

TÜRKİYE EKONOMİSİNDE KÜRESEL KRİZ SONRASI FİNANSAL İSTİKRARIN YENİDEN TESİSİ VE MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR

Ömer EMİRKADI

Öğr.Gör. Karadeniz Teknik Üniversitesi, Araklı MYO, Yönetim ve Organizasyon Bölümü, emirkadi@ktu.edu.tr

ÖZET

2008 krizinin gerek gelişmiş, gerekse de gelişmekte olan ekonomilere maliyeti ağır olmuş ve bu maliyetleri minimize etmek amacıyla hemen hemen tüm merkez bankaları politika değişikliklerine gitmişlerdir. Bu bağlamda gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ekonomilerin aldığı kararlar sonucunda ortaya çıkan bol likiditenin kendi ekonomilerine verebileceği olası zararı minimize edebilmek için faiz koridoru, rezerv opsiyon mekanizması (ROM), zorunlu karşılıklar (ZK), likidite yönetimi vb. uygulamaları kullanmışlardır.

Bu yeni bakış açısı çerçevesinde, zaman zaman geçmiş dönemlerde de kullanılan, ancak 2000'li yıllarla birlikte daha popüler hale gelen ve finansal istikrarın yeniden sağlanması amacı taşıyan makro - ihtiyati politika önlemleri yeniden gündeme gelmiştir. TCMB'ye (2014) göre makro-ihtiyati politikaların amacı, olası bir sistemik riskin finansal sistem ve ekonomi üzerindeki negatif yansımalarını minimize etmektir.

Çalışmada öncelikle finansal istikrar kavramı ve devamında da makro ihtiyati politika araçlarının yapısı ve fonksiyonlarına dair değerlendirmeler yapılacaktır. Finansal istikrar için geliştirilmesi gereken mekanizmalara ve bu mekanizmalarda para politikasının üstleneceği role ilişkin tartışmalar ve TCMB'nin 2008 Küresel Kriz sonrası dönemde makro ihtiyati politika uygulamaları incelenerek etkileri değerlendirilmektedir.

Anahtar Kelimeler: Finansal İstikrar, Küresel Kriz, Makro-İhtiyati Politikalar, TCMB

RE-ESTABLISHMENT OF FINANCIAL STABILITY IN THE TURKISH ECONOMY AFTER THE GLOBAL CRISIS AND MACROPRUDENTIAL POLICIES

ABSTRACT

2008 Crisis had negative effects both on developing and developed countries, and in order to minimize these effects, almost all of central banks changed their policies. Developing countries utilized from implementations such as interest corridor, ROM, required reserves and so to minimize the possible damages that were caused by excess liquidity, resulting from the decisions of developed countries.

With this new point of view, macro-prudential policy measures, which were used time to time back then, but became more popular with 2000s and which aim to re-establishment of the financial stability, came to fore. According to TCMB- what is aimed with macro-prudential policies is to restrict the systemic risk from the financial system and economy.

In this study, firstly, the concept of financial stability and then the structures and functions of macro-prudential policy instruments will be discussed. Also, some discussions about what kind of a mechanism can be developed and what role of monetary policy will be in this mechanism will be analyzed. Lastly, macro-prudential policies of TCMB after the 2008 crisis and the effects of the policies will be studied.

Keywords: CBRT, Financial Stability, Global Crisis, Macro Prudential Policies

GİRİŞ

2008 Krizi ile birlikte kullanılmakta olan para politikalarının etkinliği ve krizle mücadelede merkez bankası uygulamaları önemli ölçüde tartışılmaya başlanmıştır. Buna göre gerek kurala dayalı politika uygulamalarının yeterince izlenmemesinin yol açtığı iktisadi temellerden kopuş ve balonların nedeni olduğu düşüncesi, gerekse de kurala dayalı politikaların reel ekonomiyi anlamada yetersiz kaldığı ve ekonomik istikrarı bozucu politika önerileri sunduğuna ilişkin görüşler yoğunluk kazanmıştır. Konuya ilişkin yazında ekonomik istikrarın sağlanması ve konulan hedeflere ulaşma çabalarının genelde merkez bankalarının inisiyatifine bırakıldığı görülürken, bu noktada karşılaşılabilecek bir diğer husus, uygulanacak olan politikaların hangisinin daha efektif bir biçimde merkez bankası uygulamalarına yardımcı olacağıdır. Politikaların etkinliğinin değerlendirilmesinde ekonominin içinde bulunduğu koşullar ve konjonktürel gelişmeler etkili olabilmektedir. Bu bağlamda aktif ve kurala dayalı politikaların uygulanmasında, politikanın uygulandığı dönem ve iktisadi koşul gibi unsurların değerlendirilmesi önem taşımaktadır.

2008 Krizi öncesi dönemde ülke ekonomilerinde fiyat istikrarını hedefleyen geleneksel para politikaları öne çıkmışken, politika faizi de söz konusu dönemde yegâne araç olarak kullanılmaktaydı. Ne var ki beklentiler doğrultusunda hedeflenen fiyat istikrarının, beraberinde finansal istikrar hedefini yakalayamaması ve yaşanan krizle beraber, finansal istikrarsızlık probleminin ekonomiler açısından sarsıcı yansımaları olması kullanılan politikalarda da bazı değişiklikler yaşanmasını kaçınılmaz kılmıştır. Başta FED olmak üzere gelişmiş pek çok ülke merkez bankası, yaşanan deflasyonist sürecin olumsuz yansımalarını azaltabilmek adına miktar ve kredi genişlemesi ile faiz taahhüdü vb. enstrümanları tercih ederken, yükselen piyasa ekonomileri ise, gelişmiş ekonomilerin yaptıkları uygulamalar sonucunda ortaya çıkan likidite bolluğu ve artan sermaye akımlarının kendi ekonomileri üzerinde görülebilecek olumsuz yansımalarını minimize etmek amacıyla faiz koridoru ve zorunlu karşılık gibi uygulamaları kullanmaya başlamışlardır.

Şekil-1: Türkiye’de Merkez Bankasının Politika Yaklaşımı

	ESKİ YAKLAŞIM	YENİ YAKLAŞIM
AMAÇLAR	Fiyat İstikrarı	Fiyat İstikrarı Finansal İstikrar
ARAÇLAR	Politika Faizi	(Politika Faizi, Likidite Yönetimi, Faiz Koridoru)

Kaynak: TCMB, 2013.

Bu şekildeki bir politika duruşuyla gerek gelişmiş gerekse de gelişmekte olan ekonomiler, farklı amaç ve araçlarla krizi atlarmaya çalışmışlardır. Geleneksel olmayan para politikaları, normalde ekonomik istikrarın sağlandığı ve sürdürüldüğü dönemlerde kullanılan bir takım araçların, kriz gibi arzu edilmeyen bir süreçte önceki döneme göre farklı amaçlara ulaşabilmek amacıyla kullanılan uygulamalar bütünü olarak tanımlanabilir.

Merkez bankaları finansal istikrar hedefine ulaşmak için, kriz öncesi uyguladıkları mikro ihtiyati önlemlerin yanı sıra alacakları makro ihtiyati politika önlemleri ve kullanılacak araçlar arasında bir eşgüdüm sağlayacak bu gelişmede uygulanan politika setinin elini güçlendirecektir. Bu arada gelişmiş ekonomilerce geleneksel olmayan araçların kullanılmasını ile ortaya çıkan likidite bolluğu ve artan küresel risk iştahındaki artışlar, özellikle portföy yatırımları türünden kısa vadeli sermaye girişlerinin gelişmekte olan ülke ekonomilerinin makro dengelerini bozucu seviyelere erişmesi sebebiyle geleneksel olmayan para politikası uygulamalarından çıkış stratejilerine dönük arayışlar başlamıştır.

Bu çalışma da ilk olarak finansal istikrar kavramı üzerinde durulacak olup sonrasında ise, makro ihtiyati politika uygulamaları ve bu yönde kullanılacak olan araçların yapısı ve fonksiyonlarına dair değerlendirmelerde bulunulacaktır. Aynı zamanda finansal istikrar hedefine ulaşırken ortaya konulması gereken ve sistemin uygulanma aşamasında kullanılacak olan para politikasının üstleneceği rol ve buna ilişkin belirtilen farklı görüşler sırasıyla ele alınacaktır. Son bölümde ise, makro ihtiyati politika

uygulamaları ile para politikaları arasında olması gereken eşgüdüm ve gerçekçi politika setini bulmaya dönük çalışmalar irdelenecektir.

1. FİNANSAL İSTİKRAR ve PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

1.1. Kavram Olarak Finansal İstikrar

Finansal istikrar terimi literatürde farklı pek çok şekilde tanımlanmaktadır. Temelde bu kavram, finansal sistemin kendisinden beklenen işlevlerini yerine getirmesi ve bir aksamaya uğramadan sağlıklı bir biçimde çalışmasıdır. (Oosterloo ve De Haan, 2004:258) ile Schinasi (2004) finansal istikrar kavramı için geniş anlamda, finans sisteminin belli başlı konu başlıklarındaki yeterliliğidir derken bunlar;

İktisadi kaynakların etkin dağıtımı ve farklı iktisadi faaliyetlerin etkinliğinin çoğaltılması, finansal risklerin dağıtımı, fiyatlanması ile değerlendirilmesi ve bunların gerçekleştirilmesindeki yeterliliğin sağlanmasıdır.

Finansal istikrar, likit varlıkların kullanımının artması sonucu sermaye hareketlerinin finans piyasaları aracılığıyla bir takım makro ekonomik sonuçları beraberinde getirmesi ile ön plana çıkmıştır. 2008 Krizi, finans piyasalarında yaşanan bir krizin reel piyasalara yayılarak, bu tür krizlerin aynı zamanda bir reel sektör krizine de dönüşebileceğini göstererek, adı geçen kavramı literatürde ön plana çekmiştir. Ayrıca söz konusu kavram literatürde, finans piyasalarına ilişkin olarak başta piyasaların işleyişi olmak üzere, altyapısına kadar sistemin tümünü içerecek bir biçimde tanımlanması gerekliliği üzerinde de durmaktadır (Schinasi, 2004:6). Finansal istikrarın sağlanmasında görevli olan TCMB, finansal sistem içerisinde dolaşımdaki para miktarı üzerinde denetim gücüne sahip ve temel hedefi de fiyat istikrarı olan bir kurumdur. Bu tanıma göre merkez bankası gerekli olduğunda piyasadaki likiditeyi düzenleyerek finansal istikrarın sürdürülmesine katkı sağlayacak politikalar izlemek durumundadır (Delice, 2007). Buradaki dikkat çekici husus, finansal istikrar ve fiyat istikrarı arasındaki uygulama farklılıklarıdır.

Tablo 1: Finansal İstikrar ve Fiyat İstikrarı Arasındaki Farklar

Kriterler	Fiyat İstikrarı	Finansal İstikrar
Ölçü ve Tanım	Teknik Sorgulamaya Bağımlı	Teknik Sorgulama Sorunu Bulunmakta
Kontrol Araçları	Gecikmeye Bağımlı	Sınırlı ve Ayarlaması Zor
Hesap Verilebilirliği	Var	Nadir
Tahmin Prosedürü	Standart Tahmin etme	Stres Testleri ya da Simülasyon
İdari Prosedür	Kolay	Zor

Kaynak: (Aspachs vd.i, 2006)

Çoğu merkez bankasının ortak hedefi durumundaki fiyat istikrarına ulaşılabilmesi, aynı zamanda finansal istikrarın sağlanması açısından da önemlidir. Ayrıca finansal istikrarın sürdürülebilirliği ve işlerliği hususunda öne çıkan bir takım detaylar da bulunmaktadır. Buna göre;

Finansal istikrar hedefine ulaşma açısından ortaya konan çabaları, sadece bir takım nicelleme ve değişkenlere bağlamak, konunun anlaşılması bakımından yeterli değildir. Tablo 1’den de görüleceği üzere, finansal istikrarının fiyat istikrarı kavramından farklı olduğunu gösteren bir kriter bulunmamaktadır. Dolayısıyla da finansal istikrar kavramı, finans piyasalarındaki kurum ve kuruluşların istikrarı ve dayanıklılığını ve aynı zamanda finansal piyasalarla ödemeler sisteminin de uyum içerisinde işlediğini vurgulamaktadır.

Garry J. Schinasi (2004:6-12), finansal istikrar kavramını tanımlamadan fazlasını yapabilmek adına bu konuda bir çerçeve oluşturma çabası içerisinde olmuştur. Bunu yaparken de sektördeki kurum ve kuruluşların sağlam olmasının ya da volatilité düşüklüğü vb. temel koşulların varlığının yeterli olup olmayacağını, piyasaların finansal istikrarı kendi iç dinamikleriyle yakalayıp yakalayamayacağını, şayet bu gerçekleşmezse de devletin bu aşamada üstlenmesi gerektiği rolün ne olabileceğine dair bir takım sorulardan hareket etmiştir. Konuya ilişkin genel bir kanı ve kanaat oluşmaması ve finansal istikrarın sağlanması amacıyla oluşturulacak politikaların piyasadaki sistemik

riski dikkate almamasından ötürü, bunların büyük ölçüde önyargılı politikalar olabileceğini ifade etmektedir.

Finansal istikrarın sağlanmasında birtakım koşulların yerine getirilmesi zorunludur. Bu koşullardan ilki, makroekonomik politika uygulamalarına ilişkindir. Buna göre; uygulanan iktisat politikaları bütçe açıkları ve kamu borçlarının sürdürülebilir nitelikte olması ve bunların tümünün de fiyat istikrarı hedefiyle uyumlu olması esastır. Diğer bir koşul ise, reel ekonominin içerdiği yapısal koşullarla ilgili olup, vergi düzenlemelerinin istikrarlı ve öngörülebilir olması ve aynı zamanda rekabete dayalı etkin bir piyasanın varlığıdır. Üçüncü koşul da az önce belirtilen finansal piyasaların etkin bir şekilde çalışmasını sağlayacak kurumsal altyapının teminidir. Bunun için de finansal piyasalara yönelik hukuki zeminin oluşturulması büyük önem taşımaktadır. Kurumsal alt yapının öteki başlıkları, işlemlerin sağlıklı bir biçimde yapılabilmesi açısından ödeme sistemleri ve piyasalara özel alt yapı nitelikleridir (Donath ve Cismas, 2008: 31-37).

Aşağıdaki Tablo 2.'de Türkiye ekonomisinde finansal istikrar hedefine ulaşmada sorumluluğu bulunan kurumlar ve bu kurumların sistemde üstlendikleri başlıca sorumlulukların neler olduğu gösterilmektedir.

Tablo 2: Finansal İstikrarı Sağlamada Görevli Kurumlar ve Sorumlulukları

İlgili Kurum	Kurumsal Sorumlulukları
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası	Fiyat ve finansal istikrar dahilinde para ve kur politikaları ile ödeme sistemlerinin düzenlenmesi
Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu	Bankalar ve finansman şirketleri ile leasing, faktoring ve finansman şirketlerinin düzenlenmesi ve denetlenmesi
Hazine Müsteşarlığı	Kamu finansmanı ve mali politikalar ile sigortacılık şirketlerinin düzenlenmesi ve denetlenmesi
Sermaye Piyasası Kurumu	Sermaye piyasası ve sektördeki aracı kurumların denetlenmesi ve düzenlenmesi
Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu	Tasarruf sahiplerinin hak ve çıkarlarının korunmasıyla bankaların çözümlenmesi

Kaynak: TCMB (2014) Finansal İstikrar Raporu.

Geleneksel olmayan para politikaları genel olarak, finans piyasalarından kaynaklanan şokların olumsuz yansımalarını engellemeye çalışan, ya da bu şokların makro iktisadi ölçekteki etkilerinin, ekonominin tamamına yayılmasını önleyen politikalar olarak tanımlanabilir. Dolayısıyla da finansal istikrarın sağlanmasını ve

istikrar bozucu süreçlerin daha oluşmadan engellenmesine dönük politika seti, makro ihtiyati politikalar olarak isimlendirilmektedir (TCMB, 2014b:2).

2.2. Türkiye’de Para Politikasının Uygulamalarının Finansal İstikrarın Sağlanmasındaki Katkıları

Merkez Bankası Kanunu'na göre bankanın temel görevlerinden biri finansal sistemde istikrarı sağlamak ayrıca, para ve döviz piyasalarına ilişkin düzenleyici önlemleri almak olarak belirtilmiştir. Aynı zamanda mali piyasaları takip etmek, finans sistemi ile ilgili konularda kamu otoritesine fikir beyanında bulunmak, bankalardaki mevduatın vade ve türleri ile özel finans kurumlarındaki katılım hesaplarının vadesini belirlemek, ödeme ve mutabakat sistemlerini kurmakla bunların işletilmesi ve denetlenmesi de bankanın finansal istikrar ile ilgili diğer temel görevleri arasında yer almaktadır. Bununla birlikte merkez bankaları, para politikası karar alma sürecinde finansal sistemin tamamı açısından istikrarı ön plana aldıklarından, güçlü ve etkin bir finansal sistemin varlığı, temel hedef durumundaki fiyat istikrarına ulaşılmasında büyük önem taşımaktadır (tcmb.gov.tr).

İlgili literatür incelendiğinde genel olarak para politikasının iki farklı istikrarı beraber sürdürmesi gerektiğine dair bir kanaat olduğu gözlemlenmektedir. Bunlar finansal ve parasal istikrardır. Parasal istikrar ifadesi ile anlatılmak istenen, fiyat istikrarının sağlanmasıdır, para politikası pek çok ülkede bu amaçla kullanılmaktadır. Finansal istikrar ise, dünyada farklı uygulamalarla sağlanmaya çalışılırken, reel ekonomi ile finansal sistem arasındaki ilişkinin istikrarlı biçimde sürmesi ana düşünce olarak görülmektedir (Erçel, 1998).

Finansal istikrar hedefi ve bu hedefe ulaştıracak para politikalarının etkinliği, karşılıklı bir etkileşim durumundadır. Buna göre aksak bir piyasa durumu sergilemeyen finansal yapı, para politikasının hedefe ulaşma ihtimalini yükseltirken, aksine uygulanan para politikasının yönü ise, finansal istikrara ulaşılmasını destekleyici olabilmektedir. Örnek verilecek olursa, uygulanan para politikasının başarısız olması sonucu enflasyon dalgalı bir eğilim gösterecek, akabinde gelirin fon arz ve talep edenler arasındaki hareketliliği bankacılık sistemindeki kredibiliteye negatif yansıyacak ve bu gelişmelerinde finansal istikrarsızlığın nedenleri arasında sayılmasına neden olacaktır (Sinclair, 2000: 377-391). En sade ifadesi ile finansal istikrar, merkez bankalarının para

politikası uygulamalarındaki atakları kolaylaştırdığından, para politikasının etkinliği açısından da önemlidir. Bir ülke ekonomisinde finansal bir istikrarsızlık varsa, para politikası araçları istenilen biçimde kullanılamamakta ve uygulanan politikalardan beklenen sonuçlar elde edilememektedir (TCMB, 2015).

Tablo 3: Makroekonomik Politikaların Etkinlik Alanları ve Finansal İstikrara Katkıları

Makroekonomik Politika	Birincil Amaç	Finansal İstikrara Olan Katkısı
Makro- ihtiyati Politika Uyg.	<i>Finansal kurumların sorunlarını sınırlamak</i>	<i>Sistemik riski yönetmek</i>
Para Politikası Uyg.	<i>Fiyat istikrarı</i>	<i>Varlık ve kredi piyasalarında çevrimlere karşı dayanmak</i>
Döviz Kuru Politikası Uyg.	<i>Döviz kuru istikrarı</i>	<i>Sermaye akımlarının oynaklığını azaltmak</i>
Maliye Politikası Uyg.	<i>Konjoktüre karşı talebi yönetmek</i>	<i>Finansal sistemdeki baskıya karşı mali tamponları sürdürmek</i>

Kaynak: Hannoun (2010)

Küresel ölçekte pek çok merkez bankası 2008 Krizi öncesi dönemde fiyat istikrarını hedeflemiş ve bu hedefe ulaşmada da kullanacağı araç, politika faizi olmuştur. Dünya ekonomilerini ciddi ölçüde sarsan 2008 Krizi, konu ile ilgilenen kesimlerde para politikası uygulamalarının yeniden gözden geçirilmesi gerektiğine dair bir kanaat oluşmasına ve sadece fiyat istikrarı hedefini öncelikleyen bir bakış açısının, makroekonomik dengenin sağlanmasında yeterli olamayacağı düşüncesinin benimsenmesine sebep olmuştur.

Kriz öncesinde varlık fiyatlarında yaşanan artışlar, merkez bankalarını sıkı para politikası uygulamalarına sevk etmektedir. Bu arada özellikle de gelişmekte olan ekonomilere yönelik arbitraj arayan nitelikteki yoğun sermaye girişleri sonucunda ortaya çıkan bir kur balonuna önlem olarak yapılacak faiz artışları, sermaye girişlerini büyük oranda tetikleyecek ve bu sefer para politikalarının tam tersi gevşetilmesine neden olacaktır. Bu tablo fiyat istikrarı hedefine ulaşmada bir takım engellere yol açacağından politika yapıcıyı bu defa da zorunlu karşılık oranlarında bir değişik yapmaya götürecektir (Doğan ve Tunali, 2011: 51-81). Şurası bir gerçekliktir ki, finans piyasalarında oluşan risk algılaması ve varlık fiyatları, kısa vadeli faizlere karşı duyarlıdır. Dolayısıyla varlık

fiyatlamalarında ortaya çıkacak artışlar sonucunda oluşan köpüğün, patlamadan alınabilmesi için, merkez bankalarının para politikası ile piyasalara müdahale etmesi ve finansal istikrarsızlığı engelleyebileceği düşüncesi hâkimdir (TCMB, 2015). Türkiye’de de 2010 yılı sonrasında para politikasının uygulanış şekli değişmiş ve fiyat istikrarından ödün vermeden, destekleyici bir amaç olarak vurgulanan finansal istikrar kavramı bu sefer ana hedef olarak görülmeye başlamıştır.

Bu durumun sebepleri arasında;

*Gelişmiş ekonomilerin uyguladığı genişlemeci politikalar sonucu, aralarında Türkiye’nin de bulunduğu pek çok gelişmekte olan ekonomiye kısa vadeli sermaye girişlerinde önemli artışlar yaşanması,

**Bu gelişme ile TL’nin değer kazanması ve oluşan kaynak artışı ile yurtiçi kredi kullanımını ve devamında da iç talebin artması,

***TL’nin değer kazanmasının bir başka sonucu olarak yaşanan ithalat artışı ve önemli ölçüde artış gösteren cari açık sorunu sayılabilir.

Yukarıda dile getirilen bu sebepler, finansal kırılmanın önemini boyutunu öne çıkartırken öte yandan da finansal istikrara dair riskleri çoğaltmaktadır (Ergeç, 2013).

Para ve makro-ihiyati politikalar arasında zaman zaman çatışmacı ya da uyumlu bir yapı görülmesi aslında ekonominin içerisinde bulunduğu şartlara göre farklılık göstermektedir (Beau vdi., 2012). Bununla beraber gerek fiyat, gerekse de finansal istikrar açısından ekonomide bir problem olması durumunda, iki politika birbiri üzerinde önemli ölçüde etkili olacaktır. Beau vd. (2012: 8) bu durumu, ekonomide ve finansal yapıda toplam arz ve talebin eş anlı olarak dengede olmamasından ötürü yaşanmakta olduğunu ifade etmektedirler.

Tablo 4'e bakıldığında; ekonominin genişleme sürecinde finansal bir balon vardır ve buna göre gerçekleşen enflasyon, hedeflenen enflasyonun altında ise iki politika çatışmacı, üstünde ise politikalar tamamlayıcı olacaktır. Öte yandan, ekonominin daraldığı dönemlerde finansal sistem de daralacak ve gerçekleşen enflasyon, hedeflenen enflasyonun altında ise politikalar tamamlayıcı, üstünde ise çatışmacı olacaktır (a.g.e., 2012).

Tablo 4: Para ve Makro - İhtiyati Politikaların Etkileşimi

	Enflasyon >Hedef	Enflasyon=Hedef	Enflasyon<Hedef
Finansal Şişkinlik	Tamamlayıcı	Bağımsız	Çatışmacı
Dengesizlik yok	Bağımsız	Bağımsız	Bağımsız
Finansal Daralma	Çatışmacı	Bağımsız	Tamamlayıcı

3. MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR

Makro ihtiyati kavramı ekonomi yazınına ilk olarak 1979 yılında girmiştir (Clement, 2010:59-65). Bu terime verilen ilk referanslar ise, 1986 yılında Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) çalışmalarında yer alan makro ihtiyati politika uygulamalarının tüm finans ve ödemeler sisteminin güvenliği ve sağlığı bakımından tartışılmaya başladığı döneme kadar uzanmaktadır. Ayrıca Galati ve Moessner (2011), 2000’li yıllarla birlikte kavramın piyasaların regüle edilmesi ve denetlemesi anlamlarıyla gündeme geldiğini ve 2008 küresel krizi sonrasında da yoğun olarak kullanıldığını vurgulamışlardır. Finans sisteminin güven ve istikrar içerisinde çalışmasını kendisine hedef seçen makro ihtiyati politikaların öncelikli iddiası, sistemik risklerin olası etkilerini azaltmak ve yapısal kırılmalıkların meydana gelmesini önemli oranda azaltabilmektir. Özü itibari ile finansal sistemin istikrarını hedefleyen makro ihtiyati politikalar, para politikalarının yerini almaktan ziyade onları destekler nitelikte olmalıdır. Bunun için de sistem üzerinde etkili olan bütün kurum ve piyasaların adı geçen politika düzenlemelerine katılması önem taşımaktadır (Fujita vd, 2010:13).

Aynı zamanda makro ihtiyati ve para politikası araçları bir araya getirilerek krize karşı kullanılabilir olacak önlem paketi genişletilmelidir. Aksi bir durumda risk algısının yüksek olduğu dönemlerde tek başına para politikası araçlarının kullanımı ile örneğin, faiz oranlarının yükselmesi sonucunda çıktı açığı artabilecektir. Dolayısıyla da kredi genişlemesi ve varlık fiyatlarında hızla bir balon oluşumuna engel olmak zorlaşacaktır (Claessens vd. (2010). Makro ihtiyati politika uygulamaları özü itibariyle finansal istikrarı amaçlamakla beraber, finansal istikrar kavramına dair genel kabul gören bir tanım bulunmamaktadır. Finansal istikrar kavramının tanımına ilişkin yapılan değerlendirmeler temel olarak ikiye ayrılabilir. Bunlardan birisi finansal istikrarı, finans sisteminin dış şoklara dayanıklı olması şeklinde tanımlarken, bu tanıma Allen ve Wood

(2006:152-172) ve Padoa-Schioppa, (2003)'ün yaptığı çalışmalar örnek olarak sayılabilir. Bir diğer tanımda ise, finansal sıkıntılarının içsel yapısına atıfta bulunmakta ve kavramı finansal sistem kaynaklı şoklara dayanıklılık biçiminde ifade etmektedir.

Makro ihtiyati araçlar temel olarak üç gruba ayrılabilir:

1) **Likidite ve sermaye yeterlilik oranları;** Bankaların sermaye ve borç verme maliyetlerini yükselterek, ekonomik konjoktürün iyi olduğu dönemlerde biriktirilen rezervlerin kriz süresince meydana gelebilecek muhtemel zararları karşılayacak seviyede olmasını desteklerler.

2) **Varlıkları sağlamaştırma ve kredi büyüme sınırları;** Sektör bazında bir şok karşısında dayanıklı olma ve daha az kredi genişlemesi ile ortalama borçlanma kalitesinde bir yükselme görülür.

3) **Borçlanma uygunluk kriterleri;** Kredi oranı tavanı (LTV) ile borç/gelir oranı (DTI) vb.i oranlarla hane halkı ve kurumların riski belli ölçüde sınırlanabilir (Dell'Ariccia vd., 2012:23).

Tablo 5: Makro İhtiyati ve Mikro İhtiyati Yaklaşımların Karşılaştırılması

	Makro İhtiyati	Mikro İhtiyati
Yakın Hedef	Sistem boyunca finansal riskleri sınırlamak	Bireysel kurumların finansal risklerini azaltmak
Nihai hedef	Çıktı maliyetlerinden kaçınmak	Tüketiciyi (yatırımcıları ve mudileri) korumak
Riski Ortaya Koyma	Risk içseldir.	Risk dışsaldır.
Kurumlar arasındaki ilişkiler ve benzer risklerle karşı karşıya kalma	Önemli	İlgisiz
İhtiyati Kontrollerin doğruluğunun ölçülmesi	Sistem boyunca risk yönünden yukarıdan aşağıya doğru	Bireysel kurumların riskleri açısından; aşağıdan yukarıya doğru

Kaynak: (Borio, 2003:2).

Aşağıda kısaca 2008 Krizi sonrasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın kullandığı para politikası araçlarından öne çıkan faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizması açıklanacaktır.

Faiz koridoru: Bankaların kredi taleplerine yanıt verirken sergiledikleri tutum, yalnızca merkez bankası politika faizine göre değil, aynı zamanda kredi maliyetleriyle yakından bağlantılı ve diğer kısa vadeli fonlarla da oldukça ilgilidir. TCMB, bankalarca verilen kredi hacminde büyük bir artış olması halinde politika faizlerine müdahale

etmeden, koridorun üst sınırını yukarı çekerek belirsizliği artırabilir ve bankaların kredi verme iştahlarını azaltabilir. Böylece kredi kanalı vasıtasıyla kredi genişlemesinde belli ölçüde azalmalar yaşanacaktır. Faiz koridoru uygulaması, simetrik ve pasif olmayıp, asimetrik ve aktif bir enstrüman şeklinde kullanılmaktadır. Ayrıca faiz koridoru, kısa vadeli sermaye hareketlerinde yaşanacak oynaklıklara karşı çabuk ve esnek bir yanıt verilebilmesini sağlarken, aynı zamanda finansal istikrarın tesisinde öncü bir gösterge durumundaki kredi genişlemesinin kontrol edilebilmesine de yardımcı olmaktadır (Binici vd. 2013:3-4).

Zorunlu Karşılıklar: Merkez bankası kredi artışları ve TL likiditesini kontrol edebilmek ve finansal istikrarı sağlayabilmek için zorunlu karşılık uygulamasını da bir araç olarak tercih etmektedir. Kredi hacminin arttığı ya da azaldığı dönemlerde, zorunlu karşılık oranlarının artırılması ya da azaltılması otomatik dengeleyici olarak kullanılmaktadır. Tasarruf mevduatlarının vadesine göre karşılık oranı farklılaşabilirken, mevduatların vadelerinde yaşanacak bir uzama ile likidite riskini minimuma indirmeyi amaçlayan merkez bankası, zorunlu karşılık oranlarını kısa vade için yüksek, orta ve uzun vade de ise daha düşük tutmayı tercih etmektedir.

Rezerv Opsiyon Mekanizması: ROM, bankaların TL cinsinden tuttıkları zorunlu karşılıklarının bir kısmını döviz ve altın olarak tutmalarına imkân vererek, isteğe bağlı ek döviz ve altın rezervi bulundurabilmelerini sağlamakta ve sermaye hareketlerinde görülen yüksek oynaklığın makroekonomik görünüm ve finansal istikrar açısından olumsuz yansımalarını minimize etmeyi amaçlamaktadır. Merkez Bankası böylece muhtemel dışsal şoklara karşı finansman sağlama şartlarında görülebilecek bir problemi, bankaların bu yolla tuttıkları döviz rezervleri ile çözümlerken, ayrıca sermaye akımlarının yurt içi kredi genişlemesi ve döviz kuru üzerindeki etkilerini de azaltmış olacaktır. Bankalara kendi limitleri dahilinde optimal seçimi yapma olanağı sağlayan ve aynı zamanda da esnek bir yapıdaki ROM'un döviz likiditesinin idaresinde kullanılan öteki politika araçlarına göre daha etkili olması sağlanmaktadır.

Makro ihtiyati politika uygulamaları ülkelerin kurumsal özelliği ve parasal aktarım mekanizmasına göre değişiklik gösterebilmektedir. Dolayısıyla merkez bankası finansal istikrara ulaşabilmek adına iki değişkene odaklanmaktadır. Bunlardan ilki *kredi genişlemesi* diğeri ise *varlık fiyatlarındaki dalgalanmalara neden olabileceği varsayılan sermaye*

giriş çıkışlarıdır. Makro ihtiyati politikalar birden çok değişkeni içerdiğinden kullanılmakta olan araçların sayısının da bu değişkenlerin sayısı kadar olması zaruridir. (Başçı ve Kara, 2011).

TCMB, 2008 Krizi ve sonrası dönemde fiyat istikrarı hedefinin krizi atlatabilmek için tek başına yeterli olamayabileceği öngörüsü içinde amaç fonksiyonunu çeşitlendirmiş ve makro ihtiyati para politikası araçlarını sürece dâhil etmiştir. Buna göre, faiz koridoru uygulaması ile rezerv opsiyon mekanizması türü araçlar, makro ihtiyati politika araç seti olarak kullanılmaya başlanmıştır (Başçı ve Kara, 2011:16).

BIS'in (2010; 90) yayınlandığı raporda, makro ihtiyat politika uygulamaları çerçevesinde politika yapıcılar, gerçekleştiremeyecekleri vaatlerde bulunmamalıdır. Sistemin krizlere karşı dayanıklılığını artırabilmek, örneğin risk iştahının yüksek olduğu dönemlerde yararlanılacak araçların olabildiğince basit kurallara dayanması faydalı olacaktır. Merkez bankaları piyasaları düzenleyen ve gerektirdiğinde yönlendiren kurumlar olarak, makro ihtiyati politikaların hazırlanmasında ve uygulanmasında etkin bir rol üstlenmelidirler. Bu arada, temelde fiyat istikrarını hedeflemiş bir merkez bankasının eş anlı olarak, finansal istikrarı da içeren makro ihtiyati politikaları da organize edip edemeyeceği önemli oranda belirsizlik içermektedir. Bununla beraber Blanchard vd. (2010: 6); merkez bankalarının para ve diğer düzenleyici politikaları kendi inisiyatiflerine almaları sonucu, uygulanacak olan para politikalarının, destekleyici nitelikteki diğer araçlarla güçlendirilmesi gerektiği üzerinde durmaktadır. Onlara göre merkez bankaları, iktisadi gelişmeleri çok yakından izleyebildiklerinden, ekonomide daha etkin bir para politikası uygulanabilmekte ve enflasyon hedefi doğrultusunda üretimde ortaya çıkan riskler azaltılabilmektedir. Ne var ki içinde önemli riskleri de barındıran bu sürecin, merkez bankalarının üstlendikleri sorumluluğu arttıracığı da son derece aşikârdır.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Günümüz ekonomi yazını irdelendiğinde 2008 Krizi öncesi dönemde, kriz devam ederken ve sonrasında uygulanabilecek en etkin para politikası stratejisinin, tutarlı bir biçimde uygulanan ve finansal koşullara ilişkin bütün verilere sahip durumdaki esnek bir enflasyon hedeflemesi rejimi olduğu yönündeydi. Bunun da nedeni finansal istikrarsızlık para politikasının aktarım mekanizmasının aksamasına sebep olarak para politikası uygulamasının etkinliğini de azaltırken, aynı zamanda politika faizinin araç olma özelliğini yitirmesini de beraberinde getiriyor olmasıdır. Ekonomik bir kriz meydana geldiğinde para politikaları zaman zaman beklenmeyen tepkiler verebilmekte ve para politikası dâhilinde iddia edilebilecek tek bir doğru bulunamayacağı gerçeğini gün yüzüne çıkarmaktadır.

Kriz sonrasında merkez bankaları fiyat istikrarı hedefine ilaveten finansal istikrarı da hedeflemiş ve alternatif politikalar uygulamaya başlamışlardır. Özellikle krize kadar uygulanan politikaların kriz sürecini yönetmede yetersiz kalması, merkez bankalarını geleneksel olmayan para politikalarına yöneltmiştir. Finans piyasalarında finansal istikrarı tehdit edebilecek kırılmalık ve zayıflıkların tespit edilmesi, erken uyarı sistemlerinin faaliyete geçirilmesi ve finansal piyasalara mikro açıdan değil de, makro açıdan yaklaşan gerekli düzenlemelerin yeniden yapılması da kriz sonrasında birçok çalışmanın konusunu oluşturmuştur.

Türkiye’de 2008 krizi sonrasında hayata geçirilen yeni para politikası yaklaşımı, geçmiş senelerde benimsenmiş olan ve günümüzde de sürdürülen enflasyon hedeflemesi kapsamında, finansal istikrarın sağlanması ve bu amacı gerçekleştirmeye dönük politika araçlarının kullanımına dayanmaktadır. Bununla merkez bankası finansal istikrarı sağlama amaçlı geleneksel para politikası araçlarını çeşitlendirerek çeşitli politika setlerini uygulamaya koymuştur. Araç çeşitliliğine gidilmesinin öncelikli sebebi ise, fiyat ve finansal istikrar hedeflerinin birbirleri ile çatışmasının önüne geçmek olmuştur.

Giderek normale dönmeye başlayan günümüz ekonomik koşullarında ülkeler, 2008 Krizi ile deneyimledikleri benzer yanlışları yapmama ya da finansal sisteme dönük zafiyetleri tekrar yaşayarak yeniden aynı hataları yaşamamak adına olağanüstü dönem uygulamalarından vazgeçerek yeni normal olarak isimlendirilebilecek günümüz para politikası uygulamalarına odaklanmışlardır. Para politikası uygulamalarına dönük bu yeni

anlayış, fiyat ve finansal istikrar hedeflerine eşit mesafede ve beklentiler doğrultusunda, ulaşılmak istenenleri elde etmede doğru araç setine sahip olan ve uygulamada da makro ihtiyati politikalarla uyum içerisinde kullanmak durumundadır. Politika yapıcılar bilgi paylaşımına, kredibilitenin devamlılığına ve bağımsızlığın korunmasına özen göstermelidirler. Yeni para politikasının hazırlanmasına ve kurumsal tasarımına yönelik tartışmaların hali hazırda da sürüyor olması, yeni para politikası anlayışının son halini alması için bir sürenin daha geçmesi gerektiğinin bir işaretidir.

Makro ihtiyati politikalar finansal piyasaları makro açıdan değerlendirip, var olan sistemik riskleri azaltmayı hedefleyen ve kriz sonrası süreçte dikkatleri çeken bir yapı olarak karşımıza çıkmaktadır. Borç tavanı, borç – gelir oranı, zorunlu karşılıklar ve kredi büyümesine yönelik sınırlamalarla uygulanan makro ihtiyati politikalar, sistemik riski önlemeyi, eğer önleyemiyorsa da en azından azaltmak suretiyle finansal istikrarın sağlanmasına yardımcı olmayı hedeflemektedir. Makro ihtiyati politikaların hızlı kredi büyümesi sonucu örneğin konut piyasasında oluşan balonlar gibi finansal istikrarı bozucu unsurlar üzerinde de etkin olduğu yapılan ekonometrik çalışmalarla ortaya konmuştur.

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

KAYNAKÇA

Allen, A.W. ve Wood, G. (2006) “Defining and Achieving Financial Stability”, *Journal of Financial Stability*, 2(2): 152–172.

Aspachs, O. C. Goodhart, D. Tsornocos, L. Zicchino. (2006) “Towards a Measure of Financial Fragility”, *Annuals of Finance Special Issue*, Springer-Verlag.

Başçı, E. ve Kara, H. (2011) “Finansal İstikrar ve Para Politikası”. TCMB Çalışma Tebliği No. 11 / 08 Mayıs 2011 (Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası)

Beau vd.i, (2012) “Macro-Prudential Policy and the Conduct of Monetary Policy”, *Banque De France, Working Paper*, No:390, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2132404##, (18.11.2013).

BIS (2010) “80th Annual Report”, <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2010e.pdf>, (29.10.2012).

Binici, M. Erol, H. Kara, H. Özlü, P. ve D. Ünalmiş. (2013) “Faiz Koridoru bir Makro İhtiyati Araç Olabilir mi?”, TCMB Ekonomi Notları No:2013-20.

Blanchard, O., Dell’Ariccia, G. ve Mauro, P. (2010) “Rethinking Macroeconomic Policy”, IMF Staff Position Note, No: SPN/10/03, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>, (18.04.2015).

Borio, C, (2003) “Towards a acroprudential frame–work for financial supervision and regulation?”, BIS Working Papers, No. 128., <https://www.bis.org/publ/work128.pdf>, (11.06.2012).

Claessens, S., Ariccia, G. D., Igan, D. ve Laeven, L. (2010) “Lessons and Policy Implication from the Global Financial Crisis”, IMF Working Paper, No: WP/10/44, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1044.pdf>, (05.05.2012).

Clement, P. (2010) “The Term ‘Macroprudential’: Origins and Evolution, *BIS Quarterly Review*, March: 59-65

Doğan, S. Tunalı, Ç. (2011) “Küreselleşme Sürecinde Finansal İstikrar-Para Politikası İlişkisi: Türkiye İçin Bir Değerlendirme (2001 Krizi Sonrası)”, İktisat Fakültesi Mecmuası. 61.

Delice, G. (2007) *Uluslararası Finansal Kuruluşlar ve Finansal İstikrar Sorunu*. 1. Basım, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.

Donath, L. E. ve Cismas, L. M. (2008) “Determinants of Financial Stability”, *The Romanian Economic Journal*, 3.

Erçel, G. (1998), *Finansal İstikrar ve Para Politikası*. Rotary International, İstanbul, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/9f43d2b6-6f6e-49fa-8b12dfd1d1e12846/finansal.pdf?CACHEID=9f43d2b6-6f6e-49fa-8b12-dfd1d1e12846&MOD=AJPERES>, (12.06.2017).

Ergeç, E., H. (2013) *Para Politikası*, Eskişehir, Anadolu Üniversitesi Yayını, No:2938.

Fujita, K., Habermeier, K., Nier, E., Roger, S., Sacasa, N., Stone, M. ve Vlcek, J. (2010) *Central Banking Lessons From The Crisis*. IMF Monetary and Capital Department, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/052710.pdf>, (22.02.2011).

Galati, G. ve Moessner, R. (2011) “Macroprudential Policy – A Literature Review”, *BIS Working Papers*, (337).

Hannoun, H. (2010) “Towards a global financial stability framework” Speech at the 45th SEACEN governors' Conference, Siem Reap province, Kamboçya, 26-27 February 2010.

Oosterloo, S. ve Haan, J. (2004) *Central Banks and Financial Stability: A Survey*, *Journal of Financial Stability*, 1.

Padoa-Schioppa, T. (2003) “Central Banks and Financial Stability: Exploring the Land in Between in the Transmission of the European Financial System”, Second ECB Central Banking Conference, Frankfurt.

Schinasi, G. J. (2004) “Defining Financial Stability”, *IMF Working Paper*, No: 04/187, Washington, DC.

Sinclair, P. J. N. (2000). *Central Banks and Financial Stability*. Bank of England Quarterly Bulletin, 40, pp. 377-391.

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Finansal+Istikrar/Merkez+Bankasi+ve+Finansal+Istikrar/>

TCMB Bülten, 2013 <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/5ae3e96f-cda6-487e-ad19-275029109e7/Bulten29.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-5ae3e96f-cda6-487e-ad19-8275029109e7-m3fB9EG>.

TCMB (2014a) Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2014) Finansal İstikrar Raporu, Sayı 19. Ankara.

TCMB (2014b), TCMB Bülten, Sayı:35, Ankara, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/9275f9d6-8c0b-4f7e-b275-c4461e4deb0e/BULTEN35.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-9275f9d6-8c0b-4f7e-b275-c4461e4deb0e-m3fB9EI>.

TCMB. (2015), Finansal İstikrar, Türkiye’de Finansal İstikrar Gelişmeleri, Ankara: TCMB Yayını, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/f23af107-3ac4-408d-82a1-41fe4588f80c/TCMB_KITAPCIK_2014.pdf?MOD=AJPERES, (08.06.2016)

<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Finansal+Istikrar/Kurumsal+Yapilanma>, (02.06.2108)