

Makro İhtiyati Politikaların Genel Çerçevesi

Öz

Ali İLHAN¹

2007-09 küresel finansal krizinin ekonomiler üzerindeki olumsuz sonuçları, iktisat politikalarının finansal istikrarı sağlamadaki rollerinin ciddi biçimde sorgulanmasına neden olmuştur. Kriz ile birlikte, her bir politikanın nihai hedefine ulaştığı durumlarda dahi finansal istikrarın garanti olmadığı açık bir şekilde anlaşılması alternatif bir politika çerçevesine yönelik arayışları hızlandırmıştır. Bu doğrultuda sistemik riskleri kontrol altına almak, şoklara karşı finansal sistemin direncini güçlendirmek ve geleneksel politikaların etkinliğini arttırmak amacıyla -Türkiye'nin de aralarında bulunduğu- birçok ülke makro ihtiyati politikaların kullanımına başvurmuştur. Makro ihtiyati politikaların geçmişinin, içinde bulunduğumuz yüzyılın başlarına kadar uzanmasına karşın; yaygın kullanımının birkaç yıllık süreyi kapsamaması ve araçların etkinliğine dair ampirik kanıtların yetersizliği, politikaların evrimsel sürecinde ağırlıklı olarak deneme-yanılma yönteminin kullanılmasına neden olmaktadır. Bu da makro ihtiyati politikalara ilişkin çalışmalara duyulan gereksinimi belirgin hale getirmektedir. Bu çerçevede çalışma ile makro ihtiyati politikaların ana hatlarının ortaya konulması ve politikaların tasarlanması ve yürütülmesi sürecinde dikkat edilmesi gereken noktaların vurgulanması amaçlanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Makro İhtiyati Politikalar, Fiyat İstikrarı, Finansal İstikrar, Sistemik Risk

General Framework of Macroprudential Policies

Abstract

The negative results of 2007-09 global financial crisis on economies, have led to serious controversions about economic policies' roles to assure financial stability. As a result of this crisis, even in conditions where each policy has reached their ultimate goal, it is clearly understood that financial stability is not guaranteed and this new view accelerated the search for an alternative economic policy. Accordingly, in an attempt to control the systemic risks, to strengthen the financial system's resistance against shocks and to gear up the conventional policies, numerous countries -including Turkey- have applied to macroprudential policies. Although the foundations of macroprudential policies had been laid at the early 21st century, the extensive use of these policies limited to few years and lack of empirical evidence concerning efficient instruments, it is indicated that trial and error technique will be used in these policies' evolutionary process. The necessity of works concerning macroprudential policies is apparent. In this context, this study aims at revealing the outline of macroprudential policies and emphasizing the points to consider in the process of designing and executing these policies.

Keywords: Macroprudential Policies, Price Stability, Financial Stability, Systemic Risk

¹ Araş. Gör., Uludağ Üniversitesi, İktisat Bölümü, alilhan@uludag.edu.tr

1. Giriş

2007-09 küresel finansal krizinin ekonomiler üzerindeki olumsuz sonuçları makroekonomik ve finansal politikaların finansal istikrarı sağlamadaki rollerinin ciddi biçimde tartışılmasına neden olmuştur. Kriz öncesi dönemdeki hakim görüş, politikaların nihai amaçlarına ulaşarak finansal istikrara katkı sağlayacağını benimsemiştir. Bu doğrultuda para politikasının tek hedefi düşük ve istikrarlı enflasyon oranı iken sahip olduğu kısıtlardan ötürü sınırlı bir rolün atfedildiği maliye politikası ile kamu borcunun sürdürülebilirliği hedeflenmiştir. Diğer taraftan makroekonomik bir politika aracı olarak görülmeyen finansal regülasyonlar ile bireysel kurumların ve piyasaların güvenliğine odaklanılmıştır. Buna karşın kriz ile birlikte, her bir politikanın nihai hedefine ulaştığı durumlarda dahi finansal istikrarın garanti olmadığı açık bir şekilde anlaşılmıştır.

Krizin temel politika çıkarımlarından biri merkez bankalarının fiyat istikrarına ulaşmada kullandıkları araç veya araçların finansal istikrarı sağlamada yeterli olmadığıdır. Para politikası finansal dengesizliklerle mücadelede proaktif bir rol üstlenirse dahi sadece politika faizini kullanarak ekonomik faaliyetler üzerinde olumsuz etkilere yol açmadan aşırı risk alma davranışlarına, yüksek kaldıraçlara ve aktif fiyat balonlarına karşı koymak çok güçtür. Bununla birlikte finansal riskleri merkeze alan para politikasının makroekonomik performans açısından potansiyel maliyetlerle karşı karşıya kalması da muhtemeldir. Krizden çıkarılan bir diğer önemli ders ise, bireysel finansal kurumların güvenliğinin, sistemin genelini güvenliğini sağlamadığıdır. Finansal sistemdeki riskler bireysel kurumların riskleri toplamından ibaret değildir. Ancak mikro ihtiyati politikalar, finansal istikrarın başlıca tehdit unsuru olan sistemik risklerden ziyade bireysel risklere odaklanmaktadır. Öte yandan bireysel kurumların güvenliğini sağlama adına dayatılan standartlar, finansal sistemin ve ekonominin genelini istikrarına zarar verebilecek kararların alınmasına neden olabilmektedir.

Finansal sistem doğası gereği konjonktür yanlıdır (procyclicality). İçsel bir şok, ekonomik birimlerin konjonktüre göre benzer şekilde hareket etmeleriyle reel ekonomiye kolaylıkla tesir edebilmektedir. Mevcut politikaların konjonktür yanlılığına karşı koyabilecek mekanizmaları oluşturmada ve

karşılıklı bağımlılıklardan kaynaklanan içsel nitelikteki sistemik riskleri azaltmada başarısız olmaları, politika yapıcıları alternatif politika arayışlarına yöneltmiştir. Bu bağlamda sistemik riskleri kontrol altına almak, şoklara karşı finansal sistemi direncini güçlendirmek ve diğer iktisat politikalarının etkinliğini arttırmak amacıyla -Türkiye'nin de aralarında bulunduğu- birçok ülke makro ihtiyati politikaların kullanımına başvurmuştur.

Bu çerçevede çalışmanın amacı, makro ihtiyati politikaların ana hatlarını ortaya koymak ve politikaların tasarlanması ve yürütülmesi sürecinde dikkat edilmesi gereken noktaları işaret etmektir. Çalışmanın girişi izleyen ikinci bölümünde makro ihtiyati politikalar, mikro ihtiyati perspektiften hareketle tanımlanmaya çalışılmıştır. Bir sonraki bölümde sistemik dışsallıklar konusu üzerinde durulmuştur. Politikaların sadece sistemik risk yaratan dışsallıklarla gerekçelendirilebileceğinin yanı sıra sistemik riskin zaman ve kesit olmak üzere iki boyutta değerlendirilmesi gerektiği vurgulanmıştır. Makro-finance risklerle mücadelede makro ihtiyati politikaların gerekliliğine dair sağlanan uzlaşının içeriğinde makro ihtiyati araçların seçimi, kalibrasyonu ve etkinliği hususunda bahsetmenin mümkün olmaması, dördüncü bölümde araçların detaylı bir şekilde incelenmesine neden olmuştur. Bu bölümde ilk olarak araçlar sistemik riskin boyutlarına ve bu boyutlarda oluşabilecek dışsallıklara göre sınıflandırılmış ve tanımlanmıştır. Sonrasında araçların kullanımını ve kullanım sıklığını etkileyen faktörler açıklanmış ve ampirik çalışmalardan hareketle araçların etkinliğine ilişkin ülke örneklerine yer verilmiştir. Son bölümde ise, makro ihtiyati politikalar ile diğer makroekonomik ve finansal politikalar arasındaki tamamlayıcılık ve çatışma ilişkilerine değinilmiştir.

2. Makro İhtiyati Politikaların Tanımı

Finansal istikrarın net bir şekilde tanımlanması, finansal sistemin istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi amacıyla uygulanabilecek politikaların belirlenebilmesinin ön koşuludur (Allen ve Wood, 2006:152). Bu doğrultuda Schinasi (2004:8) finansal istikrarı; "*finansal sistemin, hem zamanlar hem de mekanlar arasında ekonomik kaynakların etkin tahsisini gerçekleştirebilmesi, sosyal refah, ekonomik büyüme, servet birikimi gibi diğer ekonomik süreçlerin etkinliğini kolaylaştırabilmesi, finansal riskleri değerlendirebilme, fiyatlama,*

dağıtma ve yönetme gücüne sahip olması ve kendi kendini düzelten (self-corrective) mekanizmalar vasıtasıyla dış şok veya dengesizlik durumlarında dahi sahip olduğu temel fonksiyonların işlevliğini sürdürebilmesi” olarak tanımlamıştır. Küresel finansal kriz birlikte finansal sistemlerin temel fonksiyonlarındaki bozulmaların belirgin hale gelmesi yeni politika arayışlarını da beraberinde getirmiştir. Bu bağlamda makro ihtiyati politikalar, temel fonksiyonlarında bozulmalar yaşayan finansal sistemleri istikrara kavuşturma amacıyla küresel finansal kriz sonrası dönemde kullanılan başlıca politikalar olmuştur.

Makro ihtiyati politika literatürünün özellikle son yıllarda kayda değer gelişim göstermesine karşın, makro ihtiyati kavramının kökleri 1970’lerin sonlarına kadar dayanmaktadır. Makro ihtiyati terimi ilk kez 1979 yılında, gelişmekte olan ülkelere verilen kredilerdeki hızlı artışın neden olabileceği potansiyel makro-f finansal risklere çözüm amacıyla ortaya atılmıştır. Sonraki yıllarda finansal piyasalarda yaşanan gelişmelerle birlikte makro ihtiyati politikalara gösterilen ilgi de değişim göstermiştir. 1980’li yıllarda hızla artan finansal inovasyonun finansal piyasaların istikrarını tehdit eder boyutlara ulaşmasıyla yükselişe geçen makro ihtiyati yaklaşım, 1990’ların “büyük ılımlılık” (great moderation) dönemiyle birlikte inzivaya çekilmiş ve bu dönemde finansal sistemin güvenliğinin sağlanmasında mikro ihtiyati politikalara yönelinmiş-

tir. Latin Amerika ve Asya Krizleri sonrası tekrar gündeme gelen makro ihtiyati politikalar için dönüm noktası ise Crockett (2000) ve Borio (2003) çalışmaları olmuştur (Clement, 2010).

Crockett ve Borio, makro ihtiyati politika kavramını mikro ihtiyati ve makro ihtiyati yaklaşımlar arasındaki farklılıklara vurgu yaparak açıklamışlardır. Tablo 1’de de görüleceği üzere, mikro ihtiyati yaklaşım, riskin bireysel kurumların farklı davranışları sonucu meydana geldiğini ifade etmektedir. Riskin dışsal olarak ele alındığı bu durumda, kurumlar arasındaki karşılıklı bağımlılıklar (interconnectedness) ve ortak risklere maruz kalma (common exposure) ihtimalleri önemsiz görülmektedir. Bu bağlamda mikro ihtiyati yaklaşım, uygulanan politikaların finansal sistemin genelinde yaratacağı etkileri dikkate almadan sadece bireysel kurumların iflas ihtimallerini azaltmaya çalışarak yatırımcıları ve tasarruf sahiplerini korumayı amaçlamaktadır. Makro ihtiyati yaklaşım ise, riski bireysel kurumların kolektif davranışlarının bir sonucu olarak tanımlamaktadır. İçsel olarak değerlendirilen risk, kurumlar arasındaki bağlantıların gözetilmesini ve sistemin geneli için önem arz eden kurumlara ayrı bir hassasiyet gösterilmesini gerektirmektedir. Dolayısıyla izlenen politikalarda sistemik risklerin sınırlanması ve çıktı maliyetlerinden kaçınılması hedeflenmektedir (Crockett, 2000; Borio, 2003).

Tablo 1: Makro İhtiyati ve Mikro İhtiyati Yaklaşımların Karşılaştırılması

	Makro İhtiyati	Mikro İhtiyati
Ara hedefler	Sistem çapındaki finansal tehlikeleri sınırlamak	Bireysel kurumların finansal sıkıntılarını azaltmak
Nihai hedefler	Çıktı maliyetlerinden kaçınmak	Yatırımcıları ve tasarruf sahiplerini korumak
Riski tanımlama	Risk, kolektif davranışlara bağlı olarak meydana gelmektedir ve içseldir.	Risk, bireysel kurumların farklı davranışları sonucu meydana gelmektedir ve dışsaldır.
Kurumlar arasındaki bağlantılar ve ortak risklere maruz kalma	Önemli	Önemsiz
İhtiyati kontrollerin kalibrasyonu	Sistem çapındaki risk açısından; yukarıdan aşağı	Bireysel kurumların riskleri açısından; aşağıdan yukarı

Kaynak: (Borio, 2003:2)

Temelleri Crockett ve Borio'nun çalışmalarıyla ortaya konan makro ihtiyati politikaların, henüz üzerinde uzlaşımın sağlandığı bir tanımla bulunmamaktadır. Bununla birlikte, küresel finansal mimarinin tasarımından sorumlu olan kurumların (FSB, IMF ve BIS) özellikle küresel kriz sonrası dönemde makro ihtiyati politikalara olan ilgilerinin artmasıyla, ortak kabul gören bir tanımın yapılmasına ilişkin çalışmalar hız kazanmıştır. Nihayetinde Şubat 2011'deki G20 zirvesinde sunulan raporda makro ihtiyati politikalar şu şekilde tanımlanmıştır:

“Makro ihtiyati politikalar, reel ekonomi için ciddi sonuçlar yaratabilen, anahtar finansal hizmetlerin tahsisinde yaşanabilecek bozulmaları kısıtlamak amacıyla, sistemin genelindeki riski veya sistemik riski sınırlamada öncelikli olarak ihtiyati araçların kullanıldığı politikalarla; Bu politikalarla;

- *Finansal dengesizliklerin oluşumu azaltılır ve sıkıntılı dönemlerin hızını, şiddetini ve ekonomiye etkilerini kontrol altına alabilecek savunma hatları oluşturulur.*
- *Finansal sistemin genelinin işleyişine zarar verebilecek yayılma (spillover) ve bulaşma (contagion) risklerinin kaynakları olan karşılıklı bağımlılıklar, mekanizmalar, risk yoğunlaşmaları ve ortak risklere maruz kalma durumları tanımlanır ve bu sorunların üzerine gidilir.”*

Tanımda dikkat edilmesi gereken üç husus vardır. Bunlardan ilki, temel amacın sistemik veya sistemin genelindeki finansal riskin sınırlanması olduğudur. İkincisi, analizin finansal sistemin tümünü ve reel ekonomi ile olan ilişkileri kapsamıdır. Üçüncüsü de sistemik riskle mücadelede kullanılacak araç setinin öncelikli olarak ihtiyati olması gerekliliğidir. (FSB, IMF ve BIS, 2011:2)

Makro ihtiyati politikaların tanımlanmasına ilişkin açıklamalarda bulunan bir diğer uluslararası kuruluş, dünyanın önde gelen ekonomik ve finansal kuruluşlarının liderlerinden oluşan G30'dur. G30'a göre makro ihtiyati politikalar, belirli ölçütlere ve bireysel kurumlara odaklanmaktan ziyade, içsel olarak ortaya çıkan ve yayılan sistemik riskleri azaltmak ve sürekli gelişmekte olan finansal sistemin direncini arttırmak için uygun politikaları gözetmeli, değerlendirmeli ve tahsis etmelidir. Konjonktür yanlılığına ilişkin eğilimleri azalt-

mada birçok ihtiyati denetim aracına başvurulabilir ancak bu araçlar, sistemik riskin azaltılması ve finansal sistemin güçlendirilmesi gibi hedefler gözetilerek kullanılmalıdır. Finansal istikrara dair çerçeveyi oluştururken, diğer iktisat politikaları ile olan işbirliği ve koordinasyon sağlanmalı, bu politikaların da finansal istikrardan sorumlu oldukları açık bir şekilde ortaya konmalıdır (G30, 2010:20-25). Bu bağlamda makro ihtiyati politikaları, mikro ihtiyati regülasyonların ve geleneksel makroekonomik politikaların tamamlayıcısı olarak ifade etmek mümkündür (Claessens, Ghosh ve Mihet, 2014:3).

3.Makro İhtiyati Politikaların Gereçekleri: Sistemik Dışsallıklar

Mikro ihtiyati yaklaşıma göre finansal sistemin dayanıklılığı, sistem içerisindeki tüm bireysel kurumların sağlamlığına bağlıdır (Borio, 2009:33). Bu doğrultuda, uygulanan politikaların ekonominin genelinde yaratacağı etkileri dikkate almadan sadece bireysel finansal kurumların iflaslarını veya iflas ihtimallerini azaltmaya çalışarak finansal istikrar hedeflenmektedir. Buna karşın küresel finansal krizde görüldüğü üzere, finansal sistemdeki riskler bireysel kurumların risklerinin toplamından ibaret değildir. Bankalar ve diğer finansal kurumlar arasındaki karşılıklı bağlantılar reel ekonomi üzerinde olumsuz sonuçlara neden olan dışsallıklar yaratabilmektedir. Bununla birlikte bireysel kurumların istikrarını sağlama adına dayatılan standartlar, finansal sistemin ve ekonominin genelinin istikrarına zarar verebilecek kararların alınmasına neden olabilmektedir (De Nicolo, Favara ve Ratnovski, 2012:6-7). Bu bağlamda, başlıca amacı finansal sistemin genelinin istikrarını sağlamak olan makro ihtiyati politikaların odak noktasında, kolektif davranışların sonucu olan içsel nitelikteki sistemik risk bulunmaktadır (IMF, 2013b:6).

Sistemik risk büyük ölçüde çeşitlilik göstermekte ve birçok özelliği kapsamaktadır. Finansal araçlar, kurumlar, piyasalar, piyasa yapıları, finansal sistemin segmentleri, uygulanan politikalar ve toplam şoklar sistemik riskin kaynakları ve aktarıcıları olabilir (Smaga, 2014:5). Bu da literatürde sistemik riske ilişkin yapılan tanımlamaların farklılık göstermesine neden olmaktadır.

Eijffinger (2012:316) çalışmasına göre sistemik

risk, finansal sistemin işleyişine dair belirsizliğin artmasına, güven kaybının yaşanmasına ve reel ekonomi üzerinde olumsuz sonuçlara neden olan faktördür. Diğer taraftan, dengesizlik, güven bunalımı, finansal kurumların ortak risklere maruz kalmaları, reel ekonomi üzerindeki negatif etkiler, bilgi asimetripleri, geri besleme etkileri, aktif balonları, bulaşma ve negatif dışsallıklar gibi çeşitli olgular üzerinden sistemik risk tanımı yapmak da mümkündür (Bisias vd., 2012:1).

Makro ihtiyati politika oluşturma sürecinde sistemik riskleri sınıflandırmak hayati öneme sahiptir. Literatürde sistemik riski farklı boyutlarda değerlendiren çalışmalar olmakla birlikte (Nier, 2011; Tucker, Hall ve Pattani, 2013), -zaman (time) ve kesit (cross-section) olmak üzere- iki boyut üzerinden konuyu ele alan çalışmalar ağırlıktadır (Borio, 2003; De Nicolo, Favara ve Ratnovski, 2012; IMF, 2013b; Claessens, 2014; Caruana ve Cohen, 2014).

Zaman boyutundaki sistemik risk, finansal sistemdeki dengesizliklerin ve konjonktür yanlılığının zaman içerisinde oluşması sonucu ortaya çıkmaktadır (Caruana ve Cohen, 2014:17). Finansal kurumlar ve piyasalar, finansal döngünün (cycle) ani yükseliş (boom) dönemlerinde haddinden fazla risk üstlenirken, ani düşüş (bust) dönemlerinde ise riskten olabildiğince kaçmaya çalışırlar. Bu da finansal sistemi ve ekonomiyi, yükseliş ve düşüşlere karşı savunmasız hale getirmektedir (Claessen, Ghosh ve Mihet: 2013:157).

Kesit boyutundaki sistemik risk, belirli bir zamanda finansal sistem bünyesindeki sektörler ve kurumlar arasındaki karşılıklı bağlantıların, ortak risklere maruz kalmaların ve risk yoğunlaşmalarının sonucunda meydana gelmektedir (Caruana ve Cohen, 2014:17). Diğer bir ifadeyle, finansal kurumların ve ekonomik birimlerin faaliyetleri ve problemleri, finansal sistemin geneline yayılmaktadır (Claessens, Ghosh ve Mihet, 2013:157-158).

Makro ihtiyati politikalar finansal ve ekonomik döngülerin azaltılmasında ve sistemin geneli için tehlike arz eden büyük kurumların disipline edilmesinde kullanılan politikalardır. Bununla birlikte sistemik riskin sebebi olan herhangi bir faktörün çözümü, makro ihtiyati politikaların kullanımını gerektirmez. Bazı durumlarda toplam şoklar ve politika yönetiminden kaynaklanan yeter-

sizlikler de sistemik riski yaratan unsurlar olabilir. Dolayısıyla makro ihtiyati politikalar her durumda başvurulacak uygun politika araçları olmayabilirler (Lopez, Markwardt ve Savard, 2015:5). Bu bağlamda makro ihtiyati politikalar sadece -sistemik risk yaratan- dışsallıklarla gerekçelendirilebilmektedir (Claessens, 2014:5). Diğer bir ifadeyle makro ihtiyati politikalarla dışsallıkların çözümlenmesi hedeflenmektedir.

Finansal piyasalardaki dışsallıklar; stratejik bütünleşmeler (complementarities), zararına satışlar (fire sales) ve kredi çöküşleri (credit crunch) ve karşılıklı bağımlılıklardan meydana gelebilmektedir (De Nicolo, Favara ve Ratnovski, 2012:7). Bununla birlikte dışsallıklar sistemik riskin boyutlarına göre de konumlandırılabilir. “İyi” ve “kötü” zamanlarda konjonktür yanlılığına sebep olan sistemik riskin zaman boyutundaki dışsallıklar ve karşılıklı bağımlılıklardan kaynaklanan kesit boyutundaki dışsallıklar olarak kategorize etmek mümkündür. (Claessens, 2014:5-6).

Stratejik bütünleşmeler ile ilgili dışsallıklar, konjonktürün genişleme dönemlerinde finansal kurumlar ve ekonomik birimler arasındaki ilişkilerden oluşur ve birçok sebebi vardır. Bunlardan biri, finansal piyasalardaki ekonomik birimlerin benzer stratejileri izlemeleridir. Bir diğeri, ekonominin genelindeki kredi standartlarını etkileyen, ani yükseliş dönemlerindeki artan rekabettir. Eksik bilginin olduğu bir ortamda bankalar, potansiyel borçluların risklerini değerlendirirken stratejik ilişkilerine göre karar verirler. Ani yükseliş dönemlerinde, düşük kar marjlarıyla körüklenen rekabetten dolayı potansiyel borçluları değerlendirme konusunda azalan güdülerin yol açabileceği bozulmalar, ani düşüş dönemlerinde mücadele edilmesi gereken problemlere dönüşmektedir. Stratejik bütünleşmelerin diğer kaynakları ise banka yöneticilerinin teşvik yapıları ve itibari (reputational) konular ile ilgilidir (De Nicolo, Favara ve Ratnovski, 2012:8).

Zararına satış ve kredi çöküşü ile ilgili dışsallıklar, özellikle konjonktürün daralma dönemlerinde gerçekleşen genelleşmiş aktif satışlarının, aktif fiyatlarında azalmaya, finansal araçların ve yatırımcıların bilançolarında bozulmaya ve finansmanın kurumasına neden olması sonucu ortaya çıkmaktadır (Claessens, 2014:5).

Sıkıntı içerisindeki bir finansal kurumun sermayesini yeniden eski düzeye getirebilmesi, aktif daraltma politikası veya taze sermaye (fresh capital) ilavesiyle mümkündür. Sahip olunan sermayeye, taze sermaye ilavesinin daha sağlıklı bir yöntem olmasına karşın bu yöntemin içerdiği yüksek maliyetler, finansal kurumların diğer yöntem olan aktif daraltma politikasını tercih etmelerine neden olmaktadır. Bankalar yeni kredi açmayı durdurarak aktiflerini satmayı tercih ederlerse, -özellikle reel sektördeki- firmalar daha pahalı krediler bulur. Bu da kredi krizine neden olarak, yatırımları ve istihdamı azaltır ve ekonominin geneli için olumsuz sonuçlar doğurur. Diğer taraftan, eğer çok sayıda banka, kredi açmayı durdurmak yerine likit olmayan menkul kıymetlerini satarak aktif portföylerini daraltmaya çalışırlarsa, bu durum da menkul kıymet fiyatlarının keskin bir şekilde düşmesine ve zararına satışların meydana gelmesine neden olmaktadır (Hanson, Kashyap ve Stein, 2011:5-6).

Karşılıklı bağımlılıklar ile ilgili dışsallıklar, finansal ağlardan (networks) veya sistemik kurumlardan gelen şokların sistemin geneline yayılması sonucu meydana gelmektedir. Bankalar ve diğer finansal kurumların birbirlerine fazlasıyla bağlı olması, bir kurumda yaşanabilecek sıkıntıların diğer kurumlara yayılmasına yol açabilmektedir. Aktif fiyat hareketleri, interbank piyasasındaki çift taraflı bilanço ilişkileri ve reel ekonomiden gelen geri bildirimler (feedback) ise bu yayılmaların kaynağını oluşturmaktadır (De Nicolo, Favara ve Ratnovski, 2012:9).

Sistem açısından önem arz eden kurumlarda yaşanabilecek sıkıntıların veya iflasların, diğer kurumlar ve ekonominin geneli üzerinde yaratacağı yayılma etkileri daha büyüktür. Bu kurumların karmaşık yapıları, uluslararası alanda faaliyet göstermeleri ve finansal altyapının belkemiğini oluşturmalarından dolayı sıkıntı içerisine düşmelerine kayıtsız kalınmaz. Bunun farkında olan büyük kurumlarda da, kamu desteği beklentisiyle fon maliyetlerine ve risk algısına gereken hassasiyet gösterilmezken risk alma konusunda daha istekli davranılmaktadır (BOE, 2011:15).

Sistemik riskin zaman boyutunda oluşan dışsallıklar ile kesit boyutundaki dışsallıklar karşılıklı etkileşim içerisine girerek sistemik riskleri güçlendirebilmektedir. Ani yükseliş dönemleri sırasında büyük finansal kurumların hızlı bir şekilde art-

ması, konjonktür yanlılığının bulaşma riskleri ile desteklenmesi anlamına gelmektedir (Claessens, 2014:8).

4. Makro İhtiyati Araç Seti

Para politikasına ilişkin literatürde, politika sürecinde kullanılan farklı araçların rolleri üzerinde açık bir uzlaşma olduğu görülmektedir. Politika faizi para politikasının temel aracı iken, kamuoyu ile iletişim bu aracı destekleyici bir rol oynamaktadır. Buna karşın makro ihtiyati politikalara ilişkin temel bir araç tanımlamak olası değildir. Bununla birlikte makro ihtiyati politika araçlarının, çeşitli politika araçlarını da kapsayan geniş bir yelpazeye sahip olması, araç setine ilişkin sınıflandırmalarda da bir standardın oluşmamasına neden olmuştur (Galati ve Moessner, 2011:7-8).

Literatürde makro ihtiyati araçları farklı şekillerde sınıflandıran çalışmalar mevcuttur. Hanno-un (2010:8) araçları, finansal istikrarı sağlamada kullanılacak para, maliye ve ihtiyati politikaların amaçları üzerinden kategorize etmiştir. IMF (2011:22-23), zaman ve kesit boyutlarındaki sistemik riskleri gidermek amacıyla özel olarak tasarlanmış araçlar ve sistemik risk düşüncesiyle geliştirilmeyen ancak değiştirilerek makro ihtiyati araç setinin bir parçası haline getirilen araçlar olarak ikili bir gruplandırma yapmıştır. Shin (2013:51), makro ihtiyati araçlarda; bankaların kredi genişlemesini doğrudan sınırlayan aktif yönlü (asset-side) araçlar, kredi büyümesini dolaylı olarak sınırlayan ve likidite krizlerine karşı direnci arttıran pasif yönlü (liabilities-side) araçlar ve bankaların teşvik yapılarını değiştirerek kredi genişlemesini kontrol altına alan sermayeye yönelik (capital-oriented) araçlar olmak üzere üç akslı bir ayrım yapmıştır. Diğer taraftan Lopez, Markwardt ve Savardi (2015:6), zorunlu karşılıklar, konut sektörü ve bulaşma ile ilgili problemlerin çözümüne yönelik üçlü bir sınıflandırma yapmıştır. Bununla birlikte, makro ihtiyati araç setinin seçilmesinde ve kullanılmasında sistemik riskin boyutlarını ve potansiyel kaynaklarını dikkate alma gerekliliği (IMF, 2013b:19), sistemik riskin boyutlarına ve bu boyutlarda oluşabilecek dışsallıklara göre yapılan sınıflandırmaları (FSB, IMF, BIS, 2011; De Nicolo, Favara ve Ratnovski, 2012; IMF, 2013b; Claessens, Ghosh ve Mihet, 2013; Bennani vd., 2014, ESRB, 2014) daha anlamlı hale getirmektedir.

Tablo 2: Makro İhtiyati Araç Seti

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

Kaynak: Claessens, Ghosh ve Mihet (2013:163)'den uyarlanmıştır.

4.1. Sistemik Riskin Zaman Boyutuna İlişkin Araçlar

Sistemik riskin zaman boyutuna odaklanan makro ihtiyati araçların temel amacı, finansal döngünün ani yükseliş ve düşüş dönemlerinde meydana gelebilecek riskleri azaltmaktır. Bu doğrultuda genişleme dönemlerinde konjonktür yanlılığını, daralma dönemlerinde de zararına satışları ve kredi çöküşlerini azaltmak amacıyla birçok makro ihtiyati araç tanımlanmıştır. Konjonktür karşıtı sermaye tamponları (countercyclical capital buf-

fers), karşılıklar (provisioning), koruma tamponları (conservative buffers), sektörel sermaye yeterlilikleri, kaldıraç oranları, kredi-teminat oranı (loan to value -LTV-), borç-gelir oranı (debt to income -DTI-), likidite araçları, zorunlu karşılıklar ve vergilendirme bu araçların başlıcalarıdır.

Konjonktür Karşıtı Sermaye Tamponları ve Karşılıklar: Bankaların bilanço yönetimleri, doğası gereği konjonktür yanlıdır. Genişleme dönemlerinde aktif değerlerindeki artışlar; finansal kurumların sermaye tamponlarının yükselmesiyle sonuç-

lanarak kredi verme güdülerini arttırırken, daralma dönemlerinde ise kredi faaliyetlerini etkileyecek biçimde sermayenin değerinde keskin düşüşlerin yaşanmasına neden olmaktadır. Bu doğrultuda konjonktür karşıtı sermaye tamponları ve karşılıklar kredi döngülerine karşı koymada (lean against) sıklıkla başvurulmuş makro ihtiyati araçların başında gelmektedir (Shin, 2013:43-44).

Konjonktür karşıtı sermaye tamponları ve karşılıklar, birçok ülkede uygulanmaya başlanan Basel III çerçevesinin merkezinde yer almaktadır. Ülke şartlarına ve tercihlerine bağlı olarak çekirdek sermayenin (common equity) risk ağırlıklı aktiflere oranının %0 ile %2,5'i arasında değişen değerler alan konjonktür karşıtı tamponlar, aşırı kredi genişlemesinin işaret ettiği sistemik riskin oluşmaya başladığı dönemlerde biriktirilirken, risklerin gerçekleştiği dönemlerde hiçbir kısıtlama olmadan kullanılabilirler (FSB, IMF, BIS 2011:5).

Küresel kriz öncesi ilk olarak İspanya'ya kullanılmaya başlanan dinamik karşılık (dynamic provisioning) yönteminde ise, kredi portföylerindeki muhtemel kayıpların önceden tespiti ve korunması ile bankalara, daralma dönemlerinde kullanabilecekleri tamponları genişleme dönemlerinde oluşturma olanağı sağlanmaktadır (Saurina, 2009:1). Gerçekleşen kayıplardan ziyade beklenen kayıpların tahmini doğrultusunda geri ödenmemiş kredi (non-performing loan) miktarına göre hesaplanan dinamik karşılıklar, konjonktür yanlılığını azaltmaya yardımcı olmaktadır (Fernandez de Lis ve Garcia-Herrero, 2012:5-6).

Konjonktür karşıtı sermaye tamponları ve dinamik karşılıklar benzer özellikler taşımaktadır. Buna karşın aralarındaki temel fark, karşılıkların banka sermayesi olarak sayılamamasından dolayı öz sermaye karlılık oranını (return on equity) hedefleyen banka yönetimi üzerinde konjonktür karşıtı sermaye tamponlarının daha etkili olmasıdır. Bankaların öz sermayelerinin artması bilançolarının büyümesine ve aktiflerin finansmanında daha fazla borçlanılmasına yol açmakta, kredi genişlemesi sırasında borçla finanse edilen aktiflerdeki artış da, bankaların sağlamlığına zarar vermektedir. Buna karşın bankanın öz sermayesinde -ayrılan karşılıklara eşit tutarda- bir azalma, özellikle genişleme dönemlerinde bankaların bilançoları üzerindeki baskıyı hafifletmektedir (Shin, 2013:44-45).

Koruma Tamponları: Koruma tamponları, çekirdek sermayeden oluşan ve %4,5 olan asgari orana ilaveten, çekirdek sermayenin risk ağırlıklı aktiflere oranının minimum %2,5'i olarak tanımlanmıştır. Koruma tamponlarının en önemli avantajı, bankaların sermaye oranlarının kötüleşmesi sonucu minimum tampon düzeyinin altına düşüldüğünde, kar payı dağıtımları, hisse geri alımları ve prim ödemeleri gibi ihtiyari dağıtımları kısıtlayarak bankaların sermaye yapısının korunmasına yardımcı olmaktadır (BIS, 2015:6).

Sektörel Sermaye Yeterlilikleri: Sektörel sermaye yeterlilikleri, kredi piyasasının belirli kesimlerine verilen kredilerdeki risk ağırlıklarının arttırılmasıdır ve konjonktür karşıtı sermaye tamponlarını tamamlayıcı niteliktedir. Konut kredileri, teminatsız tüketici kredileri ve şirketler sektörüne verilen krediler gibi, güçlü kredi büyümesinin olduğu sektörlerde risk ağırlıkları arttırılabilmektedir. Bu da, hedeflenen sektörlerde kredi faiz oranlarını yükselterek kredi kalitesindeki bozulmalara karşı borç verenlerin dayanıklılığına katkı sağlamaktadır (IMF, 2013b:20).

Kaldıraç Oranı: Kaldıraç oranı, risk bazlı sermaye yeterliliklerini desteklemek ve bankacılık sektöründeki kaldıraçların oluşumunu sınırlamak amacıyla Basel III çerçevesi içerisinde tanımlanmış, risk bazlı olmayan bir araçtır. Çekirdek sermayenin aktifler ve bilanço dışı kalemlerin toplamından oluşan toplam risklere bölünmesiyle elde edilen ve minimum %3 olarak belirlenen oran 1 Ocak 2015'te bankalar tarafından kullanılmaya başlanmıştır (BIS, 2015:5).

Kaldıraç oranı, mikro ihtiyati bir araç olarak geliştirilmesine karşın makro ihtiyati amaçlara da hizmet etmektedir. Bu araçla bankaların genel kaldıraç düzeylerine sınırlamalar getirilerek, -özellikle genişleme dönemlerinde- konjonktür yanlılığı azaltılmakta ve bankaların sağlamlığı arttırılmaktadır (Bennani vd.,2014:22).

Kredi-Teminat Oranı ve Borç-Gelir Oranı: Sektörel dengesizliklerle mücadelede, sektörel sermaye yeterliliklerinin yanı sıra -özellikle konut sektöründe oluşabilecek risklere karşı- kredi miktarını doğrudan sınırlayan aktif temelli (asset-based) makro ihtiyati araçlar mevcuttur (Grace, Hallisey ve Woods, 2015:97-98). Bu doğrultuda LTV ve DTI'ya uygulanabilecek tavanlar (caps) borç-

luların kaldıraç oranlarını sınırlayarak finansal kurumların kredi risk yönetimlerine yardımcı olmaktadır (Claessens, Ghosh ve Mihet, 2013:165).

LTV düzenlemesi, teminatlı aktifin değerinin belirli bir yüzdesini aşan kredi miktarını kısıtlamaktadır. DTI tavanı ise, borçluların sabit gelirlerinin belirli bir yüzdesini aşan borç yükünü kısıtlamaktadır. Bu araçlar -nominal faiz oranlarının sıfır alt sınırına (zero lower bound) demir atması gibi- para politikasının manevra kabiliyetinin azaldığı durumlarda, bankaların kredi genişlemesini sınırlamaya yardımcı olmaktadır. Böylelikle, kredilerin fonlanmasında ihtiyaç duyulan çekirdek olmayan yükümlülüklerin¹ (noncore liabilities) oluşumu engellenmekte ve hızlı aktif büyümesinin doğal sonucu olan kredi standartlarındaki erozyona karşı koyulmaktadır (Shin, 2013:45).

Likidite Araçları: Küresel finansal kriz ile birlikte, likidite riskinin² sınırlanmasına yönelik çalışmalar hız kazanmıştır. Toptan (wholesale), kısa vadeli ve döviz cinsinden fonlamaların sistemin genelinde artış göstermesi sonucu ortaya çıkan savunmasızlıklara ve uyumsuzlıklara karşı birçok likidite aracı tanımlanmıştır (IMF, 2013b:21).

Likidite karşılama oranı (liquidity coverage ratio -LCR-) ve net istikrarlı fonlama oranı (net stable funding ratio -NSFR-), Basel III çerçevesi içerisinde tanımlanan likidite araçlarının başında gelmektedir. LCR, bankaların yüksek kaliteli likit aktiflerin -30 gün içerisinde gerçekleşmesi beklenen net nakit çıkışlarına bölünmesiyle elde edilmektedir. Ocak 2015'te yürürlüğe giren ve %60 olan oranın 2019 yılında kademeli bir şekilde %100'e çıkarılması planlanmaktadır. Bu araçla bankaların ipoteksiz, yüksek kaliteli aktif seviyelerini sürdürmelerine katkı sağlanması hedeflenmiştir. Diğer bir araç olan NFSR, mevcut istikrarlı fonlama tutarının, ihtiyaç duyulan istikrarlı fonlama tutarına bölünmesi suretiyle bulunmakta ve oranın en az %100 olması gerekmektedir. Böylelikle, kısa vadeli toptan fonlamaya bağımlılığın azaltılması, bi-

lanço içi ve dışı fonlama risklerinin daha sağlıklı değerlendirilmesinin teşvik edilmesi hedeflenmektedir (BIS, 2015:5).

Döviz kurlarında yaşanabilecek keskin dalgalanmaların, banka sermayeleri üzerinde yıkıcı sonuçları olabilmektedir. Bu doğrultuda bankaların net açık pozisyonlarına getirebilecek sınırlamalar ile döviz kuru riskinin kontrol altına alınmasına yardımcı olmakla birlikte genel kredi hacmi içerisinde döviz cinsinden kredilerin miktarı da azaltılmaktadır (Ostry vd., 2011:22).

Çekirdek olmayan-çekirdek fonlama oranı (non-core to core funding), kaldıraç ve diğer oranlar üzerindeki konjonktür karşıtı yeterlilikleri içeren bilanço kısıtlamaları, -özellikle konjonktürün daralma dönemlerinde- ortaya çıkan dışsallıkların ve sistemik risklerin oluşumunu azaltmak amacıyla kullanılan diğer likidite araçlarıdır. (Claessens, Ghosh ve Mihet, 2013:165). Bunların yanı sıra ülkelerin özel koşullarına uyarlanabilen likidite araçları da mevcuttur. Örneğin Kore'de makro ihtiyati istikrar vergisi uygulanmaktadır. Yeni Zelanda'da çekirdek fonlama oranı (core funding ratio -CFR-) tanımlanmıştır.

Likidite araçları, kısa vadeli, toptan ve döviz cinsinden kaynaklara olan bağımlılığı azaltmasının yanı sıra, kredi büyümesinin dizginlenmesine de katkı sağlayabilmektedir. Perakende (retail) mevduatlar gibi çekirdek fonlamalar genel itibarıyla yavaş bir şekilde büyüdüğünden kredi büyümele-ri genellikle toptan fonlamalarla finanse edilmektedir. Likidite araçlarının bu tip fonlamayı kısıtlayarak genel kredi büyümesinin yavaşlamasına katkı sağlaması mümkündür. Bu yönüyle likidite araçları, konjonktür karşıtı sermaye tamponlarının ve sektörel araçların tamamlayıcısı niteliğini taşımaktadır (IMF, 2013b:21).

Zorunlu Karşılıklar: Küresel finansal kriz sonrası uluslararası faiz oranlarındaki düşüşe bağlı olarak gerçekleşen aşırı sermaye girişleri özellikle gelişmekte olan ülkelerde finansal istikrarı tehdit eder boyutlara ulaşmıştır. Bu doğrultuda geleneksel para politikası aracı olan zorunlu karşılıklar para birimine veya yükümlülük tiplerine göre farklı değerler olarak birçok gelişmekte olan ülkede makro ihtiyati amaçlarla kullanılmıştır.

Zorunlu karşılıklar sermaye hareketlerindeki dal-

1 Repo, vadesiz borç (call loan), kısa vadeli döviz borçları gibi yükümlülükler çekirdek olmayan yükümlülükler olarak adlandırılmaktadır (Shin, 2013:34).

2 Likidite riski, bankaların olağan kaynak ve yeniden finansman (refinancing) kanallarının bozulma olasılığıdır (Grace, Hallissey ve Woods, 2015:96).

galanma sonucu oluşabilecek sistemik riskleri kontrol altına alarak finansal istikrara katkı sağlayabilmektedir. Döviz cinsinden kaynaklara erişimin kolaylaştığı ve likidite bolluğunun yaşandığı zamanlarda arttırılan zorunlu karşılıklar bankacılık sistemindeki fazla likiditeyi absorbe etmeye yardımcı olurken, sermaye hareketlerinin tersine döndüğü durumlarda ise sistemik likidite çözümlerine karşı likidite tamponu oluşturmaktadır. Böylelikle kredi ve aktif fiyat döngülerinin olumsuz etkileri azaltılmaktadır (Lim vd., 2011:14-72). Diğer taraftan finansal piyasalarda likidite darlığının yaşandığı durumlarda bankaların tabi oldukları zorunlu karşılıklara yapılan faiz ödemeleri (remunerated) aracılık maliyetlerini azaltarak kredi faizlerini düşürücü etkilere neden olmaktadır. Kredi hacminin genişlediği dönemlerde ise bu ödemeler azaltılmakta veya hiç yapılmamaktadır. Bu yönüyle zorunlu karşılıklar, sermaye hareketleri üzerinde dolaylı kontrol fonksiyonuna sahip konjonktür karşıtı bir araç niteliği taşımaktadır (Hoffmann ve Loeffler, 2014:309).

Vergilendirme: Vergi, geleneksel maliye politikası aracı olma işlevinin yanı sıra, riskli fonlamaları sınırlandırarak, aşırı aktif büyümesine neden olan sistemik dışsallıkları azaltmada kullanılabilir bir makro ihtiyati araçtır. Vergilendirme, konjonktür yanlılığını azaltmak amacıyla genişleme dönemlerinde spesifik aktif ve yükümlülüklerin üzerine uygulanabildiği gibi daralma dönemlerindeki zararına satışların önüne geçebilmek için çekirdek olmayan yükümlülüklerle de uygulanabilmektedir.

Çekirdek olmayan yükümlülüklerin düzeyi, finansal döngünün aşamasını ve finansal sistemdeki değerinden az hesaplanan (underpricing) riskin seviyesini göstermektedir. Bu doğrultuda, çekirdek olmayan yükümlülüklerin üzerine konan bir vergi, aşırı aktif büyümesine neden olan fiyatlama bozulmalarını azaltabilmektedir. Bununla birlikte ani yükseliş dönemlerinde artan çekirdek olmayan yükümlülüklerle uygulanan vergiler otomatik stabilizör niteliği de taşımaktadır. Çekirdek olmayan yükümlülüklerin vergilendirilmesi, sermaye hareketlerindeki ani duruş (sudden stop) riskine karşı ekonominin direncini arttırmaktadır. Döviz cinsinden yükümlülüklerle odaklanılmasından dolayı çekirdek olmayan yükümlülüklerinin vergilendirilmesi birçok gelişmekte olan ülkeden uygulanmaktadır (Shin, 2013:48-49).

4.2. Sistemik Riskin Kesit Boyutuna İlişkin Araçlar

Sistemik riskin kesit boyutundaki araçlar, finansal sistem içerisindeki bulaşma ve karşılıklı bağımlılıklar ile alakalı dışsallıklardan kaynaklanan yapısal riskleri kontrol altına almak amacıyla kullanılmaktadır. Bu araçlar vasıtasıyla, iflasları sistemik risklere neden olabilecek kurumların direnci arttırılmaya ve bu kurumların iflaslarından kaynaklanabilecek bulaşma etkilerinin önüne geçilmeye çalışılmaktadır (IMF, 2013b:21). Sistemik açıdan önem arz eden finansal kurumlar (systemically important financial institutions -SIFI-) için ilave sermaye yükümlülüğü (capital surcharges), sistemik risk tamponları (systemic risk buffers -SRB-) ve yapısal reformlar, kesit boyutundaki sistemik risklerle mücadelede kullanılabilir araçların başında gelmektedirler.

Sistemik Açıdan Önem Arz Eden Kuruluşlar İçin İlave Sermaye Yükümlülüğü: SIFI'ların iflasları veya sıkıntıları, finansal sistem ve reel ekonomi üzerinde ciddi olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir. Bununla birlikte, tarihsel perspektiften bakıldığında bu kurumlara yapılan müdahalelerin çoğunun, hissedarlarını ve kreditorlerini muhtemel kayıplara karşı korumak amacıyla uygulanan kurtarma planları (bail-out) olduğu görülmektedir. Kurtarma beklentileri ise, risk alma güdülerini üzerinde olumsuz etkilere neden olarak piyasa disiplini azaltmaktadır (De Nicolo, Favara, Ratnovski, 2012:10). Diğer bir ifadeyle, sistemik öneme haiz olma niteliğini kazanan finansal kurumların ahlaki zafiyet eğilimleri de artmaktadır. Bu tip risklerin azaltılması ve kurumların kayıpları absorbe etme güçlerinin arttırılması amacıyla Basel III çerçevesi içerisinde SIFI'lar için ilave sermaye yükümlülükleri tanımlanmıştır.

SIFI'lar için tanımlanan minimum standartlarda küresel (global systemically important bank -G-SIFI-) ve ulusal (domestic systemically important bank -D-SIFI-) olmak üzere ikili bir ayrıma gidilmiştir. Buna göre G-SIFI'lar için ilave sermaye yükümlülükleri, çekirdek sermayenin risk ağırlıklı aktiflere oranı %1 ile %3,5 arasında değerler almaktadır. 1 Ocak 2016'da yürürlüğe girecek oranın, 1 Ocak 2019'a kadar kademeli bir şekilde arttırılması kararlaştırılmıştır. Diğer taraftan D-SIFI'lar için tanımlanan üst limit %2'dir ve

1 Ocak 2016'dan itibaren uygulanmaya başlanacaktır. Bununla birlikte ortak kurallar ve kantitatif metodolojilerin var olduğu G-SIFI çerçevesine karşın, D-SIFI ulusal otoritelerin takdir yetkilerine bırakılmıştır ve bir kılavuz niteliği taşımaktadır (ESRB, 2014:19).

Sistemik Risk Tamponu: SRB, yapısal sistemik risklerden kaynaklanan potansiyel şoklara karşı bankacılık sisteminin ve bileşenlerinin kayıpları absorbe etme gücünü arttırmayı ve böylelikle de finansal altyapıların direncini güçlendirmeyi hedefleyen uzun vadeli ve döngüsel olmayan (non-cyclical) bir makro ihtiyati araçtır (Bennani vd., 2014:26). Makroekonomik dengesizlikler, bankacılık sektöründeki; risk yoğunlaşması, ortak risklere maruz kalma ve yüksek karşılıklı bağımlılık ve SIFI'ların varlığı SRB'lerin gerekçelerini oluşturmaktadır (ESRB, 2015:22).

Çekirdek sermayenin riskli aktiflere oranının %1'i ile %3'ü arasında bir değer alabilen SRB, sistem içerisindeki tüm kurumlara da uygulanabileceği gibi bazı kurumlara yönelik de olabilir (ESRB, 2014:19-21). Bankacılık sektörünün boyutuna veya özel borçların seviyesine göre farklı değerler alabilmesi tamponların esnekliğini arttırmaktadır. Bununla birlikte SRB, D-SIFI'lar için tanımlanan %2'lik tavan değerini yetersiz kaldığı durumlarda da uygulanabilmektedir (ESRB, 2015:4).

Yapısal Reformlar ve Diğer Araçlar: Riskli spekülatif faaliyetler üzerindeki yasal kısıtlamalar olan yapısal araçlar, finansal sektördeki karşılıklı bağımlılığı, karmaşıklığı ve risk yoğunlaşmasını sınırlamak amacıyla uygulanmaktadır (Bennani vd., 2014:25). Arttırılan sermaye tamponları ile birlikte, birçok gelişmiş ülkede devlet garantilerinden kaynaklanan risk alma teşviklerini sınırlamak amacıyla bankaların yapılarına ve faaliyetlerine kısıtlamalar getiren reformlar gerçekleştirilmiştir.

Nisan 2014'de ABD'de yürürlüğe giren ve Dodd-Frank Yasası'nın 619. Maddesi olan Volcker Kuralı ile bankaların kendi kaynaklarıyla ticari faaliyetlere girişmeleri yasaklanırken, hedge fonları ve özel sermaye fonları gibi riskli araçlara yapılabilecek yatırımlar da sınırlanmıştır. Eylül 2011'de İngiltere'de yayınlanan Vickers Raporu'na göre, mevduat bankacılığının, -türev araçlar, menkul kıymet yatırımı ve ticareti gibi- bankaların daha

fazla risk arz eden faaliyetlerinden ayrılması ve bireysel bankacılık operasyonlarının diğer faaliyetlerden bağımsız olarak farklı bir tüzel kişilik altında (ring fenced body) yapılması öngörülmüştür (Agur ve Sharma, 2013:17). Bu reformlar ile SIFI'ların kaynaklarının zimnen sübvansede edilmesinin sınırlanması ve faaliyetlerinin riskli işlemlerden korunması amacıyla bir güvenlik duvarı oluşturulması hedeflenmiştir (De Nicolo, Favara ve Ratnovski 2012:14).

Volcker Kuralı ve Vickers Raporu'nun bir benzeri olan ve Avrupa Birliği'ndeki bankacılık sektörüne ilişkin tavsiyeleri içeren Liikanen Raporunda ise, yüksek riskli hisse senedi alım satımı ve diğer ticari operasyonlar gibi işlemlerin bankaların faaliyetleri arasında önemli bir yer tutması durumunda, bu faaliyetler için ayrı yasal bir kurumun oluşturulması tavsiye edilmiştir. Bu doğrultuda 2013 yılında Almanya ve Fransa, devasa ve karmaşık bankaların faaliyetlerinin ayrışması ve düzenlenmesi ilgili yapısal reformları benimseyen ilk ülkeler olmuşlardır (Bennani vd., 2014:26-27).

Yapısal reformların yanı sıra vergilendirmenin farklı türleri ile de kesit boyutundaki riskleri azaltmak söz konusudur. Örneğin sistemik dışsallıklara odaklanan Pigocu vergiler (Pigouvian taxes) ile SIFI'ların yaratmış oldukları sistemik dışsallıkların azaltılması ve bu dışsallıkların SIFI'lar tarafından içselleştirilmesi sağlanabilmektedir (Claessens, Ghosh ve Mihet 2013:165).

4.3. Makro İhtiyati Araçların Kullanımı ve Etkinliği

Makro ihtiyati araçların kullanımı, ülkelerin yapısal ve kurumsal karakteristiklerine ve finansal piyasalarının yapısına göre farklılık göstermektedir. Sermaye piyasalarına nispeten bankacılık sektörünün daha baskın olduğu finansal piyasalarda, kurumlara yönelik araçların önemi potansiyel borçlulara yönelik araçlardan daha fazladır. Finansal piyasalardaki yoğunlaşma oranının yüksekliği araçların uygulanmasını kolaylaştırırken, kurumların mülkiyet yapıları politikalara verilecek tepkileri farklılaştırabilmektedir. Ülkelerin dışa açıklık derecelerinin yüksekliği, bankacılık sektörünün sermaye hareketlerinden kaynaklanan sistemik risklere maruz kalma ihtimalini arttırabilmekte ve finansal kurumlara mevcut düzenlemeleri atlatılmak için daha fazla manevra imkanı sağla-

maktadır. Diğer taraftan sabit kur rejiminin geçerli olduğu ülkelerde, para politikasını tamamlayıcı araç olarak kullanma olanağı ortadan kalkmaktadır (Claessens, 2014:14).

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde, makro ihtiyati araçların kullanımı ve kullanım sıklığı farklılık göstermektedir. Claessens (2014) 2000-2013 yılları arasında en az bir makro ihtiyati araç kullanan -28 gelişmekte olan ülke ve 14 gelişmiş ülke olmak üzere- 42 ülkeyi incelediği çalışmasında,

gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere göre makro ihtiyati araçlara daha fazla başvurduğu görülmektedir. Sermaye hareketlerinin neden olduğu dışsal şoklara daha fazla maruz kalma, derinliği az ve kusurlu finansal sistemlerden kaynaklanan piyasa başarısızlıkları bu durumun temel gerekçeleridir. Bununla birlikte küresel finansal kriz öncesi dönemde gelişmekte olan ülkelerde gelişmiş ülkelere göre 4 kattan daha fazla olan makro ihtiyati araçların kullanım oranı, kriz sonrasında gelişmiş ülkelerin de bu araçlara başvurmasıyla birlikte 3,3'e düşmüştür.

Tablo 3: Makro İhtiyati Araçların Genel Kullanımı (2000-2013)

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

Kaynak: (Claessens, 2014:37)

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

Kriz sonrası dönemde, birçok gelişmekte olan ülkede hızlı bir toparlanma gerçekleşmiş ve çıktı düzeyi potansiyelinin üzerine çıkmıştır. Bu doğrultuda, sıkılaştırılan para politikaları yerel ve uluslararası faiz oranlarındaki farkı yükselterek sermaye girişlerinin artmasına ve yerli paranın değerlenmesine yol açmıştır (Akıncı ve Olmstead-Rumsey, 2015:10). Döviz cinsinden borçlanmanın daha kolay hale gelmesi, bankacılık sektörlerindeki kısa vadeli döviz cinsinden yükümlülüklerin artmasına neden olmuştur (IMF, 2014:32). Bu doğrultuda gelişmekte olan ülkeler, sermaye hareketlerinden kaynaklanan sistemik risklerin çözümüne odaklanan araçlara yönelmiştir. Tablo 3'ten de görüleceği üzere döviz cinsinden kredileri sınırlayan likidite araçları ve zorunlu karşılıklar bu ülkelerde kullanılan başlıca araçlar olmuştur. Finansal piyasaların derinliğinin fazla olduğu gelişmiş ülkeler-

de ise LTV ve DTI tavanları, finansal kurumların kaldıraçlarındaki aşırılığı azaltmak amacıyla diğer araçlara nispeten daha çok tercih edilmiştir (Claessens, 2014:15).

Akıncı ve Olmstead-Rumsey (2015), küresel finansal kriz öncesi döneme göre kullanımı ciddi ölçüde artan makro ihtiyati araçlar arasında, konut piyasasına ilişkin araçların diğer araçlara göre daha fazla kullanıldığı sonucuna ulaşmışlardır. Bununla birlikte gelişmekte olan ülkelerde genel kredi koşullarını hedefleyen araçlara, gelişmiş ülkelerde ise konut sektöründeki sistemik risklere odaklanan araçlara daha fazla başvurulduğunu ifade etmektedirler. Öte yandan Cerutti vd. (2015), makro ihtiyati politika uygulayıcısı olan ülkelerin neredeyse tamamının bankalar arasındaki karşılıklı bağımlılıklardan kaynaklanan sistemik risk-

leri azaltacak araçları kullandıklarını tespit etmişlerdir.

Makro ihtiyati araçların kullanımındaki kayda değer artışa rağmen, literatürde araçların etkinliğini analiz eden ampirik çalışmalar sınırlı sayıdadır. Bu problemin temel gerekçeleri, makro ihtiyati politikaların makroekonomik ve finansal değişkenler üzerindeki etkilerinin tanımlanmasındaki güçlükler ve ampirik testlerin yürütülmesinde ihtiyaç duyulan verilerin yetersizliğidir. Buna karşın literatürdeki eksikliği gidermeye yönelik birçok çalışma yapılmıştır (Galati ve Moessner, 2014:12-13).

Makro ihtiyati araçların etkinliğini analiz eden çalışmalarda, makro ihtiyati politikaların genel itibari ile kredi hacmi ve konut fiyatları üzerinde önemli etkileri olduğu görülmektedir. Lim vd. (2011), 49 ülkeli panel veri analizi ile makro ihtiyati araçların, kredi büyümesindeki konjonktür yanlılığının azaltılmasına ve finansal kurumların ve piyasaların maruz kalabilecekleri ortak risklerin sınırlandırılmasına yardımcı olduğunu tespit etmişlerdir. Dell'Arriccia vd. (2012), makro ihtiyati politikaların genel kredi hacmindeki ani yükselişleri kontrol altına almaya ve ani düşüşlerin olumsuz sonuçlarını azaltmaya katkı sağladığı sonucuna ulaşmışlardır. Tovar, Garica-Escribano ve Martin (2012), -başta zorunlu karşılıklar olmak üzere- makro ihtiyati araçların özel banka kredilerinin büyüme oranı üzerindeki etkilerini 6 Latin Amerika ülkesini ele alarak panel veri analizi ve vektör otoregresyon (VAR) yöntemi ile incelemişlerdir. Buna göre, makro ihtiyati araçların özel banka kredileri hacmi üzerinde azaltıcı fakat geçici etkileri bulunmaktadır. Bununla birlikte makro ihtiyati araçlar para politikasını tamamlayıcı role sahiptir.

Kuttner ve Shim (2013), 57 ülkeli panel veri analizi vasıtasıyla 30 yıldan fazla bir zaman dilimini baz alarak, konut fiyatlarında ve konut kredilerindeki dalgalanmaları azaltmaya yardımcı olan-makro ihtiyati araçları da içeren- 9 politika aracının etkinliğini incelemişlerdir. Buna göre konutlarla ilgili vergilerin, konut sektörünün maruz kalabileceği riskleri sınırlayıcı araçların, LTV ve DTI tavanlarındaki değişikliklerin konut kredilerinin büyümesini sınırlayıcı etkileri mevcuttur. Bununla birlikte konut fiyatlarının değerlendirilmesinde konutlarla ilgili vergilerin gözle görülebilir etkileri bulunmaktadır. Wang ve Son (2013), 2000-2010 dönemini baz alarak 171 bankanın ve

rileri ile Çin'de uygulanan makro ihtiyati politikaların sistemik riski kontrol altına almadaki etkinliğini sabit etkili panel (panel fixed-effects) modeli kullanarak analiz etmişlerdir. Çalışmada makro ihtiyati araçların kullanışlı fakat mevcut ekonomik ve finansal çevrede sistemik riske karşı garantili bir koruma sağlamadığı sonucuna ulaşılmıştır. Yine de iyi hedeflenmiş makro ihtiyati politikaların farklı büyüklükteki ve farklı gelişmişlik düzeyinde faaliyet gösteren bankalardaki sistemik riski sınırlama hususunda ciddi potansiyelinin olduğu ifade edilmiştir.

Claessens vd. (2014), 2000-2010 dönemini ele alan 48 ülkeli panel çalışmalarında DTI ve LTV tavanları ve döviz cinsinden kredilere ve genel kredi hacmine getirilen sınırlamaların aktif büyümesini azaltıcı etkiler yaptığı sonucuna ulaşmışlardır. Zhang ve Zoli (2014), 2000 yılından itibaren, 46 ülkede kullanılan makro ihtiyati araçların etkilerini panel analizi vasıtasıyla incelemişlerdir. Buna göre, -döviz cinsinden kredilere ilişkin araçlar, konut vergileri ve LTV tavanı başta olmak üzere- makro ihtiyati araçlar, konut fiyatlarındaki artış, kredi büyümesini ve bankaların kaldıraçlarını kontrol altına almada etkindir.

Cerutti vd. (2015), 2000-2013 dönemini ele alan 119 ülkeli panel veri analizi yöntemi ile makro ihtiyati politikaların finansal döngüleri azaltmadaki etkinliğini incelemişler ve politikaların -konjonktürün daralma dönemlerinde fazla olmamakla birlikte- finansal döngülerin yönetilmesine önemli katkılar sağladığı sonucuna ulaşmışlardır. Akıncı ve Olmstead-Rumsey (2015), makro ihtiyati politikaların banka kredilerindeki büyümeyi ve konut fiyat enflasyonunu kontrol almadaki etkinliğini 2000-2013 dönemi için 57 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin verileri ile genelleştirilmiş momentler yöntemini (GMM) kullanarak dinamik panel veri analizi vasıtasıyla incelemişlerdir. Çalışmada, LTV tavanları ve konut sektörü ile alakalı diğer araçlarla birlikte uygulanan sermaye yeterliliklerinin banka kredilerindeki büyümeyi sınırlamada başarılı olduğunu bulmuşlardır. Bunun yanı sıra konut fiyat enflasyonu ve konut kredilerindeki büyümeyi kısıtlamada sadece konut sektörü ile alakalı makro ihtiyati araçların etkili olduğunu tespit etmişlerdir. Lee vd. (2015), 10 Asya ülkesinde uygulanan makro ihtiyati politikaların kredi ve kaldıraç büyümesini ve konut fiyatlarındaki değerlendirilmeyi kontrol altına almadaki etkinliği-

ni kalitatif VAR (Qual-VAR) modeli aracılığıyla analiz etmişlerdir. Çalışmada, makro ihtiyati politikaların Asya'daki finansal istikrara katkı sağladığı, bununla birlikte farklı türdeki makroekonomik risklere karşı uygulanan farklı makro ihtiyati politikaların daha etkin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Klingelhöfer ve Sun (2015), yapısal VAR modeli kullanarak -başta zorunlu karşılıklar olmak üzere- Çin'de uygulanan makro ihtiyati politika inovasyonlarının toplam kredi hacmi üzerindeki etkilerini analiz etmişler ve bu araçların kredilerdeki düzensiz yükselişleri kontrol altına almada başarılı sonuçlar verdiğini tespit etmişlerdir.

Literatürde, farklı türdeki sistemik riskler karşısında kullanılan spesifik araçların etkinliğini analiz eden çalışmaların da bulunduğu görülmektedir. Jimenez vd. (2012), 1999-2010 dönemini ele aldıkları çalışmalarında, İspanya'da kullanılan dinamik karşılık yönteminin, kredi arzı yaratma ve konjonktür karşısı sermaye tamponu oluşturma hususunda bankaların konjonktür yanlı eğilimlerini azalttığı ve dinamik karşılıkların firma düzeyinde net reel pozitif etkiler yarattığı sonucuna ulaşımlardır. Vandenbussche, Vogel ve Detragiache (2012), 16 Orta ve Doğu Avrupa ülkesinde 2000-2011 döneminde kredi ve konut piyasasındaki finansal döngüleri kontrol altına almak amacıyla uygulanan ihtiyati araçların etkilerini panel analizi yöntemiyle incelemişlerdir. Çalışmaya göre, standart zorunlu karşılıkların konut fiyat enflasyonu üzerinde etkili olmadığı, diğer taraftan makro ihtiyati nitelikteki marjinal zorunlu karşılıkların (marginal reserve requirements) kredi büyümesinde veya döviz kaynaklarındaki aşırılıkları kontrol almada başarılı sonuçlar verdiği tespit edilmiştir. Cordella vd. (2014), 1970-2011 dönemi için 52 ülkenin verilerini kullanarak oluşturdukları stilize olgular aracılığıyla konjonktür karşısı bir makro ihtiyati araç olarak zorunlu karşılıkların etkinliğini analiz etmişlerdir. Çalışmaya göre, faiz oranlarının döviz kuru üzerindeki etkilerinin öncelikli olduğu durumlarda kullanılan zorunlu karşılıkların, sermaye girişlerine bağlı sistemik risklerin azaltılmasına katkı sağladığı görülmektedir. Wong, Ho ve Tsong'un (2015), 13 ülkeli panel veri analizi ile LTV politikasının etkinliği üzerine yapmış oldukları çalışmada, konut fiyatlarındaki bir düşüş karşısında LTV tavanı uygulamayan ülkelerde, konut kredilerinin ödenme oranının LTV tavanı uygulayan ülkelere göre daha fazla olduğunu tespit etmişlerdir.

Makro ihtiyati politikaların etkinliğine ilişkin ampirik çalışmaların önemli bir kısmı, makro ihtiyati araçların sermaye hareketleri üzerindeki etkilerine odaklanmıştır. Bruno ve Shin (2013), Kore'de 2010 yılından itibaren uygulanmaya başlanan makro ihtiyati politikaların, sermaye hareketlerinin duyarlılığına olan etkilerini 48 ülkeli panel veri analizi vasıtasıyla incelemişlerdir. Çalışmaya göre, Kore'de -diğer ülkelere nazaran- sermaye hareketlerinin küresel koşullara duyarlılığı makro ihtiyati politikaların tanımlanmasından sonra azalmıştır. Huh ve An (2014), Kore'de kullanılan makro ihtiyati araçların, borç girişlerinin hacmini azaltmada veya bileşimini değiştirmedeki etkilerini VAR yöntemi ile analiz etmişler ve döviz sınırlamalarının borç girişlerini azaltmada etkili olduğu sonucuna ulaşımlardır. Choi (2014), Kore'de sınır ötesi bankacılık akımlarındaki dalgalanmayı azaltmak ve kısa vadeli döviz borçlanmasını caydırmak amacıyla bankaların döviz cinsinden türev pozisyonlarındaki kaldıraçların sınırlandırılması ve bankaların mevduat dışı döviz yükümlülüklerinin vergilendirilmesi şeklinde uygulanan makro ihtiyati araçların etkinliğini 2003-2011 dönemi için Bayesyen VAR yöntemi ile analiz etmiştir. Ampirik sonuçlara göre, her iki araç da bankaların döviz yükümlülüklerinin vade yapısını uzatarak bankacılık sisteminin direncini artırıcı katkılar yapmıştır. Beirne ve Friedrich (2014), 1999-2009 dönemini baz alarak 139 ülkenin verileri ile gerçekleştirdikleri panel veri analizinde, 8 farklı makro ihtiyati aracın sınır ötesi banka akımları üzerindeki etkilerini incelemişler ve makro ihtiyati araçların sermaye girişleri üzerinde sınırlı etkileri olduğunu tespit etmişlerdir. Bruno, Shim ve Shin (2015), 12 Asya-Pasifik ülkesindeki makro ihtiyati politika ve sermaye akımları yönetimi (capital flow management) politikaları arasındaki ilişkiyi panel regresyon yöntemi aracılığıyla incelemişlerdir. Çalışmaya göre bankacılık sektörü ve tahvil piyasasına ilişkin sermaye akımları yönetimi politikaları banka ve tahvil girişlerini yavaşlatmada etkindir. 2004-2013 döneminde para politikası, bankacılık giriş kontrolleri ve makro ihtiyati politikalar arasında tamamlayıcılık ilişkisi mevcuttur. Bunun yanı sıra makro ihtiyati politikalar parasal genişlemeye nispeten parasal sıkılaştırmanın olduğu durumlarda para politikasını tamamlamada daha başarılıdırlar.

Türkiye'de sermaye hareketlerine bağlı makro-finansal riskleri kontrol altına almak amacıyla

2010 yılının son çeyreğinden itibaren asimetrik faiz koridoru³, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizması⁴ (ROM) gibi makro ihtiyati araçlar kullanılmaya başlanmıştır. Mevcut araçların etkinliğini analiz eden ampirik çalışmalar, genel itibari ile araçların finansal istikrara katkı sağladığını işaret etmektedir. Binici vd. (2013), basit VAR ve dinamik panel modeli ile kredi-mevduat faiz farkının faiz koridoru ile olan etkileşimini analiz etmişlerdir. Buna göre, asimetrik faiz koridoru, likidite politikaları ile birlikte uygulandığında, banka kredileri ve mevduat faizleri üzerinde etkilidir. Dolayısıyla gerektiğinde kredi-mevduat faiz farkını etkileyebilecek makro ihtiyati bir araç olarak kullanılabilir potansiyeli taşımaktadır. Oduncu vd. (2013), genelleştirilmiş otoregresif koşullu değişen varyans modeli (GARCH) vasıtasıyla ROM'un -sermaye hareketlerindeki büyük hacimli değişikliklere rağmen- döviz kuru üzerindeki değer kazanma/değer kaybetme baskılarını kontrol altına almada başarılı olduğu ve böylelikle fiyat istikrarı ve finansal istikrara katkı sağladığı sonucuna ulaşmışlardır. Aysan vd. (2014), Bruno ve Shin'in (2013) metodolojisini kullanarak gerçekleştirdikleri 46 ülkeli panel analizinde, makro ihtiyati politikaların kullanılmasından sonra Türkiye'nin -diğer ekonomilere nazaran- sermaye hareketlerine karşı duyarlılığının azaldığını tespit etmişlerdir. Şahin, Doğan ve Berument (2015), sistemik riski arttıran sermaye hareketlerindeki aşırılıklarla mücadelede ROM'un etkinliğini, 1992-2013 dönemini baz alarak etkileşimli vektör otoregresyon (IVAR) analizi ile test etmişlerdir. Çalışmaya göre, ROM'un tanımlanması ve artan kullanımı, sermaye hareketlerindeki dalgalanmaları sınırlamasının yanı sıra sermaye hareketlerinin faiz oranı ve döviz kuru üzerindeki etkilerini de azaltmaktadır.

3 Asimetrik faiz koridoru, merkez bankasının borç alma (taban değer) ve borç verme (tavan değer) faiz oranları arasındaki banttır. Koridorun genişliğinin artırılması, kısa vadeli kazançlara ilişkin belirsizlik yaratarak sermaye girişlerini caydırıcı etki-ler yapabilmektedir. (Aysan, vd. 2014:10).

4 Rezerv opsiyon mekanizması, bankaların Türk Lirası zorunlu karşılıklarının belirli bir yüzdesinin yabancı para ve altın cinsinden tesis edebilmelerine olanak sağlayan bir uygulamadır. Mekanizma ile sermaye hareketlerindeki değişmelere bağlı olarak döviz arz ve talebinde meydana gelebilecek dengesizlikler azaltılması hedeflenmektedir (Oduncu vd., 2013:1-2).

5. Makro İhtiyati Politikaların Diğer Politikalarla İlişkileri

Makro ihtiyati politikalar, fiyat istikrarına ve finansal istikrara ulaşmada kullanılan tek politika değildir. Fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlamak için para politikasına, maliye politikasına ve mikro ihtiyati politikalara da sıklıkla başvurulmaktadır. Bununla birlikte makro ihtiyati politikalar, bu politikalarla etkileşim içerisinde. Bazı makro ihtiyati politikaların gerekçesi, diğer politikalarından kaynaklanan bozulmaları gidermek olabilir gibi, kimi zaman da makro ihtiyati politikalar sonucu ortaya çıkan yayılma etkilerinin önüne geçebilmek için diğer politikalara gereksinim duyulabilmektedir (Claessens, 2014:8). Diğer bir ifadeyle makro ihtiyati politikalar ile diğer makroekonomik ve finansal politikalar arasında tamamlayıcılık ve çatışma ilişkileri söz konusudur.

5.1. Para Politikası

Küresel finansal kriz öncesi dönemde, para ve finansal istikrar politikaları arasında tam anlamıyla bir dikotomi söz konusuydu. Bu doğrultuda, para politikası araçları ile enflasyon ve çıktı düzeyine, ihtiyati düzenlemeler ve denetimlerle de finansal istikrarın sağlanmasına odaklanılmıştı. Para politikası otoriteleri, -finansal piyasa dengesizlikleri ve aktif fiyat balonlarına karşı reaktif bir tutum izlenmesi ve müdahalenin ancak balonun patlamasından sonra yapılması gerektiğine inanılan- A. Greenspan önderliğindeki hakim görüşün etkisi altındaydı (Mishkin, 2011:17). Konjonktürel dalgalanmaların en önemli sebeplerinden aktif fiyat balonları ve kredi büyümesi gibi finansal friksiyonlar ile mücadelede para politikasına herhangi bir görev atanmamıştı.

Küresel finansal krizle birlikte fiyat istikrarının, finansal istikrar için gerekli ama yeterli olmadığı ortaya çıkmış (Schoenmaker ve Wierds, 2011:9) ve para politikasının, faiz aracını kullanarak aktif fiyat balonlarına proaktif tepkiler vermesi gerektiğini savunan BIS görüşü (lean against the wind) akademik literatürde ağırlık kazanmıştır (Galati ve Moessner, 2011: 23). Bu görüşün savunucularına göre, sadece ihtiyati politikalarla sistemik risklerin oluşumu kontrol altına alınamaz. Uzun vadeli fiyat istikrarı hedefi ile tutarlı bir biçimde arttırılacak faiz oranları ile kredi genişlemesinin ekonomi üzerindeki maliyetlerini sınırlamak mümkündür

(Dunstan, 2014:22). Diğer taraftan bazı iktisatçılar ise, aktif fiyat balonlarına karşı para politikasını kullanmanın bir hata olduğunu iddia etmişlerdir. Blanchard vd. (2010:208-209) göre, sadece politika faizini kullanarak ekonomik faaliyetler üzerinde olumsuz etkilere yol açmadan aşırı risk alma davranışları, kaldıraçlar ve aktif fiyat balonları ile mücadele etmek neredeyse imkansızdır. Para politikası kuralında değişiklikler yapmaktan ziyade politika sürecinde makro ihtiyati araçların hesaba katılması gerekmektedir.

Gelişen literatürle birlikte, finansal dengesizliklerle mücadelede para ve makro ihtiyati politikaların konumları da giderek netleşmiştir. Finansal istikrara ulaşma sürecinde, makro ihtiyati politikaların para politikasının ikamesi değil tamamlayıcısı olduğu daha belirginleşmiş ve birçok iktisatçı bu konuda uzlaşmaya varmıştır (Mishkin 2011; Borio 2011; Blanchard vd. 2013; Claessens 2014; Smets 2014). Buna karşın uzlaşma, yeni bir tartışmayı da beraberinde getirmiştir.

Para politikası temelde fiyat istikrarını, makro ihtiyati politika ise finansal istikrarı hedeflemektedir. Bu iki politika arasındaki -yan etkilere bağlı

olarak şekillenen- karşılıklı etkileşim, her bir politikanın hedefine ulaşmadaki etkinliğini artırıcı ya da azaltıcı olabilmektedir (IMF, 2013a:3). Örneğin kriz ortamında merkez bankası tarafından uygulanan likidite politikaları ile bankacılık sektörünün çöküşü engellenebilir. Buna karşın likidite politikaları bankaların yeniden yapılanma yönündeki teşvikleri azaltır, geri ödenmemiş kredileri ve denetim “hoşgörüsünü” (forbearance) arttırır. Benzer şekilde finansal istikrar hedefiyle uygulanan makro ihtiyati politikalar da bir veya birçok sektördeki borçlanmayı ve harcamaları kısıtlayarak genel çıktı düzeyini olumsuz etkileyebilir. Teoride iyi tasarlanmış bir politika diğer politikanın yan etkilerini dengeleyebilir ancak pratikte bunu uygulamak çok da kolay değildir. Dolayısıyla politikalar arasındaki koordinasyon hayati bir öneme sahiptir (Smets, 2014: 265-266).

Politikalara ilişkin karar sürecinde, her bir politika nihai hedefine odaklanırken diğer politika hedefini de hesaba katmak zorundadır. Politikalar arasındaki ilişkilerin karmaşıklaştığı durumlarda koordinasyonun derecesinin artırılması önem kazanmaktadır. Koordinasyonun derecesi de, kısmen ekonomik ve finansal döngüler arasındaki etkileşime bağlı olarak şekillenmektedir.

Tablo 4: Para Politikası ve Makro İhtiyati Politika Arasındaki Muhtemel Çatışma Durumları

	Hedefin üzerinde enflasyon	Hedefe yakın enflasyon	Hedefin altında enflasyon
Finansal coşku (Genişleme)	Tamamlayıcı	Bağımsız	Çatışma
Dengesizlik yok	Bağımsız	Bağımsız	Bağımsız
Finansal deflasyon (Daralma)	Çatışma	Bağımsız	Tamamlayıcı

Kaynak: (Beau, Clerc ve Mojon, 2012:10)

Ekonomik ve finansal koşullar arasında bir uyum söz konusu olduğunda, politikalar birbirlerinin tamamlayıcısı olabilmektedir. Örneğin, artan enflasyonist baskılara karşı uygulanan sıkı para politikası finansal coşkuyu dizginlemeye yardımcı olurken, finansal genişleme tehlikesine karşı kullanılan makro ihtiyati araçlar da enflasyonist baskıların frenlenmesine katkı sağlamaktadır. Dolayısıyla böyle durumlarda iki politika da tamamıyla kendi amaçlarına odaklanmakta ve koordinasyona duyulan gereksinim azalmaktadır (Dunstan, 2014:22).

Ekonomik ve finansal koşullar arasındaki uyumsuzluk durumlarında ise politikalar arasındaki amaçların özenle dengelenmesi gerekmektedir.

Tablo 4’ün sağ üst tarafında görüldüğü üzere, finansal coşkunun var olduğu ve aynı zamanda enflasyonun hedeflenen düzeyin altında seyrettiği bir durumda, politikalar arasında çıkar çatışmasının (conflict of interest) yaşanması kuvvetle muhtemeldir. Para politikası otoriteleri, deflasyon riskine karşı faiz oranlarını düşürmeyi tercih edebilir. Buna karşın düşük faizler, bankaların çeşitli kanallar vasıtasıyla daha fazla risk almalarını teşvik edebilir. Bu da aktif fiyatları ve kredilerdeki artış şiddetlendirerek finansal istikrar hedefinden uzaklaşılması ile sonuçlanabilir (Beau, Clerc ve Mojon, 2012:8).

Kusursuz işleyen politikalar diğer politikanın yü-

rütülmesinde ilave bozulmalara neden olmaz ve büyük değişimler gerektirmez. Buna karşın “gerçek dünyada” politikalar kusursuz işlemez ve birçok kısıtla karşı karşıyadır (IMF, 2013a:4-5). Her bir politikanın yürütülmesi, diğerinin zayıflıklarına uyumu gerektirmektedir (Claessens, 2014:9). Örneğin kredilerin büyük bölümünün düzenleyici alanın dışında verildiği bir ortamda makro ihtiyati araçlar etkinliğini kaybedebilir. Böyle durumlarda para politikasının sıkılaştırılması -makro ihtiyati müdahaleleri atlatanları da kapsayacak şekilde- tüm borçluların kredi maliyetlerini arttırarak finansal istikrarın sağlanmasına yardımcı olabilir (Dunstan, 2014: 23).

Benzer şekilde para politikasının kısıtlarla karşılaştığı durumlarda makro ihtiyati politikalara olan talep artmaktadır. Örneğin, yurt içi faizlerin görece yüksekliği sermaye girişlerini tetikleyerek kredi büyümesini yönlendirmekte, bu da vade ve kur uyumsuzluklarını arttırmaktadır. Küresel finansal kriz sonrası dönemde gelişmiş ülkelerin uygulamış oldukları düşük faiz politikasından dolayı sabit döviz kuru ve türevlerini uygulayan birçok küçük ve dışa açık ekonomi bu açmazın içine düşmüştür. Bu doğrultuda, para politikası ile sermaye hareketleri arasındaki etkileşimin neden olduğu finansal dengesizlikler ile mücadelede makro ihtiyati araçlara sıklıkla başvurulmuştur (IMF, 2013a:17-18).

5.2. Maliye Politikası

Makroekonomik istikrarı sağlama, kaynakları tahsis etme ve geliri yeniden dağıtma gibi fonksiyonlara sahip olan maliye politikasının finansal istikrar açısından önemli sonuçları bulunmaktadır. Çıktının bileşimini etkileyen makroekonomik dengesizlikler ve bozulmalar genellikle sistemik risklerin yönlendiricisi olabilmektedir. Diğer taraftan kalıcı cari açıklar ve kamu borç seviyesinin yüksekliği finansal sektörün savunmasızlığının artmasına yol açmaktadır (Bennani vd., 2014:11). Dolayısıyla kamu borcunun güvenliğini sağlamada ve finansal sistem ile kamu borcu arasındaki olumsuz geri besleme etkilerini sınırlamada ihtiyati maliye politikası hayati bir role sahiptir (IMF, 2013b:10).

Vergi politikaları kimi zaman makro ihtiyati politikaların tamamlayıcısı olabildiği gibi kimi zaman da politikalar arasında çatışmalar yaşanabilmektedir. Konjonktürün genişleme dönemlerinde

uygulanan damga vergileri, işlem vergileri, gayrimenkul ve sermayeye ilişkin vergiler, spekülatif işlemleri caydırıcı niteliğe sahiptir. Konut sektörü ile alakalı vergiler gayrimenkul fiyatlarının aşırı değerlenmesini sınırlayıcı etkiler yapabilmektedir. Daralma dönemlerinde gayrimenkul sektöründeki keskin fiyat düşüşlerinin önüne geçilebilmesi amacıyla vergilerin gevşetmesine (tax relief) ve sübvansiyonlara sıklıkla başvurulmaktadır (ESRB, 2014:57). Bununla birlikte vergilendirme vasıtasıyla ekonomik birimlerin davranışlarını etkilemek ve belirli risklere maruz kalmalarını sınırlamak mümkündür (Basto, 2013:83). Finansal kurumlara sistemik riskteki payları oranında uygulanan Pigocu vergiler, sistemik dışsallıkların kontrol altına alınabilmesinde doğrudan etkili olabilmektedir (Noyer, 2014:11).

Kaldıraç düzeyinin artışı teşvik eden vergi politikaları ise sistemik riske katkı sağlayarak makro ihtiyati politikalar ile çatışmaların yaşanmasına neden olabilmektedir. Şirketlerin vergi sistemleri genel olarak özkaynak finansmanından ziyade borçla finansmanı teşvik etmektedir. Çünkü vergilendirilmiş karlar hesaplanırken faiz ödemeleri vergiden düşülebilir (tax deductible) iken özkaynak finansmanında bu mümkün değildir. Bu da şirketler nezdinde borca karşı bir önyargı (debt bias) oluşmasına ve kaldıraç seviyelerinin artmasına neden olmaktadır. Makro ihtiyati otoriteler ise bunun tam karşısı bir tutum içerisinde oldukları ve vergi avantajının özkaynak finansmanı lehine olması gerektiğini savunmaktadırlar (Jeanne ve Korinek, 2014:168). Diğer taraftan konut kredilerinin faizlerine uygulanan gevşek vergi politikaları hane halklarının daha fazla borçlanmasını teşvik etmektedir. Artan hane halkı borcu da finansal sistemdeki aktarım mekanizmalarının işleyişini bozmaktadır (IMF, 2013b:11).

Maliye politikası otoritelerinin, makro ihtiyati araçların seçilmesinde ve atanmasında yetkili olmadığı gibi, makro ihtiyati otoriteler de maliye politikasının kontrolüne sahip değildirler. Buna karşın iki politikanın da birbirini yakından takip etmesi ve koordineli biçimde çalışması gerekmektedir. Maliye politikası yapımcıları makroekonomik risklerin ve dengesizliklerin altında yatan sebeplerin analiz edilmesi, sistemik sonuçlarının belirlenmesi ve etkin müdahalelerin yapılması hususlarında makro ihtiyati politika yapımcılarına danışmalıdır (IMF, 2013b:11). Diğer taraftan makro ihtiyati

ti otoriteler de vergi politikalarının finansal istikrar üzerindeki etkilerini doğru şekilde değerlendirebilmelidir (G30, 2010:66).

5.3. Mikro İhtiyati Politikalar

Mikro ihtiyati politikalar finansal sistemin bünyesindeki karşılıklı bağımlılıklar ve içsel risklerden ziyade bireysel kurumların sağlamlığına ve dışsal risklere odaklanmakta ve böylelikle de finansal istikrara katkı sağlamaktadır. Bununla birlikte bireysel kurumların sağlamlığı, finansal istikrar için gerekli fakat yeterli koşul değildir. Sistemin genelini güvenliği sağlamada mikro ihtiyati denetim ve gözetimlerin makro ihtiyati politikalarla desteklenmesi gerekmektedir. Sistemik riskin makro ihtiyati politikalarla kontrol altına alınması, bireysel kurumların daha istikrarlı bir yapıya bürünmelerine yardımcı olmakta bu da mikro ihtiyati otoritelerin işini kolaylaştırmaktadır. Diğer bir ifadeyle politikalar arasındaki tamamlayıcılık ilişkisinin varlığı iki politikanın da birbirini kuvvetlendirmesine neden olmaktadır. Politika yetkilerinin ve araçlarının açık bir şekilde tanımlanması, bilgi paylaşımı, riskin birlikte analiz edilmesi, otoriteler arasındaki koordinasyonu güçlendirerek tamamlayıcılık ilişkisinden elde edilebilecek kazanımları arttırmaktadır (Osinski, Seal ve Hoogduin, 2013:6-21).

Tamamlayıcılık ilişkisinin sağlıklı bir şekilde yürütülmeye çalışıldığı durumlarda dahi politikalar arasında gerilimlerin yaşanması muhtemeldir. Amaç ve kalibrasyon boyutundaki farklılaşmalara karşın araç setlerindeki benzerlikler ve aynı araçların farklı iki otorite tarafından farklı amaçlarla kullanılması, politikalar arasında çatışma riskini ortaya çıkarmaktadır. Bununla birlikte konjonktürün dönemleri, çatışma ihtimallerinin belirleyicisi olmaktadır. Çatışmaların meydana gelme olasılığı, bireysel kurumların kaldıraç oranlarının yükseldiği ve sistemik riskin arttığı genişleme dönemlerinden ziyade daralma dönemlerinde daha fazladır (Angelini, Nicoletti-Altamari ve Visco, 2012:19).

Mikro ihtiyati politikalar konjonktürün daralma dönemlerinde bireysel kurumların sermaye yeterliliklerini istikrara kavuşturmayı ve potansiyel kayıpları absorbe etme güçlerini arttırmayı hedeflemektedir. Bu doğrultuda mikro ihtiyati otoriteler, koruma tamponları vasıtasıyla kar payı dağıtımına kısıtlamalar getirilmesi, sermaye yükümlülük-

lerinin daha agresif şekilde artırılması ve aktif satışları ile kaldıraç oranlarının düşürülmesi gibi seçeneklere başvurabilir. Diğer taraftan makro ihtiyati otoriteler bu tip uygulamaların neden olabileceği zarara satış etkisi ve kredi krizi tehlikesinden dolayı daha temkinli bir tutum içerisinde. Bireysel kurumların direncini arttıran fakat sistemin genelini istikrarına zarar verebilecek uygulamalar yerine düzenleyici standartların gevşetilmesi ve sermaye tamponlarının kullanılması makro ihtiyati otoritelerce tercih edilen seçeneklerdir (Osinski, Seal ve Hoogduin, 2013:14).

Politikalar arasındaki çatışmaların çözümüne yönelik çalışmalar halen sürmektedir (Claessens, 2014:11). Bu doğrultuda konjonktürün genişleme dönemlerinde tamponların yeterli seviyelere getirilmesi, iyi tasarlanmış ihtiyati müdahaleler ve kurumsal mekanizmaların oluşturulması gerilimi azaltmak amacıyla getirilen çözüm önerilerinden bazılarıdır (IMF, 2013b:14).

6. Sonuç

Küresel finansal kriz, geleneksel politikaların makro-finance risklerle mücadelede yetersiz kaldıklarını açık bir şekilde ortaya koymuştur. Mevcut politikaların konjonktür yanlılığını azaltma ve sistemik riskleri kontrol altına alma hususunda çözüm üretmeyişleri, yeni politika arayışlarını hızlandırmıştır. Bu doğrultuda politika yapıcılar çareyi, finansal sistemin genelini güvenliğini sağlamaya yönelik ihtiyati araçların kullanıldığı makro ihtiyati politikalarda bulmuşlar ve küresel finansal mimariden sorumlu kuruluşlar önderliğinde uygulamaya başlamışlardır.

Makro ihtiyati politikaların geçmişinin, içinde bulunduğumuz yüzyılın başına kadar uzanmasına karşın yaygın kullanımının birkaç yıllık süreyi kapsamaması ve politika araçlarının etkinliğine dair sonuçların kısıtlı olması, politikaların evrimsel sürecinde ağırlıklı olarak deneme-yanılma yönteminin kullanılmasına neden olmaktadır. Bu da çok sayıda aracın aynı anda kullanımını güçleştirmekte ve araçların titizlikle seçilmesini zorunlu kılmaktadır.

Makro ihtiyati politika çerçevesini oluştururken atılması gereken ilk adım sistemik riskin kaynağını belirlemektir. Sistemik riske sebep olan her-

hangi bir faktörün seçimi makro ihtiyati araçların kullanımını gerektirebilir. Makro ihtiyati politikaları sadece sistemik risk yaratan dışsallıklarla gerekçelendirmek mümkündür. Dolayısıyla seçilecek araçlar ile sistemik riskin zaman veya kesit boyutunda oluşan dışsallıkların çözümlenmesi hedeflenmelidir. Dışsallıkların tanımlanmadığı durumlarda, yanlış araç seçimi ve buna bağlı olarak gerçekleştirilecek etkin olmayan kaynak tahsisi gibi problemlerin yaşanması muhtemeldir.

Ülkelerin yapısal ve kurumsal karakteristikleri ve finansal piyasalarının yapısındaki farklılıklar, sistemik dışsallıkların çeşitli türlerde ve boyutlarda ortaya çıkmasına neden olmakta, bu da makro ihtiyati araçların kullanımının ve kullanım sıklığının ülkeler arasında farklılaşmasına yol açmaktadır. Bu doğrultuda gelişmiş ülkelerde ağırlıklı olarak finansal kurumların kaldırma araçlarındaki aşırıya odaklanan araçlar tercih edilirken, gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketlerine bağlı sistemik risklerin azaltılmasına yönelik araçların daha çok kullanıldığı görülmektedir. Diğer taraftan finansal ve reel kesim arasındaki ilişkileri modellemede yaşanan güçlükler ve veri yetersizliği sonucu araçların etkinliğini analiz eden çalışmalar sınırlı sayıdadır. Bununla birlikte mevcut çalışmalar, konjonktür yanlılığını azaltmada ve finansal kurumların maruz kalabilecekleri ortak riskleri sınırlamada makro ihtiyati araçların genel itibarıyla başarılı olduğu sonucunu ortaya koymaktadır.

IMF ve BIS destekli geniş veri tabanları kullanılarak panel veri analizi yöntemiyle gerçekleştirilen çalışmalarda, makro ihtiyati araçların kredi hacmi ve konut fiyatları üzerinde olumlu etkileri olduğu görülmektedir. Bununla birlikte bölge ve ülke uygulamalarını analiz eden ve farklı ekonometrik yöntemlerin kullanıldığı çalışmalarda makro ihtiyati araçların farklı türdeki sistemik riskler karşısında başarılı sonuçlar verdiği tespit edilmiştir.

Sermaye hareketlerine bağlı makro-finansal riskleri kontrol altına almak amacıyla 2010 yılından itibaren makro ihtiyati araçların kullanımına başvuran Türkiye’de, araçların etkinliğini test eden ampirik çalışmalara ilişkin literatürün gelişim gösterdiğini ifade etmek mümkündür. Bununla birlikte, yapılan çalışmalar araçların, sermaye hareketlerindeki dalgalanmaları kontrol altına alarak finansal istikrara katkı sağladığını işaret etmektedir.

Makro ihtiyati politikaların, finansal istikrardan sorumlu diğer iktisat politikaları ile etkileşim içerisinde olmaları politikalar arasında tamamlayıcılık ve çatışma ilişkilerinin yaşanmasına yol açmaktadır. Ekonomik ve finansal koşulların uyumu ve konjonktürün hangi aşamasında bulunduğu, çatışma ve tamamlayıcılık ilişkilerinin belirleyicisi olmaktadır. Tamamlayıcılık ilişkilerinde finansal istikrara dair kazanımlar artarken, olası çatışma durumlarında politikalar arasındaki amaçların özenle dengelenmesi ve koordinasyon derecesinin artırılması önem kazanmaktadır.

Kaynakça

AGUR, Itai and Sunil SHARMA; (2013), “Rules, Discretion and Macro-Prudential Policy”, *DSF Policy Paper Series*, No. 36.

AKINCI, Özge and Jane OLMSTEAD-RUMSEY; (2015), “How Effective are Macroprudential Policies? An Empirical Investigation”, *International Finance Discussion Papers*, No. 1136.

ALLEN, William A. and Geoffrey WOOD; (2006), “Defining and Achieving Financial Stability”, *Journal of Financial Stability*, Vol. 2, Issue 2, pp. 152-172.

ANGELINI, Paolo, Sergio NICOLETTI-ALTIMARI and Ignazio VISCO; (2012), “Macroprudential, microprudential and monetary policies: conflicts, complementarities and trade-offs”, *Questioni di Economia e Finanza Occasional Papers*, No. 140.

BANK OF ENGLAND; (2011), “Instruments of macroprudential policy”, *A Discussion Paper*, December.

BASTO, Rita Bessone; (2013), “A Macro-Prudential Policy For Financial Stability”, *Banco de Portugal Financial Stability Report*, November.

BEAU, Denis, Laurent CLERC and Benoit MOJON; (2012), “Macro-Prudential Policy and the Conduct of Monetary Policy”, *Banque de France Working Papers*, No. 390.

BEIRNE, John and Christian FRIEDRICH; (2014), “Capital Flows and Macroprudential Policies: A Multilateral Assessment of Effectiveness and Externalities”, *ECB Working Paper Series*, No. 1721.

BENNANI, Taryk, Morgan DESPRES, Marine DUJARDIN, Thibaut DUPREY and Anna KLEBER; (2014), “Macroprudential framework: key questions applied to French case”, *Banque de France Occasional Papers*, No.9.

İNİCİ, Mahir, Hasan EROL, Hakan KARA, Pınar ÖZLÜ and Deren ÜNALMIŞ; (2013), “Interest Rate Corridor: A New Macroprudential Tool?”, *CBT Research Notes in Economics*, No. 2013-20.

BIS; (2015), “Regulatory Change and Monetary Policy”, *CGFS Papers*, No. 54.

BISIAS, Dimitrios, Mark FLOOD, Andrew W. LO and Stavros VALAVANIS; (2012), “A Survey of Systemic Risk Analytics”, *Office of Financial Research Working Paper*, No. 0001.

BLANCHARD, Olivier, Giovanni DELL’ARICCIA and Paolo

- MAURO; (2010), "Rethinking Macroeconomic Policy", IMF Staff Discussion Note, April 15.
- BLANCHARD, Olivier, Giovanni DELL'ARICCIA and Paolo MAURO; (2013), "Rethinking Macroeconomic Policy II: Getting Granular", *Journal of Money, Credit, Banking*, Vol. 42, No. 6, pp. 199-215.
- BORIO, Claudio; (2003), "Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?", *BIS Working Papers*, No. 128.
- BORIO, Claudio; (2009), "Implementing the macroprudential approach to financial regulation and supervision", *Banque de France Financial Stability Review*, No.13, September, pp. 31-41.
- BORIO, Claudio; (2011), "Rediscovering the macroeconomic roots of financial stability policy: journey, challenges and a way forward", *BIS Working Papers*, No. 354.
- BRUNO, Valentina and Hyun Song SHIN; (2013), "Assessing Macroprudential Policies: Case of Korea", *NBER Working Paper Series*, No. 19084.
- BRUNO, Valentina, Ilhyock SHIM and Hyun Song SHIN; (2015), "Comperative Assessment of Macroprudential Policies", *BIS Working Papers*, No. 502.
- CARUANA, Jaime and Benjamin H. COHEN; (2014), "Five questions and six answers about macroprudential policy", *Banque de France Financial Stability Review*, No. 18, April, pp. 15-24.
- CHOI, Changho; (2013), "Assessing the Effects of Macroprudential Policy Measures in Korea", *Society for Economic Dynamics Meeting Papers*, No. 1364.
- CLAESSENS, Stijn, Swati R. GHOSH and Roxana MIHET; (2013), "Macro Prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities in Emerging Markets", Otaviano CANUTO and Swati R. GHOSH (Ed.), *Dealing with the Challenges of Macro Financial Linkages in Emerging Markets*, World Bank, Washington D.C., pp. 155-178.
- CLAESSENS, Stijn, Swati R. GHOSH and Roxana MIHET; (2014), "Macro-Prudential Policies to Mitigate Financial System Vulnerabilities", *IMF Working Papers*, No. 155.
- CLAESSENS, Stijn; (2014), "An Overview of Macroprudential Tools", *IMF Working Papers*, No.214.
- CLEMENT, Piet; (2010), "The term "macroprudential": origins and evolution", *BIS Quarterly Review*, March.
- CORDELLA, Tito, Pablo FEDERICO, Carlos VEGH ve Guillermo VULETIN; (2014), "Reserve Requirements in the Brave New Macroprudential World", *The World Bank Policy Research Working Paper*, No. 6793.
- CROCKETT, Andrew; (2000), "Marrying the micro and macro-prudential dimensions of financial stability" *BIS Speeches*, 20-21 September.
- DE NICOLO, Gianni, Giovanni FAVARA and Lev RATNOVSKI; (2012), "Externalities and Macroprudential Policy", *IMF Staff Discussion Notes*, No. 12/05.
- DELL'ARICCIA, Giovanni, Deniz IGAN, Luc LAEVEN, Hui TONG, Bas BAKKER and Jerome VANDENBUSSCHE; (2012), "Policies for Macrofinancial Stability: How to Deal with Credit Booms", *IMF Staff Discussion Notes*, No. 12/06.
- DUNSTAN, Ashley; (2014), "The interaction between monetary and macro-prudential policy", *Reserve Bank of New Zealand: Bulletin*, Vol. 77, No. 2, pp. 15-25.
- EIJFFINGER, Sylvester; (2012), "Defining and Measuring Systemic Risk", Sylvester EIJJFINGER and Donato MASCIAN-DRO (Ed.), *Handbook of Central Banking, Financial Regulation and Supervision*, Edward Elgar, Cheltenham, Northampton, pp. 315-325.
- ESRB; (2014), "The ESRB Handbook on Operationalising Macro-prudential Policy in the Banking Sector", https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/140303_esrb_handbook.pdf, 14.07.2015.
- ESRB; (2015), "A review of macro-prudential policy in the EU one year after the introduction of the CRD/CRR", https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/150625_review_macroprudential_policy_one_year_after_intro_crdr.en.pdf, 15.07.2015.
- FERNANDEZ DE LIS, Santiago and Alicia GARCIA-HERRE-RO; (2012), "Dynamic provisioning: a buffer rather than a countercyclical tool?", *BBVA Research Papers*, No.22
- FSB, IMF, BIS; (2011), "Macroprudential policy tools and frameworks", Update to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, 14 February. http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_1103.pdf, 20.06.2015.
- G30; (2010), "Macroprudential Policy, Tools and Systems for the Future", Working Group on Macroprudential Policy, Washington D.C.
- GALATI, Gabriele and Richhild MOESSNER; (2011), "Macroprudential Policy – a literature review", *BIS Working Papers*, No. 337.
- GALATI, Gabriele and Richhild MOESSNER; (2014), "What do we know about the effects of macroprudential policy?", *DNB Working Papers*, No. 440.
- GRACE, Therese, Niamh HALLISSEY and Maria WOODS; (2015), "The Instruments of macro-prudential policy", *Central Bank of Ireland Quarterly Bulletin*, No. 1, pp. 90-105.
- HANNOUN, Herve; (2010), "Towards a Global Financial Stability Framework", 45th SEACEN Governors Conference, 26-27 February, <http://www.bis.org/speeches/sp100303.pdf>, 15.06.2015.
- HANSON, Samuel G., Anil KASHYAP and Jeremy C. STEIN; (2010), "A Macroprudential Approach to Financial Regulation", *Chicago Booth Research Paper*, No.10-29.
- HOFFMANN, Andreas and Axel LOEFFLER; (2014), "Low Interest Rate Policy and the Use of Reserve Requirements in Emerging Markets", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 54, Issue 3, pp. 307-314.
- HUH, In and Jiyoun AND; (2014), "An Empirical Evaluation Macroprudential Measures in Korea: Focusing on Debt Inflows", *Asian Economic Papers*, Vol. 13, No. 2.

- JEANNE, Olivier and Anton KORINEK; (2014), "Macroprudential policy beyond banking regulation", *Banque de France Financial Stability Review*, No. 18, September, pp. 163-171.
- JIMENEZ, Gabriel, Steven ONGENA, Jose-Luis PEYDRO and Jesus SAURINA; (2012), "Macroprudential Policy, Countercyclical Bank Capital Buffers and Credit Supply: Evidence from the Spanish Dynamic Provisioning Experiment", *National Bank of Belgium Working Paper*, No. 231.
- IMF; (2011), "Macroprudential Policy: An Organizing Framework", March.
- IMF; (2013a), "The Interaction of Monetary and Macroprudential Policy", *IMF Policy Papers*, January.
- IMF; (2013b), "Key Aspects of Macroprudential Policy", *IMF Policy Papers*, June.
- IMF; (2014), "Staff Guidance Note on Macroprudential Policy", December.
- KLINGELHÖFER, Jan and Rongrong SUN; (2015), "Macroprudential Policy, Central Banks and Financial Stability: Evidence from China", http://www.mwpweb.eu/1/102/resources/publication_2235_1.pdf, 20.09.2015.
- LEE, Minsoo, Ruben Carlo ASUNCION and Jungsuk KIM; (2015), "Effectiveness of Macroprudential Policies In Developing Asia: An Empirical Analysis", *ADB Economics Working Paper Series*, No. 439.
- LIM, Cheng Hoon, Francesco COLUMBA, Alejo COSTA, Pi-yabha KONGSAMUT, Akira OTANI, Mustafa SAIYID, Torsten WEZEL and Xiaoyong WU; (2011), "Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences", *IMF Working Papers*, No. 11/238.
- LOPEZ, Claude, Donald MARKWARDT and Keith SAVARD; (2015), "Macroprudential Policy: A Silver Bullet or Refighting the Last War?", *MPRA Papers*, No. 64499, http://mpra.ub.uni-muenchen.de/64499/1/MPRA_paper_64499.pdf, 22.06.2015.
- MISHKIN, Frederic S.; (2011), "Monetary Policy Strategy: Lessons From The Crisis", *NBER Working Papers*, No. 16755.
- NIER, Erlend; (2011), "Macroprudential Policy-Taxonomy and Challenges", *National Institute Economic Review*, April, <http://ner.sagepub.com/content/216/1/R1>, 18.06.2015.
- NOYER, Christian; (2014), "Macroprudential policy: from theory to implementation" *Banque de France Financial Stability Review*, No. 18, September, pp. 7-11.
- ODUNCU, Arif, Yasin AKÇELİK and Ergun ERMİŞOĞLU; (2013), "Reserve Options Mechanism and FX Volatility", *CBRT Working Papers*, No. 13/03.
- OSINSKI, Jacek, Katharine SEAL and Lex HOOGDUIN; (2013), "Macroprudential and Microprudential Policies: Toward Cohabitation", *IMF Staff Discussion Note*, No. 13/05.
- OSTRY, Jonathan D., Atish R. GHOSH, Karl HABERMEIER, Luc LAEVEN, Marcos CHAMON, Mahvash S. QURESHI and Annamaria KOKENYNE; (2011), "Managing Capital Inflows: What Tools to Use?", *IMF Staff Discussion Note*, No. 11/06.
- SAURINA, Jesus; (2009), "Dynamic Provisioning: The Experience of Spain" *Crisis Response: Public Policy for the Private Sector*, Note No. 7.
- SCHINASI, Garry J.; (2004), "Defining Financial Stability", *IMF Working Paper Series*, No. 04/187.
- SCHOENMAKER, Dirk and Peter WIERTS; (2011), "Macroprudential Policy: The Need for a Coherent Policy Framework", *DSF Policy Paper*, No. 13.
- SHIN, Hyun Song; (2013), "Adapting Macro Prudential Approaches to Emerging and Developing Economies", Otaviano CANUTO and Swati R. GHOSH (Ed.), *Dealing with the Challenges of Macro Financial Linkages in Emerging Markets*, World Bank, Washington D.C., pp. 17-56
- SMAGA, Pawel; (2014), "The Concept of Systemic Risk," *SRC Special Paper Series*, No. 5, August.
- SMETS, Frank; (2014), "Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?", *International Journal of Central Banking*, Vol. 10, No. 2, pp. 263-300.
- ŞAHİN, Afşar, Burak DOĞAN and M. Hakan BERUMENT; (2015), "Effectiveness of the reserve option mechanism as a macroeconomic prudential tool: evidence from Turkey", *Applied Economics*, Vol. 47, Issue 56.
- TOVAR, Camilio E., Mercedes GARCIA-ESCRIBANO and Mercedes Vera MARTIN; (2012), "Credit Growth and the Effectiveness of Reserve Requirements and Other Macroprudential Instruments in Latin America", *IMF Working Paper Series*, No. 12/142
- TUCKER, Paul, Simon HALL and Aashish PATTANI; (2013), "Macroprudential Policy at the Bank of England", *Bank of England Quarterly Bulletin*, pp. 192-200.
- VANDENBUSSCHE, Jerome, Ursula VOGEL and Enrica De-traggiache; (2012), "Macroprudential Policies and Housing Prices-A New Database and Empirical Evidence for Central, Eastern and South-Eastern Europe", *IMF Working Paper Series*, No. 12/303.
- WONG, Eric, Kelvin HO and Andrew TSANG; (2015), "Effectiveness of Loan-To-Value Ratio Policy and Its Transmission Mechanism – Empirical Evidence From Hong Kong", *HKIMR Working Paper*, No.20
- WANG, Bin and Tao SUN; (2013), "How Effective Are Macroprudential Policies in China?", *IMF Working Paper Series*, No. 13/75.
- ZHANG, Longmei and Edda ZOLI; (2014), "Leaning Against the Wind: Macroprudential Policy in Asia", *IMF Working Paper Series*, No. 14/22.