

# Finansal İstikrar ve Makro İhtiyati Politikalar Üzerine Bir Değerlendirme

Fatma Pınar EŞSİZ<sup>1</sup>

## Özet

1990'lı yıllar, gelişmekte olan ülkeler başta olmak üzere dünyanın pek çok yerinde ortaya çıkan finansal krizlerle şekillenmiştir. O dönemde yaşanan finansal krizler neticesinde ortaya çıkan yüksek enflasyonu engellemek için birçok merkez bankası kısa vadeli faiz oranlarını para politikası aracı olarak kullanmak suretiyle fiyat istikrarını sağlamaya odaklanmıştır.

Ancak son küresel kriz fiyat istikrarının sağlandığı bir ortamda uluslararası piyasalarda dalgalanmalara neden olmuş, finansal istikrarsızlıklar baş göstermiştir. Bu süreç merkez bankalarının uyguladıkları politikaların temelini sarsmış, krizle beraber para politikalarının ortaya çıkan eksik yönlerinin nasıl kapatılacağı kriz sonrasında tartışılan önemli konulardan biri olmuştur.

Makro ihtiyati politikalar son zamanlarda finansal istikrarın sağlanması açısından para politikalarını destekler nitelikteki uygulamaların başında gelmektedir. İkibinli yıllardan sonra gelişmeye başlayan makro ihtiyati politikaların amacı basit bir ifadeyle finansal istikrarı olumsuz etkileyen sistemik risklerin önüne geçilmesidir. Özellikle 2008 krizi sonrasında ortaya çıkan konjonktürde birçok ülkenin makro ihtiyati politikalara daha sık başvurmasıyla konuya olan ilgi artmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Finansal İstikrar, Makro İhtiyati Politikalar, Merkez Bankası, Sistemik Risk.

**JEL Sınıflandırma:** E52, E58

<sup>1</sup> Kırıkkale Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, Kırıkkale, Türkiye,  
E-posta: pinarfatma@gmail.com

## **Abstract**

---

1990's have been shaped by financial crisis emerging in many parts of the world especially in developing countries. In order to prevent high inflation rates arising from the financial crises experienced at that time, many central banks focused on maintaining price stability by using short-term interest rates as instruments of monetary policy.

Nevertheless, the last financial crisis happened in an environment that price stability was provided and led to fluctuations in the international markets. This process has shaken the basis of monetary policy that implemented by central banks.

Recently macro-prudential policies are the main applications that support monetary policy for providing financial stability. The macro-prudential policies, which were developed after 2000's, aim to prevent systemic risks that affect financial stability negatively. Interest in this subject has increased with the implementation of macroprudential policies by many countries especially in the conjunction after 2008 crisis.

---

**Key Words:** Financial Stability, Macroprudential Policies, Central Bank, Systemic Risk.

**JEL Classification:** E52, E58

---

## GiriŐ

Makro ihtiyati politikalar, kriz sonrasında sıklıa tartiŐılan bir konu olan para politikalarının sisteme makro aıdan bakma sorununu giderme konusunda etkili bir unsur olarak grlmektedir. Amacı ekonomi aıısından olumsuz sorunlara neden olan sistemik riski sınırlamak olan makro ihtiyati politikalar ekonomiyi finansal ve reel ekonomi arasındaki etkileŐimi kapsayacak Şekilde bir bütün olarak ele almaktadır. Kriz sonrasında birçok ülke hızlı kredi büyümesi ve varlık fiyatları enflasyonu gibi riskleri sınırlamak amaçlı kredilere ilişkin karlılık oranlarının deĖiŐtirilmesi, sermaye yeterlilik oranlarının yeniden düzenlenmesi, dinamik karşılık ayrılması, kredilere yönelik vergi benzeri ek yükümlülükler ve zorunlu karşılıklar gibi makro ihtiyati politika araçlarına başvurmuşlardır. Özellikle yükselen piyasa ekonomileri kriz sonrasında karşı karşıya kaldıkları konjonktür dolayısıyla makro ihtiyati politika araçlarını daha sıklı kullanmıŐlardır.

Bu aıdan çalışmada ilk olarak finansal istikrar tanımlanmıŐ, ardından finansal istikrarın sağlanması için para politikalarını destekler nitelikte uygulanan makro ihtiyati politikalar amaçları ve araçları göz önünde bulundurulurak açıklanmıŐtır. nc baŐlık altında finansal istikrarı sağlamak adına makro ihtiyati politikaları uygulayan ülke örneklerine yer verilmiŐtir. Son olarak ise makro ihtiyati politikalar ve finansal istikrar arasındaki ilişki avantaj ve dezavantajları belirtilmek suretiyle ele alınmıŐtır.

### 1. Finansal İstikrar

20. yüzyıl bazen tek bir ülkede yaşanan bazen de tüm dünyaya yayılan finansal istikrarsızlık nöbetleriyle geçmiŐtir. Yaşanan her kargaŐa beraberinde finansal krizleri öngörme, nleme ve yönetme konularına dikkat çeken yeni tartiŐmaları getirmiŐtir (Laker, 1999: 1). 21. yüzyıla gelindiğinde ise merkez bankacılığı bir dönüm noktasına gelmiştir. Merkez bankaları en son ödünç veren mercii konumundan, ekonomik

dalgalanmalara istikrar kazandıran aktif bir ekonomik aktör haline gelmiştir (Siklos, 2002: 1). Yaşanan krizler ve uzun yıllar devam eden bu tartışmalar neticesinde merkez bankalarının kısa vadeli birden fazla amaca sahip olmak yerine uzun vadeli temel bir amaca yönelmeleri gerektiği düşüncesi benimsenmiş (Kaya, 2007: 16–17), fiyat istikrarı ve finansal istikrar merkez bankalarının hedeflediği iki amaç olarak öne çıkmıştır. Son küresel krizle beraber ise finansal istikrar amacı sıkça tartışılan konulardan biri olmuştur.

Finansal istikrarı tanımlamadan önce bazı anahtar unsurları göz önünde bulundurmak gerekmektedir. Bu unsurlardan ilki finansal istikrarın finansal sistemin altyapı, kurumlar ve piyasalar gibi farklı yönlerini içeren oldukça kapsamlı bir kavram olmasıdır. Bir diğeri finansal istikrarın yalnızca kaynakların ve risklerin bölüştürülmesi görevini yerine getirmek, tasarrufları harekete geçirmek ve servet birikimini, kalkınmayı ve büyümeyi kolaylaştırmak anlamına gelmemesi, aynı zamanda ödemeler sisteminin ekonomi genelinde sorunsuz işlemlerini gerektirmesidir. Ayrıca finansal istikrar kavramının sadece finansal krizlerin olmaması anlamında olmadığı, bunun yanı sıra olası dengesizliklerin finansal sistem ve ekonomik süreç açısından bir tehdit oluşturmadan önce sınırlanması becerisi olduğu finansal istikrar tanımı yapılırken dikkat edilmesi gereken bir diğer unsur olarak belirtilmektedir (Schinasi, 2004: 6).

Bu unsurlar belirtildikten sonra finansal istikrar dar kapsamda finans piyasalarındaki hisse senedi, döviz kuru, faiz oranları ve benzeri fiyatların ekonomik birimlerin yatırım ve tüketim kararlarında yanılmalara yol açmayacak şekilde oluşması ve hareket etmesi olarak tanımlanabilir. Geniş kapsamda ise ekonominin sağlıklı işleyebilmesi için finansal sistemin üstlendiği tasarrufların etkin dağılımı rolünü sorunsuz ve sürekli şekilde sürdürmesi anlaşılmaktadır (TCMB, 2006: 1).

Borio ve Drehman (2009: 4) birçok finansal istikrar tanımının üç önemli unsuru içerdiğini belirtmektedir. Bunlardan ilki bu tanımların finansal istikrarı bir bütün olarak değerlendirmesidir. İkincisi, çalışmaların finansal istikrarı ekonominin genelinden izole olarak ele almayıp, reel

ekonomi açısından ekonomik fayda ve maliyet analizi yaptıklarıdır. Son olarak ise finansal istikrarı tanımlamak için daha gözlemlenebilir ve somut olan finansal istikrarsızlığa başvurmuşlardır.

Finansal istikrar kavramına önemli katkılarda bulunan Andrew Crockett bu görüŐe paralel olarak finansal istikrarı finansal istikrarsızlıktan yola çıkararak; finansal istikrarsızlığın olmaması Őeklinde tanımlamıŐtır. Finansal istikrarsızlığı ise ekonomik performansın finansal varlık fiyatlarındaki dalgalanmalar veya finansal arabulucuların sözleşmeye bağlı yükümlölüklerini yerine getirememesi gibi nedenlerle bozulduğu bir durum olarak ifade etmiŐtir. Ancak bu tanımdan yola çıkararak her finansal bozulmanın finansal istikrarsızlık olarak nitelendirilemeyeceği, finansal istikrarsızlık olarak nitelendirilmesi için ekonomik performans üzerinde ölçülebilir etkiye sahip olmasının gerekliliği üzerinde durulmuŐtur (Crockett, 1997: 2).

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

1. Mevduat sahipleri ve yatırımcılar gibi kesimlerde güven kaybıyla beraber bankalardan muhtemel kaçıŐların yaşanması,
2. Gerçekçi olmayan banka faiz oranları nedeniyle aracılık fonksiyonunun etkisiz hale gelmesi,
3. Bireylerin tasarruflarını evde tutmayı tercih etmesi veya sermaye ıkıŐları nedeniyle kaynakların etkisiz dağılımı,
4. Kurtarılması göreceli olarak maliyetli olan finansal kuruluşlar ve bankaların zarar görmesinin ekonomiye dair sistemik etkilerle sonuçlanması,
5. Para politikasının gerektiği gibi uygulanamaması.

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

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

## **2. Makro İhtiyati Politikalar: Tarihi Arka Plan**

2008-2009 yılları arasında finansal krizin hız kazanması ve onu takip eden ekonomik daralma, finansal sistemin rolüne ilişkin soruları artırmıştır. Bu dönemde birçok ülkede para politikası, fiyat istikrarı (mal ve hizmetlerde) ve firma düzeyinde gözetim, denetim ve düzenleme (mikro

ihtiyati politikalar) ile fazlasıyla meŐguldü. Bütün finansal sistemi etkileyecek olan finansal geliŐmelerle yeteri kadar ilgili deŐillerdi (Clark ve Large, 2011: 11). Őimdi ise finansal sistemde bir bütün olarak istikrarsızlıŐı azaltıcı yeniden düzenleyici çerçeveler oluŐturulması konusunda giderek artan bir fikir birliŐi oluŐmaktadır. Yani finansal sisteme mikro aÇıdan deŐil, makro aÇıdan bakılarak sistemin tamamına yönelik denetim ve düzenlemeler yapılmasının üzerinde sıklıkla durulmaktadır.

Makro ihtiyati politikalar, para politikalarının kriz sonrasında sıklıkla tartışılan bu eksikliŐini, yani sisteme makro aÇıdan bakma sorununu giderme konusunda etkili bir unsur olmaktadır. Makro ihtiyati politikaların amacı hakkında henüz bir gürüŐ birliŐi yoktur. Buna raŐmen, makro ihtiyati politikaların amacının sistemik risklerin önüne geçerek finansal istikrarı saŐlamak olduŐu söylenebilir.

Bu tür politikaların spesifik amaŐlarına göz atılırsa, geleneksel gürüŐe göre amaÇ, sistemik krizlerin maliyet ve risklerinin sınırlandırılmasıdır. Bir başka gürüŐe göre ise, makro ihtiyati politikaların amacı, çok önemli makro ekonomik maliyetleri olan sistemin bütünüyle ilgili sorunların taŐıdıŐı risklerin sınırlandırılmasıdır. Bu ikinci gürüŐe göre, makro ihtiyati politikaların mahiyetini anlayabilmek, mikro ihtiyati ve makro ihtiyati bakıŐ arasındaki ayırımı anlamakla baŐlamaktadır (Galati ve Moessner, 2013: 6). Mikro ihtiyati bakıŐ, finansal kuruluşların başarısızlıklarını önlemeyi amaÇ edinirken, makro ihtiyati bakıŐ finansal sistemi bir bütün olarak muhafaza etmek istemekte ve genel denge etkilerinin önemini kabul etmektedir (Hanson vd., 2011: 1).

Küresel finansal krizin olası etkilerinden sıyrılmak için kriz sonrası dönemde kriz kaynaklı sorunlarla mücadele etmek için politikacıların etkin bir araÇ olarak kullanma eŐilimine girdikleri (Pooran, 2009: 534) makro ihtiyati politika araÇları için IMF'nin listesi Őöyle oluŐmuŐtur (Lim vd., 2011: 8):

- Krediyle ilgili uygulamalar: Kredi oranı tavanı (LTV), borç-gelir oranı tavanı (DTI), döviz kredileri tavanı, kredi ve kredi büyümesi için taban,
- Likiditeyle ilgili uygulamalar: Net döviz pozisyonuna ilişkin sınırlamalar (NOP), zorunlu rezervler,
- Sermayeye ilgili uygulamalar: Ters çevrimsel sermaye yeterliliği, dinamik karşılıklar, kar dağıtımına ilişkin kısıtlamalar.

Küresel finansal kriz, giderek artan sayıdaki birçok ülkede artan sıklıklarla makro ihtiyati politikaların uygulanmasına neden olmuştur. IMF'nin bu politikaların uygulanma alanı ile ilgili yaptığı araştırma, krizden önce ve sonra gelişen piyasa ekonomilerinin, gelişmiş ekonomilere göre makro ihtiyati politikaları daha geniş ölçüde kullandığını göstermektedir. Ayrıca makro ihtiyati politikaların, diğer iktisat politikalarıyla karşılaştırıldığında önemli üstünlüklere sahip olduğu görülmektedir. Örneğin, ihtiyat politikaları, para politikası araçlarına göre daha az keskin ve maliye politikası araçlarına göre daha esnektir. Ülke otoriteleri, küçük çaptaki ekonomik bozulmalara karşı daha yalın, etkin ve basit olduğu için bu politikaları tercih ettiklerini dile getirmektedir (Lim vd., 2011: 9). Ancak bu açıklamalardan, makro ihtiyati politikaların para ve maliye politikalarının yerine geçtiği anlaşılmamalıdır. Aksine makro ihtiyati politikalar, para ve maliye politikalarının önüne geçmemekte, onları destekleyici olarak kullanılmaktadır. Bu eksende, makro ihtiyati politikaların amacı, bir bütün olarak finansal sistemde istikrarı sağlamak olduğu için, finansal sistemde istikrar sağlandığında para ve maliye politikalarının daha etkin hale gelmesi beklenmektedir (Oktar vd., 2012: 160).

### **3. Finansal İstikrarın Sağlanması İçin Uygulanan Makro İhtiyati Politika Örnekleri**

Sürdürülebilir büyüme, enflasyon oranlarının düşük olması, istihdam oranında istikrarlı bir artışın yakalanması, düşük işsizlik ve dengeli



bir kamu maliyesi makroekonomik istikrarın olmazsa olmaz koŐulları arasında sayılabilmektedir. Bu koŐulların Őlke ekonomisi aÇısından ifade ettiği Önem otoriteler tarafından uzun yıllardır anlaŐılmıŐ, ancak finansal istikrar ise son kŐresel krize kadar arka sıralarda kalmıştır. Krizle beraber finansal sektŐrŐn Önemi daha iyi anlaŐılmıŐ, finansal sektŐrde ortaya Çıkan herhangi bir istikrarsızlık durumunun reel sektŐre sıŐramasının Önemli sıkıntılara neden olabileceği daha iyi anlaŐılmıŐtır. Bu sebeple fiyat istikrarı ve finansal istikrar hedeflerinin birlikte yŐrŐtŐlebilmesi Önemli bir konu olarak karşımıza Çıkmaktadır. Bu iki hedefin aynı anda gerŐekleŐtirilebilmesi iÇin yeni politikalar ve yeni araÇlar geliŐtirmek politika yapıcılar arasında tartıŐılmıŐ, bu amaÇla Çok sayıda araştırma ve faaliyet gerŐekleŐtirilmiŐtir (BaŐŐı, 2012: 2).

Bu sŐreŐte **TŐrkiye** ekonomisi farklı bir konjonktŐrle karşı karşıya kalmıştır. İÇ talebin hızlı toparlanmasına karşı, dış talebin bu hızda toparlanamaması iÇ ve dış talepte Önemli bir ayrıŐma yaşanmasına neden olmuştur. Ayrıca 2010 yılında gelişmiş Őlke merkez bankalarının uyguladığı geniŐleme paketleri sonrasında artan kısa vadeli sermaye akımları, bu durumu daha belirgin hale getirmiŐtir. Sermaye giriŐleri TŐrk Lirasında aşırı değerlenmeye neden olmuş, aynı zamanda yurt iÇi kredi kullanımını ivmelendirmiŐtir. Bu gelişmeler neticesinde, dış ticaret ve cari iŐlemler dengesinde ciddi bir bozulma gŐzlenmiŐtir. Bu bozulma, 2010 yılı sonlarında giderek artmıŐ, cari aŐıĐın finansmanının neredeyse tamamı kısa vadeli sermaye ve portföy yatırımlarıyla saĐlanmıŐtır. Oysa TŐrkiye ekonomisinin geŐmiŐte yaŐadıĐı tecrŐbeler sermaye akımlarındaki oynaklığın makro ekonomik istikrar iÇin Önemli olduğu, cari iŐlemler aŐıĐının ekonomiyi kırılgan hale getirdiğini ortaya koymuştur (Kara, 2012: 3).

TŐrkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) bu risklerle karşı karşıya iken, makro finansal riskleri de gŐzeten yeni politika bileŐimini uygulamaya koymuştur. Bu yeni politika bileŐiminde, TCMB Kanunu'nda belirtilen fiyat istikrarı amacı korunurken, finansal istikrar amacı da fiyat istikrarı amacıyla aynı dŐzeye getirilmiştir. Bu dönemde finansal istikrarı

tehdit eden kredi genişlemesi ve kısa vadeli sermaye akımları ise ara hedef olarak belirlenmiştir. Bu ara hedeflere ulaşabilmek ve fiyat istikrarı ve finansal istikrarı sağlayabilmek için üç politika aracı kullanılmaktadır. Bunlar politika faizi, faiz koridoru ve zorunlu karşılık oranlarıdır. TCMB bu yeni politika bileşimiyle enflasyon hedeflemesi rejimini uygularken finansal istikrarı gözetilen bir arayış içinde olan ilk merkez bankalarından biri olmuştur (Özatay, 2011: 27).

*Tablo 1. TCMB'nin Para Politikası Çerçevesi (Eski-Yeni Karşılaştırması)*

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

**Kaynak:** TCMB, 2012: 30,

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

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

Yeni politika bileşimiyle, politika araçları arasına eklenen faiz koridoru aracı, uygulanan yeni politikada önemli bir rol üstlenmektedir. TCMB tarafından uygulanan faiz koridoru uygulamasında gecelik borç verme faizi bandın üst sınırını, gecelik borç alma faizi ise alt sınırı oluşturmaktadır. Politika faiz oranı ise TCMB'nin bir hafta vadeli olarak bankalara repo yoluyla sağladığı fonlamanın faiz oranı olup, faiz koridorunun alt ve üst bandı arasında kalmaktadır (TCMB Bülten, 2013: 3). Fona ihtiyacı olup, merkez bankasından borçlanmak isteyenler koridorun üst bandıyla, merkez bankasına borç verenler ise koridorun alt bandıyla

muhatap olmaktadır. TCMB yönettiği bu üç farklı faiz oranıyla (alt band-üst band ve politika faizi) bankaların fonlama maliyetlerini piyasadaki likiditeyi değiştirmek suretiyle etkileyebilmektedir. Çünkü faiz koridoru uygulamasında bankalar merkez bankasından iki şekilde borçlanabilmektedir. İlki daha düşük olan politika faizi üzerinden daha düşük maliyetle repo ihaleleri yoluyla uygulanırken, ikinci yol ise faiz koridorunun üst bandından günlük olarak uygulanmaktadır. Ancak ilk yolda borçlanma miktarı sınırlı iken ikinci yolda ise sınırsız olarak gerçekleşmektedir. Bu şekilde TCMB, fonlama maliyetini yükseltmek istediğinde haftalık olarak düzenlediği repo ihaleleri yoluyla piyasaya verdiği likiditeyi azaltarak, bankaları borçlanma faizinin ve maliyetinin daha yüksek olduğu ikinci yola yönlendirebilmektedir. Böylece bankaların borçlanma maliyetleri artmakta, bankalar kredi faizlerinde artışa giderek maliyet artışını kredilere belli ölçülerde yansıtmaktadır. Bu şekilde kredi genişlemesi dolaylı yoldan kısmen azaltılabilmektedir (Oktar ve Yurdabak, 2015: 87-88).

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

Zorunlu karşılıklar, TCMB tarafından finansal istikrarı sağlamada kullanılabilecek etkin bir politika aracı olarak değerlendirilmektedir. Zorunlu karşılık uygulaması, bankaların kredi olarak kullandırabilecekleri kaynakların belli bir oranının merkez bankası nezdinde tutulmasını öngörmektedir. Böylece merkez bankasının yurt içi para arzı üzerindeki kontrolünün arttırılması ve likidite yönetiminin güçlendirilmesi hedeflenmektedir. Ayrıca, bankaların ellerinde bulunan kredilendirilebilir

fon miktarını değiştirmek yoluyla kredi hacmini ayarlamak ve kısa vadeli faiz oranlarındaki oynaklığı azaltmaya yardımcı olmak fonksiyonuna da sahiptir. Söz konusu fonksiyonları sayesinde, zorunlu karşılıklar gerek para politikası gerekse makro riskleri azaltıcı bir politika aracı olarak kullanılabilmekte ve hem fiyat istikrarı hem de finansal istikrarın sağlanması katkıda bulunmaktadır (TCMB, 2010: 50-51). TCMB'nin bu uygulamasına paralel şekilde, başka birçoğ merkez bankasının<sup>2</sup> da makro ihtiyati politika aracı olarak sermaye akımlarına karşı zorunlu karşılık oranlarını kullanmaya başladığı görölmektedir (Mutlutürk, 2012: 105).

TCMB'nin uyguladığı makro ihtiyati politikalar gözden geçirildiğinde Basel III'de de tavsiye edildiği üzere makro ihtiyati politika araçlarından sermaye gereksinimi aracını daha sık kullandığı görölmektedir. IMF tarafından makro ihtiyati politikalarla ilgili yapılan çalışmada, TCMB'nin uyguladığı politikaların Türkiye'nin krizi atlmasına yardım ettiği belirtilmiş, ancak makro ekonomik politikalar arasındaki zayıf bağlara da dikkat çekilmiştir. Tüm bunlara rağmen, finansal sektör göstergelerinin güçlü kaldığı ve finansal varlıkların iyi performans sergiledikleri dile getirilmiştir (IMF, 2013). Aynı çalışmada, Türkiye'nin gelişiminin pozitif bir görüntü sergilediğinin üzerinde de durulmuştur.

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

---

<sup>2</sup> Arjantin, Çin, Kolombiya, Hirvatistan, Endonezya, Lübnan, Romanya, Sırbistan, Peru ve Uruguay bu öğkelere örnek verilebilir (Lim vd., 2011).

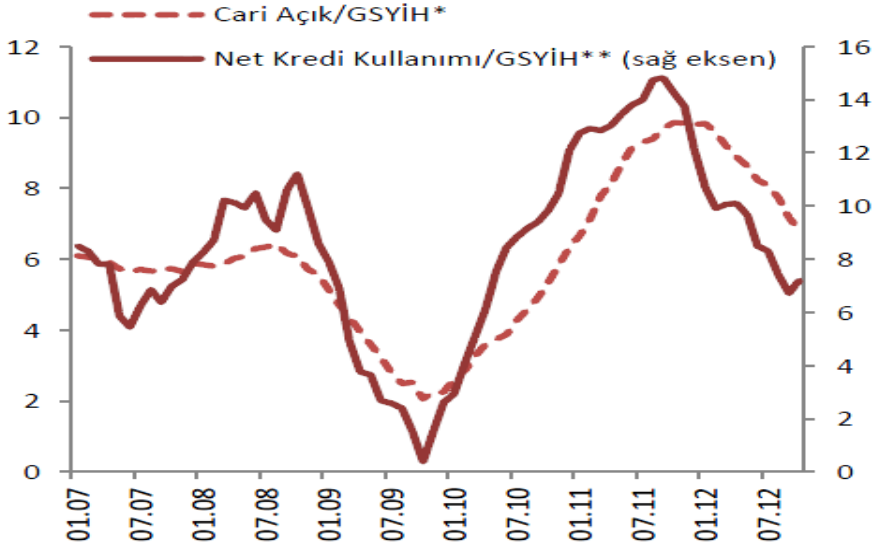
Türkiye’de ise bu iki alternatiften farklı olarak, Hazine Müsteşarlığı’nın bağılı olduğı Bakanın başkanlığında Hazine Müsteşarı, Merkez Bankası Başkanı, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) Başkanı, Sermaye Piyasası Kurumu Başkanı ve Tasarruf Mevduat Sigorta Fonu başkanından oluşan Finansal İstikrar Komitesi 2011 yılı itibariyle kurulmuş bulunmaktadır. Ancak yapılan bu düzenlemeye rağmen, bu kez finansal istikrardan sorumlu olan bu komitenin hükümetten ne derece bağımsız olabileceğı eleştiri konusu olmaktadır<sup>3</sup>.

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

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

---

<sup>3</sup> Finansal İstikrar Komitesini bağımsızlık konusunda eleştiren örnek bir yazı için bakınız: Özatay, 2011, [http://www.radikal.com.tr/yazarlar/fatih\\_ozatay/finansal\\_istikrar\\_komitesi-1053524](http://www.radikal.com.tr/yazarlar/fatih_ozatay/finansal_istikrar_komitesi-1053524), (01.09.2013).

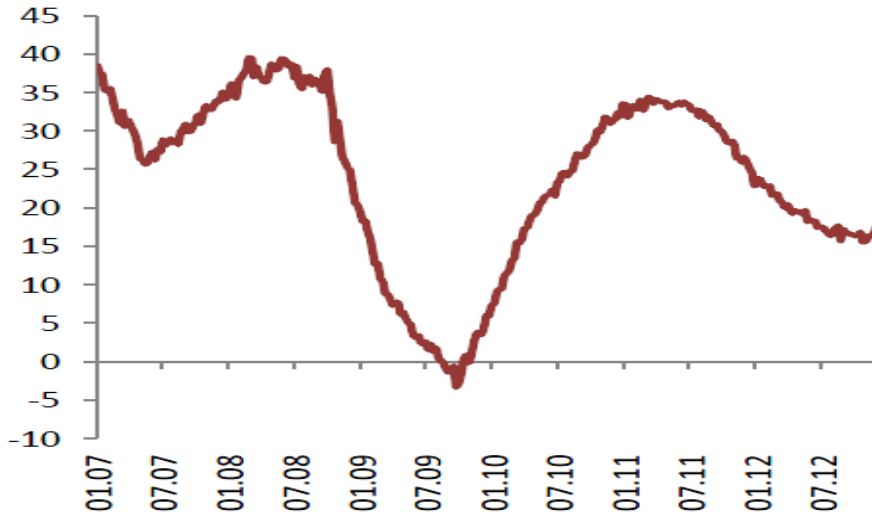


\*12 aylık birikimli cari açığın GSYİH'ye oranı

\*\*Kredi stokundaki yıllık değişimin GSYİH'ye oranı

Şekil 1. Krediler ve Cari Açık

Kaynak: Kara vd., 2013: 4

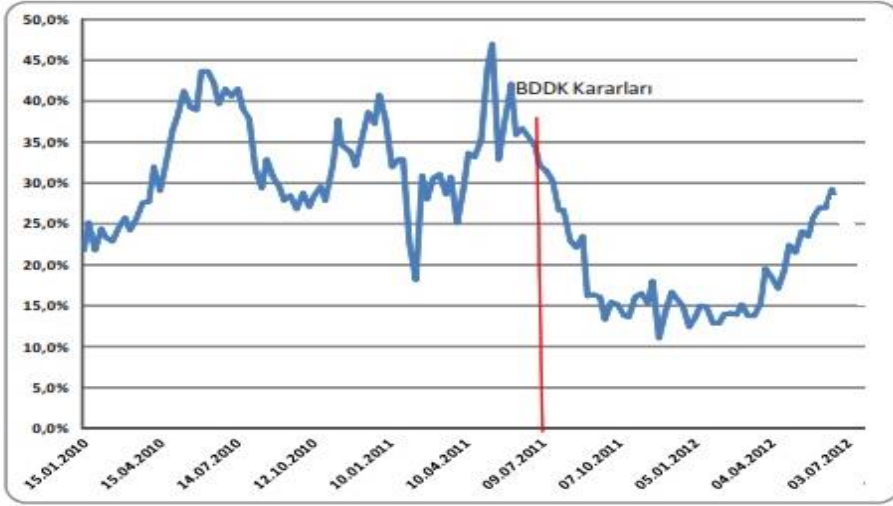


Şekil 2. Toplam Kredi Artış Hızı (Kur Etkisinden Arındırılmış, Yıllık Yüzde Değişim)

Kaynak: Kara vd., 2013: 4

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

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



Şekil 3. Türkiye’de Toplam Kredi Genişlemesi (2010-2012, %)

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

Şekil 3, 2010-2012 yılları arasında toplam kredi genişlemesinin izlediği seyri göstermektedir. Grafik incelendiğinde kırmızı çizgiyle belirtilmiş, BDDK kararlarının uygulandığı tarih sonrasında kredi büyümesinin kontrol altına alınabildiği söylenebilir.

**Brezilya** hem para hem de makro ihtiyati politikaları etkin bir şekilde uygulayan ülkelerden biridir. 2011' in ilk yıllarına kadar yüksek mal ve gıda fiyatlarının yanı sıra yüksek yurtiçi talebin neden olduğu yüksek enflasyon ve aşırı ısınma belirtileri nedeniyle reel ekonominin finansal krizden oldukça etkilendiği bir ortamla karşı karşıya kalan Brezilya'da ekonomi sonradan hızlı bir şekilde yavaşlamış, enflasyon 2011'in ikinci yarısında düşmüştür. Kriz sonrası dönemde yaşadıkları deneyimle para politikası ve makro ihtiyati politikalar arasındaki tamamlayıcı ilişkiyi öğrenen Brezilya ekonomisinde para politikası fiyat istikrarına odaklanmış durumda iken makro ihtiyati araçlar ise hızlı kredi büyümesinden doğan sistemik riskleri hedef almıştır. Krediler 2004 yılından beri ekonomik büyümeyi destekler nitelikte hızla büyümüş (2004'te kredilerin milli hasılaya oranı %24 iken 2012'de % 51'e ulaşmış), ancak bu arada hanehalkı açısından risklerin artmasına neden olmuştur. Aslında hanehalkı borçlanması emsalleriyle



benzer düzeyde olmasına rağmen hem DTI hem de takibe dönüşüm oranlarının emsalleriyle karşılaştırıldığında yüksek olması, finansal risklerin kaynağı olan yüksek kredi oranları ve kısa vade sıkıntısını ortaya çıkarmıştır. Kriz sonrası dönemde hanehalkı kredileri biraz düşmüş olsa da yine de müdahale edilmiş, 2008 sonunda %18 olan DTI oranları, %22'ye çıkarılmış, takibe dönüşüm oranı da %8 oranında arttırılmıştır (IMF,2013b).

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

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

Ancak 2008 yılında yaşanan küresel krizle beraber bankacılık sektörü, artan kısa vadeli dış borçlardan etkilenmiş, otoriteler piyasaya müdahale etmek zorunda kalmıştır. Politika yapıcıları Kore'nin dışı olan

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

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

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

**Hindistan Merkez Bankası** (RBI) 2004 yılından itibaren finansal istikrarı sağlamak için makro ihtiyati politikaları kullanmaktadır. Ağırlıklı olarak ticari bankalardan oluşan Hindistan ekonomisinde sermaye

piyasaları, sigortacılık sektörü ve bireysel emeklilik fonları için ayrı ayrı düzenlemeler mevcuttur. Bu nedenle sektörel düzenleyiciler arasında bir koordinasyona ihtiyaç duyulmuş, bu amaçla Maliye Bakanı başkanlığında “Finansal Sektör Kalkınma Konseyi” kurulmuştur. Özellikle 2004-2008 yılları arasında gerçekleşen yüksek büyüme oranları ve büyük miktarlarda sermaye akımına maruz kalmıştır. Yaşanan bu gelişmeler yurt içi kredi büyümesine ve özellikle gayrimenkul piyasasında kredilerin keskin şekilde artmasına neden olmuş, bankacılık sektöründe risk oranları büyük ölçüde artmıştır. Bu nedenle RBI repo oranlarında 300 baz puanlık bir artışa gitmiş, rezerv oranları da 450 baz puan yükseltilmiştir (Sinha, 2011).

#### **4. Makro İhtiyati Politikaların Finansal İstikrarın Sağlanmasına Katkısı**

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

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

Makro ihtiyati politikaların para politikaları ile bir araya getirilmesiyle yukarıda bahsi geçen ve kriz döneminde daha net ortaya çıkan para politikalarının eksik yönlerinin kapatılabileceği düşünülmektedir. Örneğin, kaldıraç oranlarının yüksek olduğu, yatırımcıların yüksek risk aldıkları durumların yaşandığı veya varlık fiyatlarının olması gerekenden daha yüksek seyrettiği durumlarda faiz oranları zayıf bir politika aracı olmaktadır. Böyle durumlarda faiz oranları yükseltilebilmekte, ancak faiz oranlarının yükseltilmesi çıktı düzeyinde dalgalanmalara neden olabilmektedir. Merkez bankalarının elinde müdahale edebilecek başka politika araçları olmasaydı böyle bir maliyet ortaya çıkabilirdi. Ancak merkez bankalarının ellerinde bu durumlarda kullanabilecekleri başka politika araçları da mevcuttur. Kaldıraç oranları yükseldiğinde düzenleyici sermaye oranları arttırılabilmekte veya likidite oranları düştüğünde düzenleyici likidite oranlarının uygulanması ve hatta arttırılması mümkün olmaktadır. Yine konut fiyatlarında balon oluşmaya başladıysa kredi değer

oranının dűŐürűlmesi bir çűzűm olarak gűrűlebilmektedir. Őstelik bu politika araçları etkilenmek istenen deęiŐkenler üzerinde faiz oranlarına gűre daha etkili de olabilmektedir (Blanchard, 2010: 11-12).

Makro ihtiyati politikaların finansal risklerin azaltılmasında etkili olduğu ekonometrik çalıŐmalarla da ortaya konmuŐtur. Lim vd. (2011) yapmıŐ olduğu çalıŐma bu alanda yapılan ilk araŐtırmalardan biri olup, makro ihtiyati politikaların uygulandığı 49 ũlkede 2000-2010 yılları arasında hangi Őartlarda hangi makro ihtiyati politikanın daha etkin olduğu ve bu uygulamalardan çıkarılabilecek derslere odaklanmıŐ, sonucunda ise makro ihtiyati politikaların sistemik riski űnlemede etkin olduğu ve finansal istikrarın sağlanmasına katkıda bulunduğu neticesine varılmıŐtır.

Panel veri modeli kullanılarak 2000-2010 yılları için 48 deęiŐik ũlkedeki 2800 bankanın bilançosu üzerinde çalıŐmak suretiyle makro ihtiyati politikaların etkinliğini űlçmeye çalıŐan Claessens ve arkadaŐları (2014) borç alanları hedefleyen DTI, LTV oranlarının ve finansal kurumları hedefleyen kredi bűyűmesi üzerine limitler ve yabancı para borçlanmasına yűnelik sınırlamaların finansal risklere karŐı etkin olduğu sonucuna ulaŐmıŐlardır.

Tavman (2015) ise bir Yeni Keynesyen Genel Denge Modeli kullanarak ũç adet makro ihtiyati politika aracının etkinlięini űlçmeye çalıŐmıŐtır. Zorunlu rezervler, sermaye gereksinimleri ve borçlanarlardan alınan bir tűr vergi olarak tanımlanan regűlasyon primi araçlarının analiz edildięi modelde tűm araçların dıŐsal Őokların negatif etkilerine karŐı etkin olduęu, en etkili aracın ise zorunlu rezervler olduęu ortaya konmuŐtur.

57 ũlkenin 30 yılı aŐkın verilerini kullanarak konut fiyatları ve konut kredileri üzerinde dokuz makro ihtiyati politikanın etkinlięini araŐtıran Kuttner ve Shim (2013), konut kredilerindeki artıŐın en fazla LTV ve DTI oranlarından etkilendięi sonucuna panel veri yűntemi kullanarak ulaŐmıŐtır. Yine 2000-2013 yılları için geliŐmiŐ ve yűkselen piyasa ekonomilerinden oluŐan 57 ũlkenin verileriyle 7 adet makro ihtiyati politika aracının konut fiyatları ve kredi bűyűmesi üzerindeki etkinlięini dinamik panel yűntemiyle űlçen Akıncı ve Olmstead-Rumsey (2015) geliŐmiŐ ve yűkselen piyasa

ekonomilerinin kriz sonrasında makro ihtiyati politikaları daha sıklıkla kullandığını, gelişmiş ülkelerin makro ihtiyati politikaları daha ziyade konut sektörü üzerinde kullandığını ve uygulanan politikaların kredi büyümesi ve konut fiyatları üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşmıştır.

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

Fendoğlu 2015 yılında yaptığı ve 15 ülkenin dahil edildiği analizde, makro ihtiyati politika araçlarının kredi büyümesi ve portföy akımları üzerindeki etkisini dinamik panel veri yöntemlerinden GMM yöntemi kullanarak ölçmeye çalışmıştır. Makro ihtiyati politika araçlarının tek tek incelendiği çalışmada zorunlu karşılıklar, sermaye gereksinimi, borç-gelir limiti ve kredi büyümesi limiti araçlarının en etkili araçlar olduğu, kredi-değer limiti ve dinamik provizyon araçlarının kısmen etkili olduğunu, sermaye kontrolleri ve yabancı para kredi limiti araçlarının ise etkili olmadığı sonucuna varılmıştır.

Makro ihtiyati politikaların kredi büyümesi ve konut sektörü üzerindeki etkinliğini ölçen en güncel ve en kapsamlı çalışmalardan biri olan Cerutti vd. (2015)'nin yapmış olduğu çalışmada ise on iki makro ihtiyati politika aracının etkinliği gelir düzeylerine göre sınıflandırılmış 119 ülke verisi kullanılarak 2001-2013 tarihleri için dinamik panel veri yöntemiyle analiz edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre makro ihtiyati politikaların hızlı kredi büyümesi ve konut piyasası üzerinde etkin olduğu sonucuna

ulaşılmıştır. Yükselen piyasa ekonomilerinin makro ihtiyati politika araçlarını-özellikle döviz kuruyla alakalı politikaları-daha sıklıkla kullandığı görölmüş ve makro ihtiyati politikaların kredi gelişmeleri üzerinde daha etkin olduğu belirtilmiştir.

Tüm bu bahsedilen analizler makro ihtiyati politikaların finansal istikrarı ve fiyat istikrarın sağlanmasını hedefleyen para politikalarını destekleyici nitelikte uygulanabilirliğini göstermektedir. Ancak merkez bankalarının hem uzun yıllardır amaç edindikleri fiyat istikrarını hem de kriz öncesinde göz ardı edilen, fakat kriz sonrasında önemi daha da iyi anlaşılan finansal istikrarı aynı anda hedeflemelerinin bazı zorluklara neden olabileceği literatürde tartışılmaktadır.

Bahsedilen zorluklardan ilki merkez bankalarının bağımsızlıklarıyla ilgilidir. Merkez bankasının bağımsızlığı açık bir amaca sahip olması (enflasyon) ve daha basit politika araçlarını (politika faizi ve açık piyasa işlemleri) kullanmasıyla sağlanmıştı. Amacın kolay ölçülebilir olması hesap verebilirliği de kolaylaştırmış, böylece operasyonel bağımsızlığı da kabul edilebilir hale getirmişti (Blanchard, 2013: 22). Ancak hem finansal istikrar hem de fiyat istikrarının merkez bankaları tarafından amaç edinilmesinin bankanın bağımsızlığını olumsuz etkileyebileceği düşünülmektedir. Örneğin; finansal istikrar için alınması muhtemel önlemlerin politik karar süreçlerini gerektirmesi merkez bankalarının bağımsızlıkları ve hükümetlerin vereceği direktifler arasında kalmasına neden olması söz konusudur (Oktar vd., 2012: 167).

Yine iki amacın aynı kuruma yüklenmesinin merkez bankalarının iki önemli özelliği olan hesap verebilirliğine ve kredibilitesine zarar verme ihtimali de göz önünde bulundurulmaktadır. İki amaca sahip bir merkez bankasının finansal istikrar amacı enflasyonla çatıştığında enflasyonla mücadele ettiğine dair kamuoyunu ikna etmesi daha zorlu bir süreç olacaktır. Ayrıca merkez bankalarının hangi politika aracını hangi amaç için kullandığını kamuoyuna anlatması bir diğer zorluk olarak gösterilmektedir.

Üstelik merkez bankalarının ellerindeki araç setinin iki amaç için yeterli olup olmadığı da halen tartışılmaktadır (Oktar vd. , 2012: 167).

## **Sonuç**

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

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

Makro ihtiyati politikalar finansal piyasaları makro açıdan değerlendirip, piyasadaki sistemik riskleri azaltmayı hedefleyen ve kriz sonrası süreçte dikkatleri çeken bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. LTV, DTI, zorunlu karşılıklar, kredi büyümesine yönelik sınırlamalar gibi araçlarla uygulanan makro ihtiyati politikalar, sistemik riski önlemeyi, eğer önleyemiyorsa en azından azaltmak suretiyle finansal istikrarın



sağlanmasına yardımcı olmayı hedeflemektedir. Makro ihtiyati politikaların hızlı kredi büyümesi ve konut piyasasında oluşan balonlar gibi finansal istikrarı olumsuz yönde etkileyen unsurlar üzerinde etkin olduğu yapılan ekonometrik çalışmalarla da ortaya konmuştur.

Ancak makro ihtiyati politikaların etkinliğini belirlemek oldukça zor bir iştir. Uygulanan ekonomi politikalarıyla iç içe geçmiş olması, politikaların birbirini etkileme olasılığını da artırmaktadır. Bu nedenle makro ihtiyati politikaların uygulanma sürecinde program oluşturulurken ülke şartlarının göz önünde bulundurulması ve diğer politikalarla koordinasyonun sağlanması önemli hale gelmektedir.

## **Kaynakça**

Akıncı, O. ve Olmstead-Rumsey, J. (2015), "How Effective Are Macroprudential Policies? An Empirical Investigation". Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington DC.

Balmumcu, Ö., (2013), "Küresel Finans Krizi Ekseninde Para Politikası Tartışmaları". Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi, 4 (2), s.32-55.

Bank for International Settlements (2008). 78th BIS Annual Report.

Başçı, E. (2012), Finansal ve Makroekonomik İstikrar: Önümüzdeki Zorluklar. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Konferansı Açılış Konuşması, İstanbul.

BDDK (2013), Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü, Haziran raporu.

Blanchard, O., Dell'ariccia, G. ve Mauro, P. (2010), "Rethinking Macroeconomic Policy". Journal Of Money, Credit And Banking, 42 (1), s.199-215.

Blanchard, O.J., Dell'ariccia, G. ve Mauro, P. (2013). Rethinking Macro Policy II: Getting Granular. International Monetary Fund.

Borio, C.E.V. ve Drehmann, M. (2009). Towards An Operational Framework For Financial Stability:'Fuzzy' measurement And Its Consequences. (284), Basel: BIS Working Paper Series.

Carney, M. (2010), Panel discussion comments to the BIS Conference on The Future of Central Banking under Post-Crisis Mandates. 14-18.

Cerutti, E., Claessens, S. ve Laeven, L. (2015). "The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence". Journal of Financial Stability. [doi:10.1016/j.jfs.2015.10.004](https://doi.org/10.1016/j.jfs.2015.10.004)

Clark, A. ve Large, A. (2011), Macroprudential Policy: Addressing The Things We Don't Know. Washington, DC: Group Of Thirty.

Claessens, S. (2014), An Overview Of Macroprudential Policy Tools. (WP/14/214) Washington, DC: International Monetary Fund.

Coşkun, M.N. ve Sevgi, N.H., (2012), "Para Politikası Makro-İhtiyati Politikalar ve Kredi Genişlemesi İlişkisi". UEK-TEK, İzmir.

Crockett, A., (1997), "The Theory and Practice of Financial Stability". Essays in International Finance. 203, s.60.

Darıcı, B., (2012). "Finansal İstikrar Ve Finansal İstikrara Yönelik Kamusal Sorumluluk Çerçevesinde Para Politikası: Türkiye Analizi". Bankacılar Dergisi, 83, s.34-66.

Doğru, B. (2012). Merkez Bankası Politikalarının Fiyat İstikrarı ve Diğer İktisadi Olgular Açısından Değerlendirilmesi ve Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Örneği. (Doktora Tezi). İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Doğru, B., Çelik, O. ve Doğan, K.C., (2012), "Fiyat İstikrarından Finansal İstikrara: Merkez Bankası Macroprudential Politika Çerçevesi". 16. Finans Sempozyumu, Erzurum

Ersel, H. (2012), "Finansal İstikrarın Sağlanması İçin Nasıl Bir Mekanizma Tasarlanabilir?". İktisat İşletme ve Finans, 27 (315), s.37-49.

Fendoğlu, M.C., (2015), "Finansal İstikrar Açısından Makro-İhtiyati Araçların Etkisi: Türkiye Ve Seçilmiş Ülkeler İçin Bir Sistem GMM Yaklaşımı". International Congress on Economics II (EYC2015), Ankara.

Galati, G. ve Moessner, R. (2013). "Macroprudential Policy–A Literature Review", Journal Of Economic Surveys, 27.5: s. 846-878.

Hanson, S.G., Kashyap, A.K. ve Stein, J.C.A., (2011), "Macroprudential Approach To Financial Regulation". The Journal Of Economic Perspectives, 25.1 s.3-28.

Iğan, D. ve Kang, H., (2011), "Do Loan-To-Value And Debt-To-Income Limits Work? Evidence From Korea". IMF Working Papers, s. 1-34.

IMF (2013), The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies, Erişim Adresi: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/012913.pdf>

IMF (2013b), Brasil: Technical Note On Macroprudential Policy Frame Work. Country Report No:13/14.

Kara, H., (2012).,"Küresel Kriz Sonrası Para Politikası". İktisat İşletme ve Finans, 27.315, s.9-36.

Kara, H., Küçük, H., Tiryaki, S.T. ve Yüksel, C., (2013), Türkiye İçin Makul Kredi Büyüme Oranı Ne Olmalı?, Ankara: TCMB.

Kaya, Z., (2007), Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının Bağımsızlığı ve Enflasyon İlişkisi. (Doktora Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kuttner, K.N. ve Shim, I., (2013), Can Non-Interest Rate Policies Stabilize Housing Markets? Evidence From A Panel Of 57 Economies. National Bureau of Economic Research.

Laker, J., (1999), "Monitoring Financial System Stability". Reserve Bank of Australia Bulletin, 10, s.40-46.

Lim, C. H., Costa, A., Columba, F., Kongsamut, P., Otani, A., Saiyid, M. ve Wu, X., (2011), Macprudential Policy: What Instruments And How To Use Them? Lessons From Country Experiences. Washington DC: IMF Working Papers, s.1-85.

Mutlutürk, Ş., (2012), "Makro İhtiyati Politika Aracı Olarak Zorunlu Karşılıkların Kullanılması: Türkiye Örneği Ve Bankacılık Sektörü Üzerine Etkisi". Bankacılar Dergisi, 81, s.102-120.

Oktar, S., Tokucu, E. ve Kaya, Z. (2012), Finansal Küreselleşme Sürecinde Merkez Bankacılığı ve Para Politikaları, İstanbul: Nobel Yayınevi.

Oktar, S. ve Yurdabak, K., (2015), "2008 Küresel Kriz Sonrası Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikası Uygulamaları". Akademik Hassasiyetler, 2 (4).

Özatat, F., (2011), "Merkez Bankası'nın Yeni Para Politikası:İki Hedef-Üç Ara Hedef-Üç Araç", İktisat İşletme ve Finans, 26, (302), s.27-43.

Papademos, L. (2010). "Central Bank Mandates And Governance Arrangements". BIS papers, 55, s.25-39.

Pooran, Priya N., (2009), "Macro-prudential Supervision—a Panacea For The Global Financial Crisis?", Law and Financial Markets Review, November, s.534-538.

Schinasi, G.J., (2004), Defining Financial Stability. (WP/04/187) Washington DC: IMF Working Paper.

Siklos, P.L., (2002), The Changing Face of Central Banking, Evolutionary Trends Since World War II, Cambridge: Cambridge University Press.

Sinha, A., (2011), Macprudential Policies: Indian Experience. Speech Delivered At the 11th. India: RBI.

Tadjuddin, A., (2003), "The Role Of Central Bank In Maintaining Financial Stability". Shanghai: Financial Annual Forum.

Tavman, Y., (2015), "A Comparative Analysis Of Macroprudential Policies". Oxford Economic Papers, 67 (2), s.334-355.

TCMB (2010). Finansal İstikrar Raporu (11), Ankara: TCMB.

TCMB (2012a), Bülten (27), Ankara: <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/68473844-b17e-4dab-bc1f-802e4fc31c07/Bulten27.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE68473844-b17e-4dab-bc1f-802e4fc31c07>.

TCMB (2012b). Para Politikası Raporu, Ankara: TCMB.

TCMB (2013). Bülten. (29) Ankara:  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/3274d906-03a0-43b7-9126-1b2b458dfbbf/Bulten29.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE3274d906-03a0-43b7-9126-1b2b458dfbbf>