçinde Fark Yöntemiyle Ölçülmesi”, Kalkınma Bakanlığı Ekonomi Çalışma Tebliği Serisi No. 2016/01,

- http://www.kalkinma.gov.tr/Lists/Yaynlar/Attachments/685/Makro%20%C4%B0htiyati%20Edbirlerin%20Kredilere%20Etkisinin%20Fark%20%C4%B0%C3%A7inde%20Fark%20Y%C3%B6ntemiyle%20%C3%96l%C3%A7%C3%BClmesi_Yay%C4%B1n.pdf. 04.06.2018.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS-BIS; (1986), “Recent Innovations in International Banking” (Cross Report), <http://www.bis.org/publ/ecsc01.htm>. 05.10.2015.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS-BIS; (1988), “International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards”, <http://www.bis.org/publ/bcbs04a.htm>. 12.05.2017.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS-BIS; (1992), “Recent Developments in International Interbank Relations” (Promisel Report), <http://www.bis.org/publ/ecsc02.htm>. 17.03.2015.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS-BIS; (1995), “Issues of Measurement Related to Market Size and Macroprudential Risks in Derivatives Markets” (Brockmeijer Report), <http://www.bis.org/publ/ecsc05.htm>. 17.03.2015.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS-BIS; (1997), 67th Annual Report, <http://www.bis.org/publ/ar67f01.htm>. 17.03.2015.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS-BIS; (2012), “Core Principles for Effective Banking Supervision,” <http://www.bis.org/publ/bcbs230.htm>. 20.04.2017.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS-BIS; (2016), History of Basel Committee, <http://www.bis.org/bcbs/history.htm>. 03.06.2017.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS; (2016), “Economic Resilience: A Financial Perspective”, <http://www.bis.org/publ/othp27.htm>. 19.05.2017.
- BAŞÇI, Erdem ve Hakan KARA; (2011), Financial Stability and Monetary Policy, TCMB Working Paper 11/08, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+EN/TCMB+EN/Main+Menu/PUBLICATIONS/Research/Working+Papers/2011/11-08>. 11.04.2017.
- BİNİCİ, Mahir, Hasan EROL, Hakan KARA, Pınar OZLU, Deren ÜNALMIS; (2013), “Faiz Koridoru bir Makro İhtiyati Araç Olabilir mi?”, TCMB Ekonomi Notları 2013-20, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/0785ba0f-9d6a-401b-ac83-6f823beb8f89/EN1320.pdf?MOD=AJPERES>. 12.12.2015.
- BİNİCİ, Mahir, Hakan KARA, Pınar OZLU; (2016), “Unconventional Interest Rate Corridor and the Monetary Transmission: Evidence from Turkey”, TCMB Working Paper 16/08, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/91e501be-4fc1-483a-b84d-121577f0d96e/wp1608e.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-91e501be-4fc1-483a-b84d-121577f0d96e-m3fw6gE>. 19.04.2017.
- BLANCHARD, Oliver, Giovanni DELL'ARICCIA, Paolo MAURO; (2013), “Rethinking Macroeconomic Policy II: Getting Granular”, IMF Staff Discussion Note, 13/03, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2013/sdn1303.pdf>. 12.07.2015.
- BORIO, Claudio, Craig FURFINE, Philip LOVE; (2001), “Procyclicality of The Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options”, BIS Papers No.1, <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap01a.pdf>. 15.07.2015.
- BORIO, Claudio; (2003), “Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?”, BIS Working Papers 128, <http://www.bis.org/publ/work128.pdf>. 07.09.2015.
- BORIO, Claudio ve William WHITE; (2004), “Whither Monetary and Financial Stability? The

- Implications of Evolving Policy Regimes”, BIS Working Papers 147, <http://www.bis.org/publ/work147.pdf>. 03.11.2015.
- BORIO, Claudio ve Ilhyock SHIM; (2007), “What Can (Macro-)Prudential Policy Do to Support Monetary Policy”?, BIS Working Papers 242, <http://www.bis.org/publ/work242.htm>. 18.03.2015.
- BORIO, Claudio; (2009), “Implementing the Macroprudential Approach to Financial Regulation and Supervision”, iç. Banque de France (Ed.), The Future of Financial Regulation, Financial Stability Review, pp. 31-43.
- BORIO, Claudio ve Mathias DREHMANN; (2009), “Towards an Operational Framework for Financial Stability: "Fuzzy" Measurement and Its Consequences”, BIS Working Papers 284, <http://www.bis.org/publ/work284.htm>. 18.03.2015.
- BORIO, Claudio; (2010), Implementing a Macroprudential Framework: Blending Boldness and Realism, Bank for International Settlements, <http://www.bis.org/repofficepubl/hkimr201007.12c.pdf>. 12.05.2015.
- BRUNO, Valentina, Ilhyock SHIM, Hyun Song SHIN; (2014), “Effectiveness of Macroprudential and Capital Flow Measures in Asia and the Pacific”, BIS Papers No.82, http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap82k_rh.pdf. 11.09.2016.
- BULUT, Umit; (2015), The Interest Rate Corridor as a Macroprudential Tool to Mitigate Rapid Growth in Credits: Evidence from Turkey”, *Theoretical and Applied Economics*, 4(605), pp. 133-144.
- BUMİN, Mete ve Dilvin F. TAŞKIN; (2015), “The Impact of Macro-Prudential Measures on Retail Loans: Evidence from Turkey”, *International Journal of Contemporary Economics and Administrative Sciences*, 5(1-2), pp. 48-66.
- CARUANA, Jaime; (2009), “The International Policy Response to Financial Crises: Making the Macroprudential Approach Operational”, BIS Management Speeches, <http://www.bis.org/speeches/sp090911.htm>. 05.10.2015.
- CERUTTI, M. Eugenio, Stijn CLAESSENS, Luc LAEVEN; (2015), “The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies :New Evidence”, IMF Working Papers 61. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/The-Use-and-Effectiveness-of-Macroprudential-Policies-New-Evidence-42791>. 07.08.2016.
- CLAESSENS, Stijn, Swati R. GHOSH, Roxana MIHET; (2014), Macro-Prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities, IMF Working Paper 14/155, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14155.pdf>. 13.08.2016.
- CLEMENT, Piet; (2010), “The Term “Macroprudential”: Origins and Evolution”, Bank for International Settlements Quarterly Review, March 2010, pp. 59-67.
- COEURE, Benoit; (2013), Monetary Policy and Banking Supervision, ECB Speech, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130207.en.html>. 11.12.2015.
- CORSETTI, Giancarlo, Paolo PESENTI, Nouriel ROUBINI; (1998), “What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part I: A Macroeconomic Overview”, NBER Working Paper 6833, <http://www.nber.org/papers/w6833>. 14.05.2017.
- CROCKETT, D. Andrew; (2000), Marrying the Micro- and Macro-prudential Dimensions of Financial Stability, BIS Management Speeches, <http://www.bis.org/speeches/sp000921.htm>. 27.02.2015.
- CROCKETT, D. Andrew; (2001), Market Discipline and Financial Stability, BIS Management

- Speeches, <http://www.bis.org/speeches/sp010523.htm>. 17.08.2015.
- DANTHINE, Jean-Pierre; (2014), "Implementing Macroprudential Policies: The Swiss Approach", iç. Banque de France (Ed.), Experiences Regarding Macroprudential Policies, Financial Stability Review, pp. 31-43.
- DEGERLI, Ahmet ve Salih FENDOGLU; (2015), "Reserve Option Mechanism as a Stabilizing Policy Tool: Evidence from Exchange Rate Expectations", International Review of Economics and Finance, 35, pp. 166-179.
- EROĞLU, Nadir ve Funda KARA; (2017), "Türkiye'de Makro İhtiyatı Para Politikası Araçlarının Makroekonomik Değişkenlere Etkisinin VAR Analizi ile İncelenmesi", İstanbul İktisat Dergisi, 67(2), pp.59-88.
- FILARDO, Andrew; (2004), Monetary Policy and Asset Price Bubbles: Calibrating the Monetary Policy Trade-offs, BIS Working Papers 155, <http://www.bis.org/publ/work155.htm>. 05.12.2015.
- FRENCH, Kenneth R., Martin N. BAILEY, John Y. CAMPBELL, John H. COCHRANE, Douglas W. DIAMOND, Darrell DUFFIE, Anil K. KASHYAP, Frederic S. MISHKIN, Raghuram G. RAJAN, David S. SCHARFSTEIN, Robert J. SHILLER, Hyun Song SHIN, Matthew J. SLAUGHTER, Jeremy C. STEIN, Rene M. STULZ; (2010), The Squam Lake Report Fixing the Financial System, Princeton University Press, Princeton ve Oxford.
- GALAC, Tomislav; (2010), The Central Bank as Crisis-Manager in Croatia – A Counterfactual Analysis, The Croatian National Bank Working Papers 27, <http://old.hnb.hr/publikac/istrazivanja/w-027.pdf>. 02.07.2016.
- GALATI, Gabriele ve Richhild MOESSNER; (2013), "Macroprudential Policy- A Literature Review", Journal of Economic Surveys, 27(5), pp. 846-878.
- GÖVER, Tuğrul Z., Alper A. OĞUZ; (2017), "The Macro-Prudential Measures Taken in Turkey Following the 2008-2009 Global Financial Crisis", Bulletin of Economic Theory and Analysis, 2(1), pp. 1-29.
- HEITOR, Almedia, Murillo CAMPELLO, Crocker H. LIU; (2006), The Financial Accelerator: Evidence from International Housing Markets, Cornell University School of Hotel Administration, The Scholarly Commons, <http://scholarship.sha.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1237&context=articles>. 15.12.2016.
- HESSE, Heiko, Yanliang MIAO, Jacques MINIANE, Robert TCHAIKIDZE; (2012), Turkey: Selected Issues, IMF Country Report 12/339, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12339.pdf>. 08.11.2015.
- IGAN, Deniz ve Heedon KANG; (2011), Do Loan-to-Value and Debt-to-Income Limits Work? Evidence from Korea, IMF Working Paper 11/297, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11297.pdf>. 07.11.2016.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND-IMF; (1998), Toward a Framework for Financial Stability, World Economic and Financial Surveys, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wefs/toward/index.htm>. 05.10.2015.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND-IMF; (2000), Macroprudential Indicators of Financial System Soundness, Occasional Paper 192, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/op/192/OP192.pdf>. 16.08.2015.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND-IMF; (2001), Financial Soundness Indicators: Policy Paper, <https://www.imf.org/external/np/mae/fsi/2001/eng/pp.pdf>. 18.08.2015.

- JACOME, Luis I., Erlend W. NIER, Patrick IMAM; (2012), Building Blocks for Effective Macroprudential Policies in Latin America: Institutional Considerations, IMF Working Paper 12/183, https://www.researchgate.net/profile/Patrick_Imam/publication/254424152_Building_Blocks_for_Effective_Macroprudential_Policies_in_Latin_America_Institutional_Considerations/links/0a85e5346c150b34ba000000.pdf. 02.01.2016.
- JIMENEZ, Gabriel, Steven ONGENA, Jose-Luis PEYDRO, Jesus SAURINA; (2015), Macroprudential Policy, Countercyclical Bank Capital Buffers and Credit Supply: Evidence from the Spanish Dynamic Provisioning Experiments, http://www.crei.cat/wp-content/uploads/2016/10/peydro_macro-policy_final-1.pdf. 03.02.2016.
- KARA, Hakan; (2016), "A Brief Assessment of Turkey's Macroprudential Policy Approach", Central Bank Review, 16, pp. 85-92.
- KASHYAP, Anil K. ve Jeremy C. STEIN; (2004), "Cyclical Implications of the Basel II Capital Standards", Economic Perspectives, 28, pp.18-31.
- KENC, Turalay, M. Ibrahim TURHAN, Onur YILDIRIM; (2011), The Experience with Macroprudential Policies of the Central Bank of the Republic of Turkey in Response to the Global Financial Crisis, The World Bank Policy Research Working Paper 5834, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1939725. 10.07.2017.
- KENT, Christopher ve Philip LOWE; (1997), "Asset-Price Bubbles and Monetary Policy", Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper 9709, <https://core.ac.uk/download/pdf/6540534.pdf>. 05.06.2017.
- KESKİN, Nagehan; (2018), "Küresel Kriz Sonrası Türkiye'de Yeni Para Politikası Yaklaşımının Benimsenmesinde Sermaye Akımlarının Rolü ve Sermaye Kontrollerine İlişkin Bir Değerlendirme", Yönetim Bilimleri Dergisi, 16(31), pp.161-195.
- KNIGHT, D. Malcolm; (2006); Marrying the Micro- and Macroprudential Dimensions of Financial Stability: Six Years On, BIS Management Speeches, <http://www.bis.org/speeches/sp061005.htm>. 05.10.2015.
- KUCUK, Hande, Pinar OZLU, Anıl TALASLI, Deren UNALMIŞ, Canan YUKSEL; (2014), "Interest Rate Corridor, Liquidity Management and the Overnight Spread", TCMB Working Paper 14/02, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4c762b15-c966-4468-8345-47c33c9e8615/WP1402.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-4c762b15-c966-4468-8345-47c33c9e8615-m3fw65W>. 17.01.2016.
- LIM, Cheng Hoon, Alejo COSTA, Francesco COLUMBA, P. KONGSAMUT, A. OTANI, M. SAIYID, T. WEZEL, X. WU; (2011), Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences, IMF Working Paper 11/238, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11238.pdf>. 10.08.2015.
- MAES, Ivo; (2009), On the Origins of the BIS Macro-prudential Approach to Financial Stability: Alexandre Lamfalussy and Financial Fragility, National Bank of Belgium Working Paper Research 176, <https://www.nbb.be/doc/oc/repec/reswpp/wp176en.pdf>. 04.07.2015.
- MIMIR, Yasin, Enes SUNEL, Temel TAŞKIN; (2012), Required Reserves as a Credit Policy Tool, TCMB Working Paper 12/24, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/6f669620-354e-4581-9736-4cc6998f60e2/WP1224.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-6f669620-354e-4581-9736-4cc6998f60e2-m3fw5-6>. 03.12.2016.
- MOURLON-DRUOL, Emmanuel; (2015), "Trust is good, control is better: The 1974 Herstatt Bank Crisis and its Implications for International Regulatory Reform", Business History, 57(2), pp. 311-334.

- N'DIAYE, Papa; (2009), Countercyclical Macro Prudential Policies in a Supporting Role to Monetary Policy, IMF Working Paper 09/257, http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres_gsause.aspx?sk=23416&gsa=true. 05.12.2015.
- O'DOGHERTY, Pascual ve Moises J. SCHWARTZ; (2001), Prudential Regulation of Foreign Exchange: The Mexican Experience, BIS Papers No.1, <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap01m.pdf>. 09.09.2015.
- OSINSKI, Jacek, Katharine SEAL, Lex HOOUDIN; (2013), Macroprudential and Microprudential Policies: Toward Cohabitation, IMF Staff Discussion Notes, <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2016/12/31/Macroprudential-and-Microprudential-Policies-Toward-Cohabitation-40694>. 10.09.2015.
- OSKAY, Cansel; (2017), "Küresel Kriz Sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Uyguladığı Yeni Para Politikasının Etkinliği", Selçuk Üniversitesi Sosyal ve Teknik Araştırmalar Dergisi, 14, pp.6-28.
- PEROTTI, Enrico C., Javier SUAREZ; (2011), A Pigovian Approach to Liquidity Regulation, IMF, 12th Jacques Polak Annual Research Conference, <https://www.imf.org/external/np/res/seminars/2011/arc/pdf/epjs.pdf>. 12.07.2017.
- QUAGLIARIELLO, Mario ve Massimo LIBERTUCCI; (2010), Rules vs Discretion in Macroprudential Policies, VOX, CEPR's Policy Portal, <http://voxeu.org/article/rules-vs-discretion-macroprudential-policies>. 03.11.2015.
- SAHIN, Afsin, Burak DOGAN, Hakan M. BERUMENT; (2015), "Effectiveness of the Reserve Option Mechanism as a Macroeconomic Prudential Tool: Evidence from Turkey", Applied Economics, 47(56), pp.6075-6087.
- SAURINA, Jesus ve Carlos TRUCHARTE; (2007), An Assessment of Basel II Procyclicality in Mortgage Portfolios, <https://www.fdic.gov/bank/analytical/cfr/bank-research-conference/annual-6th/saurinaj.pdf>. 02.11.2015.
- SHIN, Hyun Song; (2010), Financial Intermediation and The Post-Crisis Financial System, BIS Working Papers 304, <http://www.bis.org/publ/work304.htm>. 05.10.2015.
- SHIN, Hyun Song; (2011), Macroprudential Policies Beyond Basel III, BIS Working Papers 60, <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap60b.pdf>. 04.09.2015.
- TINBERGEN, Jan; (1952), On The Theory of Economic Policy, North Holland Publishing Company, Amsterdam.
- TOVAR, Camilo E., Mercedes GARCIA-ESCRIBANO, Mercedes Vera MARTIN; (2012), Credit Growth and the Effectiveness of Reserve Requirements and Other Macroprudential Instruments in Latin America, IMF Working Paper 12/142, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12142.pdf>. 14.10.2016.
- TSATSARONIS, Kostas; (2002), Systemic Financial Risk and Macro-prudential Supervision, www.baffi.unibocconi.it/wps/allegati/CTP/Systemic%20financial%20risk%20and%20macro%20prudential%20supervision.pdf. 24.10.2015.
- TURKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI; (2014a), Macroprudential Measures and Turkey's Implementation, Bulletin 32, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4022a461-569c-4b55-b7df-fa7b0606c5ed/Bulletin32.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-4022a461-569c-4b55-b7df-fa7b0606c5ed-m3fB9N4>. 06.07.2017.
- TURKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI; (2014b), Makro İhtiyati Politikalar ve Türkiye Uygulaması, <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.24.02.2015.

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI; (2015), Küresel Para Politikalarının Normalleşme Süreci, Faiz Koridoru ve Türk Lirası Likidite Yönetimi Çerçevesi ve Sadeleşme Adımları, Bulletin 40, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/762b017f-0644-4716-ab67-1f233f603199/TCMB_BULTEN_ARALIK_2015.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE762b017f-0644-4716-ab67-1f233f603199. 13.05.2016.

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI; (2016), Finansal İstikrar Raporu, Sayı 23, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Finansal+Istikrar+Raporu/2016/Sayi+23>. 11.04.2017.

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI; (2017a), <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/26107ca4-a583-4c1f-85be-679af1c2ea76/TUFE.xls?MOD=AJPERES&CACHEID=26107ca4-a583-4c1f-85be-679af1c2ea76>. 02.06.2017.

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI; (2017b), <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Finansal+Istikrar/Kurumsal+Yapilanma>. 16.03.2017.

TUZUN, Osman ve Hakan KAHYAĞLU; (2015), "Makro İhtiyati Para Politikası Amacı Olarak Finansal İstikrar: Türkiye Üzerine Bir Uygulama", Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar, 52(603), pp. 25-45.

VANDENBUSSCHE, Jerome, Ursula VOGEL ve Enrica DETRAGIACHE; (2012), "Macroprudential Policies and Housing Prices— A New Database and Empirical Evidence for Central, Eastern, and Southeastern Europe", IMF Working Paper 12/303, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12303.pdf>. 11.09.2016.

VARLIK, Serdar ve Hakan M. BERUMENT; (2016), "Credit Channel and Capital Flows: A Macroprudential Policy Tool? Evidence from Turkey", The B.E. Journal of Macroeconomics, 16(1), pp.145-170.

WONG, Jim, Laurence FUNG, Tom FONG, Angela SZE; (2004), "Residential Mortgage Default Risk and The Loan-to-Value Ratio", Hong Kong Monetary Quarterly Bulletin, <http://www.hkma.gov.hk/media/eng/publication-and-research/quarterly-bulletin/qb200412/fa3.pdf>. 02.10.2016.

YELLEN, L. Janet; (2011), "Macroprudential Supervision and Monetary Policy in the Post-crisis World", Business Economics, 46(1), pp. 3-12.

YUE, Eddie; (2001), Marrying the Micro- and Macro-prudential Dimension of Financial Stability - The Hong Kong Experience, BIS Papers No.1, <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap01j.pdf>. 09.09.2015.

YÜCEYILMAZ, Hasan F., Onur ALTIN, TUNAY K. Batu; (2017), "Makro İhtiyati Tedbirler Çerçevesinde Tüketici Kredilerine İlişkin Düzenlemelerin Etkinliği: Türkiye Örneği", Ege Akademik Bakış, 17(4), pp.449-459.

ZHANG, Longmei ve Edda ZOLI; (2016), "Leaning Against the Wind: Macroprudential Policy in Asia", Journal of Asian Economics, 42, pp. 33-52.