

**KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ \* SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**İKTİSAT PROGRAMI**

**2007-2009 KÜRESEL FİNANS KRİZİNİN İNCELENMESİ VE KRİZ SONRASI  
TÜRKİYE'DE MAKRO İHTİYATİ POLİTİKA UYGULAMALARI**

**DOKTORA TEZİ**

**Gülşah MANZAK**

**MAYIS - 2016**

**TRABZON**

**KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ \* SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**İKTİSAT PROGRAMI**

**2007-2009 KÜRESEL FİNANS KRİZİNİN İNCELENMESİ VE KRİZ SONRASI  
TÜRKİYE’DE MAKRO İHTİYATİ POLİTİKA UYGULAMALARI**

**DOKTORA TEZİ**

**Gülşah MANZAK**

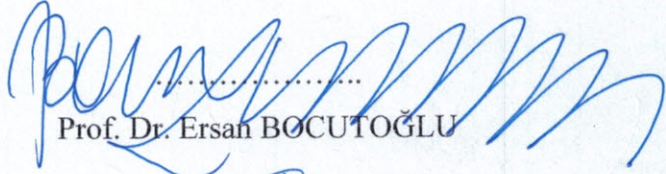
**Tez Danışmanı: Prof. Dr. Ersan BOCUTOĞLU**

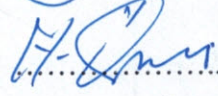
**MAYIS – 2016**

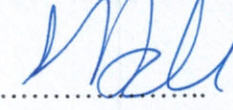
**TRABZON**

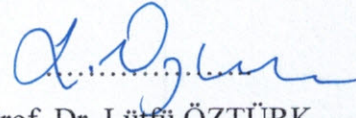
## ONAY

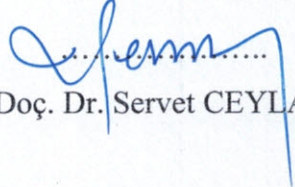
Gülşah MANZAK tarafından hazırlanan “2007-2009 Küresel Finans Krizinin İncelenmesi ve Kriz Sonrası Türkiye’de Makro İhtiyati Politika Uygulamaları” adlı bu çalışma 27.06.2016 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oy birliği ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından İktisat anabilim dalında doktora tezi olarak kabul edilmiştir.

  
Prof. Dr. Ersan BOCUTOĞLU

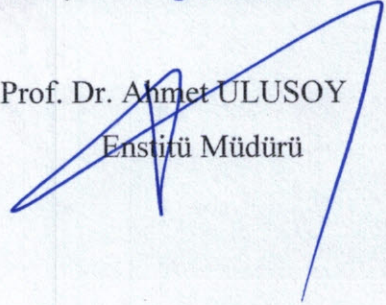
  
Prof. Dr. Hasan ÖZYURT

  
Prof. Dr. Hüseyin DAĞLI

  
Prof. Dr. Lütfü ÖZTÜRK

  
Doç. Dr. Servet CEYLAN

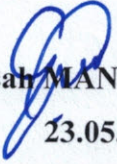
Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim üyelerine ait olduklarını onaylarım. 27.06.2016

Prof. Dr. Ahmet ULUSOY  
Enstitü Müdürü  




## **BİLDİRİM**

Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada orijinal olmayan her türlü kaynağa eksiksiz atıf yapıldığını, aksinin ortaya çıkması durumunda her tür yasal sonucu kabul ettiğimi beyan ediyorum.

  
**Gülşah MANZAK**  
**23.05.2016**

## ÖNSÖZ

Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalında doktora tezi olarak hazırladığım “2007-2009 Küresel Finans Krizinin İncelenmesi ve Kriz Sonrası Türkiye’de Makro İhtiyati Politika Uygulamaları” başlıklı bu çalışmada; küresel krizin nedenleri, krizden çıkış sürecinde uygulanan politikalar, para politikası stratejisine ilişkin krizden çıkarılan dersler, varlık fiyat balonlarının yönetimde merkez bankalarının rolü, mikro ve makro ihtiyati politikaların karşılaştırılması, kriz sonrası regülasyon ve son olarak Türkiye’de 2010 yılının sonlarından itibaren uygulanan yeni para politikası stratejisi incelenmektedir.

Çalışma konusunun belirlenmesi ve hazırlanması sürecinde değerli bilgi ve zamanını esirgemeyen tez danışmanım Prof. Dr. Ersan BOCUTOĞLU’na; katkı ve eleştirileri için jüri üyeleri Prof. Dr. Hasan ÖZYURT, Prof. Dr. Hüseyin DAĞLI, Prof. Dr. Lütfü ÖZTÜRK ve Doç. Dr. Servet CEYLAN’a teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca çalışmanın tamamlanmasında manevi desteklerini gördüğüm başta Yrd. Doç. Dr. Semra BANK, Prof. Dr. Harun TERZİ, Doç. Dr. Bünyamin ER ve Doç. Dr. Birol KARAKURT hocalarıma ve yaşamım boyunca her zaman yanımda olan aileme sonsuz şükranlarımı sunarım.

Trabzon, Mayıs 2016

Gülşah MANZAK

## İÇİNDEKİLER

|                           |          |
|---------------------------|----------|
| ÖNSÖZ .....               | IV       |
| İÇİNDEKİLER.....          | V-IX     |
| ÖZET .....                | X        |
| ABSTRACT .....            | XI       |
| TABLolar LİSTESİ .....    | XII      |
| ŞEKİLLER LİSTESİ .....    | XIII-XIV |
| GRAFİKLER LİSTESİ .....   | XV-XVI   |
| KISALTMALAR LİSTESİ ..... | XVII-XXI |
| GİRİŞ.....                | 1-6      |

## BİRİNCİ BÖLÜM

|                                                                             |             |
|-----------------------------------------------------------------------------|-------------|
| <b>1. AMERİKAN FİNANS SİSTEMİ VE KÜRESEL KRİZİN GELİŞİMİ.....</b>           | <b>7-76</b> |
| 1.1. Amerikan Finans Sisteminin Gelişimi ve Kriz Örnekleri.....             | 7           |
| 1.1.1. Ulusal Bankacılık Sistemi: 1864-1913.....                            | 7           |
| 1.1.2. 1907 Paniği ve Tröstler .....                                        | 9           |
| 1.1.3. Bankacılık Krizlerine Tepki: Federal Rezerv'in Kurulması .....       | 11          |
| 1.1.4. Büyük Buhran .....                                                   | 12          |
| 1.1.5. 1929 Büyük Buhran'ı Sonrasında Yaşanan Banka Düzenlemeleri.....      | 15          |
| 1.1.5.1. 1933 Glass-Steagall Yasası ve Federal Mevduat Sigorta Kurumu ..... | 16          |
| 1.1.5.2. 1999 Gramm-Leach-Bliley Yasası ve Glass-Steagall'ın Feshi .....    | 17          |
| 1.1.6. 1980'lerin Tasarruf ve Kredi Krizi .....                             | 19          |
| 1.1.7. 1990'ların Uzun Dönem Sermaye Yönetimi Krizi .....                   | 20          |
| 1.2. 2007-2009 Küresel Finans Krizinin İncelenmesi .....                    | 23          |
| 1.2.1. Krize Yol Açan Faktörler.....                                        | 24          |
| 1.2.1.1. Finansal Yenilikler ve Menkul Kıymetleştirme .....                 | 24          |

|                                                                                                        |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1.2.1.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşları .....                                                        | 29 |
| 1.2.1.3. Ahlaki Tehlike .....                                                                          | 36 |
| 1.2.1.4. Deregülasyon, Glass-Steagall Yasası'nın Yürürlükten Kaldırılması ...                          | 38 |
| 1.2.1.5. Finansal Birleşmeler ve Batmasına İzin Verilemeyecek Kadar Büyük<br>Finansal Kuruluşlar ..... | 42 |
| 1.2.1.6. Yeni Türev Ürünler ve Sistemik Risk Oluşumu.....                                              | 45 |
| 1.2.1.7. Gölge Bankacılık Sistemi .....                                                                | 48 |
| 1.2.1.8. FED'in Gevşek Para Politikası, Düşük Federal Fon Oranı ve Taylor<br>Kuralı.....               | 58 |
| 1.2.1.9. Küresel Finansman .....                                                                       | 64 |
| 1.2.1.10. Kaldıraç Kullanımı .....                                                                     | 68 |
| 1.2.1.11. Basel II'nin Yetersizlikleri ve Düzenleyici Arbitraj .....                                   | 73 |

## İKİNCİ BÖLÜM

### 2. KÜRESEL KRİZDEN ÇIKIŞ SÜRECİ, KRİZ SONRASI VARLIK FİYAT BALONLARI YÖNETİMİ VE REGÜLASYON .....77-154

|                                                                                                                                                   |    |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 2.1. Küresel Finansal Krizden Çıkış Süreci: Para ve Maliye Politikası Araçları .....                                                              | 78 |
| 2.1.1. Geleneksel Para Politikası Araçları ve Küresel Kriz .....                                                                                  | 78 |
| 2.1.2. Geleneksel Para Politikası Araçlarının Etkinsizliği: Borç Deflasyonu,<br>Likidite Tuzağı ve Nominal Faiz Oranlarında Sıfır Alt Sınırı..... | 81 |
| 2.2.1. Geleneksel Olmayana Dönüş: Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları<br>.....                                                            | 85 |
| 2.1.3.1. Likidite Sağlanması .....                                                                                                                | 87 |
| 2.1.3.1.1. Reeskont Penceresinin Genişletilmesi .....                                                                                             | 87 |
| 2.1.3.1.2. Dönemsel Açık Artırma İmkânı .....                                                                                                     | 88 |
| 2.1.3.1.3. Yeni Borç Verme Programları .....                                                                                                      | 89 |
| 2.1.3.2. Varlık Alımları .....                                                                                                                    | 89 |
| 2.1.3.3. Niceliksel Genişleme.....                                                                                                                | 90 |
| 2.1.3.4. Beklentilerin Yönetimi .....                                                                                                             | 93 |
| 2.1.4. FED'in Krize Tepkisi ve Değişen Varlık Kompozisyonu .....                                                                                  | 95 |
| 2.1.5. Maliye Politikası Araçları ve Küresel Kriz .....                                                                                           | 98 |

|                                                                                                  |     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 2.1.5.1. 2009 Amerikan Kurtarma ve Yeniden Yatırım Yasası .....                                  | 99  |
| 2.1.5.2. Maliye Politikasının Etkinliğine İlişkin Tartışmalar .....                              | 103 |
| 2.1.5.2.1. Teşvik-Kemer Sıkma Tartışması .....                                                   | 103 |
| 2.2. Para Politikası Stratejisi: Küresel Finansal Krizden Çıkarılan Dersler .....                | 106 |
| 2.2.1. Finansal Sektörde Yaşanan Gelişmelerin Ekonomiye Etkisi Düşünüldenden Daha Büyüktür ..... | 108 |
| 2.2.2. Makro Ekonomi Oldukça Doğrusal Değildir .....                                             | 109 |
| 2.2.3. Faiz Oranlarında Sıfır Alt Sınırı Ciddi Bir Sorun Olabilir .....                          | 112 |
| 2.2.4. Düşük Faiz Oranları Aşırı Risk Alımını Teşvik Edebilir .....                              | 114 |
| 2.2.5. Finansal Krizler Genellikle Mali Krize Yol Açabilir .....                                 | 116 |
| 2.2.6. Finansal Kriz Sonrası Temizleme Maliyeti Çok Yükseksector .....                           | 117 |
| 2.2.7. Fiyat ve Çıktı İstikrarının Sağlanması Finansal İstikrarı Garanti Etmez ....              | 119 |
| 2.3. Küresel Finansal Kriz ve Varlık Fiyat Balonları Yönetimi .....                              | 125 |
| 2.3.1. Merkez Bankaları Varlık Fiyat Balonlarına Müdahale Etmeliler Mi? .....                    | 125 |
| 2.3.1.1. Rüzgara Karşı Durma .....                                                               | 126 |
| 2.3.1.2. Greenspan Doktrini: Enkaz Temizliği .....                                               | 130 |
| 2.3.2. Varlık Fiyat Balonlarının Tanımlanması ve Türleri .....                                   | 133 |
| 2.3.2.1. Kredi Temelli Balonlar .....                                                            | 133 |
| 2.3.2.2. Akıldışı Taşkınlık Kaynaklı Balonlar .....                                              | 136 |
| 2.4. Makro İhtiyati Politikalar .....                                                            | 138 |
| 2.5. Kriz Sonrası Regülasyon: 2010 Dodd-Frank Finansal Düzenleme Reform Tasarısı .....           | 144 |

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 3. KÜRESEL KRİZ SONRASI TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASI STRATEJİSİ VE YENİ DÖNEM MERKEZ BANKACILIĞI .....155-217

|                                                                                                                                     |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 3.1. Yeni Para Politikası Stratejisi ve Ortaya Çıkış Süreci .....                                                                   | 155 |
| 3.1.1. Küresel Kriz Döneminde Alınan Tedbirler, Çıkış Stratejisi ve Kriz Sonrası İç ve Dış Talepte Ayrışma .....                    | 156 |
| 3.1.2. Niceliksel Genişleme Politikalarının GOÜ'lere ve Türkiye'ye Yansımaları: Küresel Dengesizlikler ve Sermaye Hareketleri ..... | 157 |



|                                                                                                                       |     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 3.1.3. Türkiye’de Makro İhtiyati Politika Uygulaması ve Yeni Politika Stratejisi                                      | 162 |
| 3.1.3.1. Fiyat İstikrarından Finansal İstikrara: Birden Fazla Politika Aracı Gereksinimi .....                        | 162 |
| 3.1.3.2. Geleneksel Olmayan Para Politikası Çerçevesi.....                                                            | 164 |
| 3.2. Yeni Politika Stratejisi Kapsamında Para Politikası Araçları.....                                                | 168 |
| 3.2.1. Faiz Koridoru .....                                                                                            | 168 |
| 3.2.1.1. Faiz Koridoru, TCMB Fonlama Kompozisyonu ve Para Politikası Duruşu .....                                     | 179 |
| 3.2.1.2. Faiz Koridoru ve Kredi-Mevduat Faiz Farkı İlişkisi.....                                                      | 182 |
| 3.2.2. Rezerv Opsiyonu Mekanizması .....                                                                              | 187 |
| 3.2.2.1. Otomatik Dengeleyici Olarak ROM’un İşleyişi.....                                                             | 194 |
| 3.2.2.2. Başabaş ROK Kavramı ve ROM Kullanımının Bankacılık Sektörüne Etkileri.....                                   | 196 |
| 3.2.2.3. Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödenmesi Yoluyla ROM Kullanımının TCMB Faizlerine Duyarlılığının Azaltılması ..... | 199 |
| 3.2.2.3. ROM Kullanım Oranını Etkileyen Unsurlar .....                                                                | 201 |
| 3.2.3. Zorunlu Karşılıklar.....                                                                                       | 205 |
| 3.2.3.1. Zorunlu Karşılıkların Aktarım Mekanizması .....                                                              | 205 |
| 3.2.3.2. Zorunlu Karşılıkların Para Politikası Açısından Önemi.....                                                   | 208 |
| 3.2.3.3. Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödenmesi .....                                                                     | 209 |
| 3.2.3.4. Kaldıraca Dayalı Zorunlu Karşılık Uygulaması.....                                                            | 211 |
| 3.3. Yeni Politika Stratejisinin İletişimi.....                                                                       | 214 |

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

|                                                                             |                |
|-----------------------------------------------------------------------------|----------------|
| <b>4. YENİ PARA POLİTİKASI STRATEJİSİNİN UYGULANMASI VE SONUÇLARI .....</b> | <b>218-261</b> |
| 4.1. Türkiye’de Yeni Politika Stratejisi Üzerine Literatür İncelemesi ..... | 218            |
| 4.2. 2010-2015 Para Politikası Uygulamaları .....                           | 226            |
| 4.1.1. 2010 Yılında Para Politikası Gelişmeleri.....                        | 227            |
| 4.1.2. 2011 Yılında Para Politikası Gelişmeleri.....                        | 231            |
| 4.1.3. 2012 Yılında Para Politikası Gelişmeleri.....                        | 235            |

|                                                                                                          |                |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|
| 4.1.4. 2013 Yılında Para Politikası Gelişmeleri .....                                                    | 238            |
| 4.1.5. 2014 Yılında Para Politikası Gelişmeleri .....                                                    | 241            |
| 4.1.6. 2015 Yılında Para Politikası Gelişmeleri .....                                                    | 243            |
| 4.3. TCMB'nin Geleneksel Olmayan Para Politikalarından Elde Edilen Sonuçların<br>Değerlendirilmesi ..... | 250            |
| 4.3.1. Uygulanan Politikaların Cari Denge Üzerindeki Etkisi .....                                        | 251            |
| 4.3.2. Uygulanan Politikaların Döviz Kurları Üzerindeki Etkisi .....                                     | 254            |
| 4.3.3. Uygulanan Politikaların Krediler Üzerindeki Etkisi .....                                          | 257            |
| 4.3.4. Uygulanan Politikaların Fiyat İstikrarı Üzerindeki Etkisi .....                                   | 258            |
| <b>SONUÇ VE ÖNERİLER .....</b>                                                                           | <b>262-274</b> |
| <b>YARARLANILAN KAYNAKLAR .....</b>                                                                      | <b>275-289</b> |
| <b>EKLER .....</b>                                                                                       | <b>290-300</b> |
| <b>ÖZGEÇMİŞ .....</b>                                                                                    | <b>301</b>     |

## ÖZET

Küresel finansal kriz öncesinde dünya genelinde uygulanan para politikalarına bakıldığında, genellikle fiyat istikrarı odaklı bir yapı dikkat çekmektedir. Nitekim söz konusu yapı içerisinde finansal istikrar ya geri planda kalmakta ya da bazen tamamen göz ardı edilmektedir. Merkez bankaları arasındaki hakim görüş fiyat istikrarı hedefine sıkı sıkıya bağlı kalındığı takdirde, hem makroekonomik hem de finansal istikrarın kendiliğinden gerçekleşeceği yönündedir. Ancak küresel kriz para politikasında ezberleri bozmuş, para politikası ile finansal düzenlemelere dair yeni bir dönem başlatmıştır. Yaşanan kriz; merkez bankalarının fiyat istikrarı yanında finansal istikrarı da gözetmeleri ve varlık fiyatlarındaki aşırılıklara karşı duyarsız kalmamaları gerektiğini açık bir biçimde ortaya koymuştur.

Bu çalışmanın amacı, 2007-2009 küresel finans krizinin incelenmesi ve krizin merkez bankacılığına yansımalarını ortaya koymaktır. Bu amaç doğrultusunda ilk olarak; krizin nedenleri, krizden çıkış sürecinde uygulanan politikalar, para politikası stratejisine ilişkin krizden çıkarılan dersler ve varlık fiyat balonlarının yönetiminde merkez bankalarının rolü incelenmiştir. Daha sonra Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)'nın 2010 yılının sonlarından itibaren, fiyat istikrarından ödün vermeden finansal istikrarı destekleyici bir amaç olarak gözeterek tasarladığı yeni politika stratejisine ilişkin detaylı bilgiler verilmiştir. TCMB tarafından asimetrik faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizmasının gerektiğinde döngüsellik karşıtı makro ihtiyati bir araç olarak kullanıldığı görülmüştür. Makro ihtiyati politikaların uygulanmasından sonra Türkiye'nin küresel faktörlere karşı duyarlılığının önemli ölçüde azaldığı ve yeni politika stratejisinin oldukça başarılı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

**Anahtar kelimeler:** Küresel Finansal Kriz, Finansal İstikrar, Varlık Fiyat Balonu, Makro İhtiyati Politikalar

## ABSTRACT

When examining monetary policies which are applied globally pre-global financial crisis, usually a price stability-oriented structure stands out. Hence, within the aforesaid structure, financial stability is either kept in the background or even sometimes completely neglected. The prevailing opinion among central banks is that, both macroeconomic and financial stability would spontaneously actualize, in case of abiding price stability target strictly. However, global crisis broke the routine for monetary policy and a new period concerning monetary policy and financial regulations started. This crisis clearly revealed that central banks should pay regard to financial stability along with price stability and not be remain deaf to asset price exuberances.

The purpose of this study is to examine the 2007-2009 global financial crisis and reveal the reflection of crisis on central banking. In line with this purpose, primarily; the cause of the crisis, policies applied in the course of coming out of the financial crisis, lessons taken from crisis regarding monetary policy strategy and, the role of central banks in the management of the asset price bubble are examined. Thereafter, beginning from the late 2010 of Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT), detailed information regarding new policy strategy which is designed as pursuing a supportive goal for financial stability without making concession on price stability, are given. It is seen that, when required, asymmetric interest rate corridor, reserve requirements and reserve option mechanism are being used as a countercyclical macroprudential tool, by CBRT. After the application of macroprudential policies, it is concluded that, sensitivity of Turkey towards global factors is majorly decreased and new policy strategy is succeeded considerably.

**Keywords:** Global Financial Crisis, Financial Stability, Asset Price Bubble, Macroprudential Policies

## TABLÖLAR LİSTESİ

| <u>Tablo Nr.</u> | <u>Tablonun Adı</u>                                                                                                        | <u>Sayfa Nr.</u> |
|------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|
| 1                | Küresel Finansal Kriz Sırasında FED'in Borç Verme Olanakları.....                                                          | 92-93            |
| 2                | FED'in Varlık ve Yükümlülükleri.....                                                                                       | 96               |
| 3                | Makro ve Mikro İhtiyatı Yaklaşımların Karşılaştırılması .....                                                              | 142              |
| 4                | ABD'de Önemli Finansal Yasalar .....                                                                                       | 152-154          |
| 5                | TCMB'nin Politika Araçları ve Amaçları .....                                                                               | 166              |
| 6                | Kısa Vadeli Faizler Değişmeden Fonlama Kompozisyonu Aracılığıyla Para Politikasının Sıkılaştırılması .....                 | 180              |
| 7                | Kısa Vadeli Faizler Değiştirildiği Halde Fonlama Kompozisyonu Aracılığıyla Para Politikasının Aynı Sıkılıkta Kalması ..... | 182              |
| 8                | Türk Lirası Likidite Yönetimi Çerçevesi ve Sadeleşme Adımları .....                                                        | 248              |

## ŞEKİLLER LİSTESİ

| <u>Şekil Nr.</u> | <u>Şekil Adı</u>                                                                         | <u>Sayfa Nr.</u> |
|------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|
| 1                | ABD’de Ticari Bankacılığın Erken Tarihçesi .....                                         | 9                |
| 2                | 1933 Bankacılık Yasası & Glass-Steagall Yasası (GSA).....                                | 17               |
| 3                | 1999 Finansal Hizmetlerin Modernizasyonu Yasası & Gramm-Leach-Bliley Yasası (GLBA) ..... | 18               |
| 4                | Bilanço Etkisi ve Ters Kaldıraç Kısır Döngüsü .....                                      | 22               |
| 5                | Geleneksel Konut Kredisi Sistemi: Oluştur ve Elde Tut (OTH) .....                        | 25               |
| 6                | Menkul Kıymetleştirme Besin Zinciri: Oluştur ve Dağıt (OTD) .....                        | 26               |
| 7                | Konut Balonu Öncesi ve Sonrasında Verilen İpotekli Konut Kredileri .....                 | 27               |
| 8                | Kredi Derecelendirme Kuruluşları Gelir Modeli .....                                      | 31               |
| 9                | CDO Dilimleri .....                                                                      | 34               |
| 10               | Ahlaki Tehlike: Asil-Vekil Sorunu .....                                                  | 36               |
| 11               | Finansal Birleşmeler ve TBTF Finansal Kuruluşlar.....                                    | 43               |
| 12               | Geleneksel Bankacılık Sistemi ve Gölge Bankacılık Sisteminin Karşılaştırılması.....      | 50               |
| 13               | Küresel Finansman ve Konut Balonunun Oluşumu .....                                       | 65               |
| 14               | 2009 Amerikan Kurtarma ve Yeniden Yatırım Yasası (ARRA) Harcama Kategorileri.....        | 102              |
| 15               | Finansal Kriz Öncesi ve Sonrasında Politika Değişimleri .....                            | 121              |
| 16               | İmkansız Üçleme & Politika Açmazı .....                                                  | 122              |
| 17               | Finansal Açmaz .....                                                                     | 124              |
| 18               | Varlık Fiyat Balonları ve Merkez Bankalarının Tepkisi .....                              | 128              |
| 19               | Kredi Temelli Varlık Fiyat Balonunun Gelişim Döngüsü .....                               | 134              |
| 20               | Kredi Temelli Varlık Fiyat Balonunun Patlama Döngüsü .....                               | 136              |
| 21               | Finansal Amplifikasyon (Hızlandırıcı) Mekanizması .....                                  | 139              |
| 22               | GÜ’lerin Niceliksel Genişleme Politikalarının GOÜ’lere ve Türkiye’ye Yansımaları.....    | 159              |



|    |                                                                                                  |     |
|----|--------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 23 | Politika Faizinin Tek Başına Kullanımı: Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrar<br>Ödünleşimi ..... | 160 |
| 24 | Yeni Dönem Para Politikası Çerçevesi.....                                                        | 166 |
| 25 | Kısa Vadeli Faizlerin Belirlenmesi, TCMB Fonlama Kompozisyonu ve Para<br>Politikası Duruşu ..... | 173 |



## GRAFİKLER LİSTESİ

| <u>Grafik Nr.</u> | <u>Grafiğin Adı</u>                                                                        | <u>Sayfa Nr.</u> |
|-------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|
| 1                 | Büyük Buhran Döneminde Hisse Senedi Fiyatları.....                                         | 13               |
| 2                 | Büyük Buhran Döneminde Kredi Marjı .....                                                   | 14               |
| 3                 | ABD Konut Sahipliği Oranı ve Eşik-Altı Kredilerin Yükselişi .....                          | 27               |
| 4                 | 1996-2008 Dönemi CDO Piyasası .....                                                        | 35               |
| 5                 | 2001-2008 Dönemi CDS Piyasası .....                                                        | 47               |
| 6                 | Farklı Kategorilerdeki Yapılandırılmış Ürünler için Repo Piyasası Risk Marjı Oranları..... | 53               |
| 7                 | Hisse Senedi Fiyatları ve Küresel Finansal Kriz .....                                      | 54               |
| 8                 | TED Marjı ve Küresel Finansal Krizi .....                                                  | 55               |
| 9                 | Shiller Fiyat-Kazanç Oranı ve Case-Shiller Konut Fiyat Endeksi .....                       | 59               |
| 10                | Faiz Oranları ve ABD’de Konut Patlaması .....                                              | 61               |
| 11                | Gerçekleşen Federal Fon Oranı ve Taylor Kuralı .....                                       | 63               |
| 12                | 2002-2009 Dönemi Case-Shiller Konut Fiyatları Endeksi.....                                 | 66               |
| 13                | 2003-2007 Dönemi Yatırım Bankaları Kaldıraç Oranları .....                                 | 70               |
| 14                | ABD’de Özel Sektör Borcunun GSYİH’ya Oranı .....                                           | 72               |
| 15                | 2004-2011 Dönemi Hedef ve Efektif Federal Fon Oranları.....                                | 79               |
| 16                | ABD Tarihinde Sıfır Sınırı ve Japonya’nın Kayıp On Yılı .....                              | 83               |
| 17                | FED’in Değişen Varlık Kompozisyonu .....                                                   | 97               |
| 18                | Finansal Kriz Sırasında TED ve LIBOR-OIS Marjları .....                                    | 110              |
| 19                | Küresel Kriz Sonrası Artan Risk İştahı ve Sermaye Hareketleri .....                        | 158              |
| 20                | TCMB Faizleri ve BIST Gecelik Repo Faizi .....                                             | 171              |
| 21                | Döviz ve Altın İmkanına İlişkin Rezerv Opsiyonu Katsayıları.....                           | 193              |
| 22                | Gerçekleşen ROM Kullanım Oranı ve Fonlama Maliyetleri .....                                | 198              |
| 23                | Bankacılık Sektörü Kaldıraç Oranlarının Dağılımı .....                                     | 212              |
| 24                | Türkiye’deki Portföy Hareketleri .....                                                     | 243              |
| 25                | Kısa Vadeli Faizler ve TCMB Fonlaması .....                                                | 245              |

|    |                                             |     |
|----|---------------------------------------------|-----|
| 26 | Cari İşlemler Dengesi .....                 | 251 |
| 27 | Cari Açığın Temel Finansman Kaynakları..... | 252 |
| 28 | Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi.....        | 256 |
| 29 | İma Edilen Döviz Kuru Oynaklığı .....       | 256 |
| 30 | Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları.....       | 258 |
| 31 | Enflasyon Gerçekleşmeleri ve Hedefleri..... | 260 |



## KISALTMALAR LİSTESİ

|      |                                                                                                                                                                                    |
|------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ABD  | :Amerika Birleşik Devletleri                                                                                                                                                       |
| AB   | :Avrupa Birliği (European Union)                                                                                                                                                   |
| ABS  | :Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (Asset-Backed Securities)                                                                                                                            |
| AIG  | :Amerikan Uluslararası Grup (American International Group)                                                                                                                         |
| AMLF | :Varlığa Dayalı Ticari Kağıtlar Para Piyasası Yatırım Fonu Likidite Kolaylığı (Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (ABCPMMMFLF) veya (AMLF)) |
| AOFF | :Ağırlıklı Ortalama Fonlama Faizi (Weighted Average Funding Rate)                                                                                                                  |
| API  | :Açık Piyasa İşlemleri (Open Market Operations)                                                                                                                                    |
| ARRA | :Amerikan Kurtarma ve Yeniden Yatırım Yasası (American Recovery and Reinvestment Act)                                                                                              |
| BHCs | :Banka Holding Şirketleri (Bank Holding Companies)                                                                                                                                 |
| BCBS | :Basel Bankacılık Gözetim Komitesi (Basel Committee on Banking Supervision)                                                                                                        |
| BDDK | :Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu                                                                                                                                          |
| BIF  | :Banka Sigorta Fonu (Bank Insurance Fund)                                                                                                                                          |
| BIS  | :Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank for International Settlements)                                                                                                                |
| BIST | :Borsa İstanbul                                                                                                                                                                    |
| BOJ  | :Japonya Merkez Bankası (Bank of Japan)                                                                                                                                            |
| CAR  | :Sermaye Yeterlilik Rasyosu (Capital Adequacy Ratio)                                                                                                                               |
| CDO  | :Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri (Collateralized Debt Obligations)                                                                                                          |
| CDS  | :Kredi Temerrüt Takası (Credit Default Swap)                                                                                                                                       |
| CEBA | :Bankacılık Rekabetinde Eşitlik Yasası (Competitive Equality in Banking Act)                                                                                                       |
| CEO  | :İcra Kurulu Başkanı (Chief Executive Officer)                                                                                                                                     |
| CFMA | :Emtia Vadeli İşlemler Modernizasyonu Yasası (Commodity Futures Modernization Act)                                                                                                 |
| CFPB | :Tüketici Finansal Koruma Bürosu (Consumer Financial Protection Bureau)                                                                                                            |

|             |                                                                                                                               |
|-------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| CFTC        | :Emtia Vadeli İşlemler Alım-Satım Komisyonu (Commodity Futures Trading Commission)                                            |
| CPFF        | :Ticari Kağıt Fonlama Kolaylığı (Commercial Paper Funding Facility)                                                           |
| CRA         | :Toplumsal Yeniden Yatırım Yasası (Community Reinvestment Act)                                                                |
| CRAs        | :Kredi Derecelendirme Kuruluşları (Credit-Rating Agencies)                                                                    |
| CRAR        | :Sermaye Riski (Ağırlıklı) Varlıklar Oranı (Capital to Risk (Weighted) Obligations)                                           |
| CTC         | :Konjonktür Karşıtı Sermaye Yeterlilikleri (Countercyclical Capital Requirements)                                             |
| DIDMCA      | :Mevduat Kurumlarının Deregülasyonu ve Parasal Kontrol Yasası (Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act) |
| DIF         | :Mevduat Sigorta Fonu (Deposit Insurance Fund)                                                                                |
| DSGE        | :Dinamik Stokastik Genel Denge (Dynamic Stochastic General Equilibrium)                                                       |
| ECB         | :Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank)                                                                                |
| EPS         | :Ek Parasal Sıkılaştırma (Additional Monetary Tightening)                                                                     |
| Fannie Mae  | :Federal Ulusal Konut Kredisi Kurumu (Federal National Mortgage Association (FNMA))                                           |
| FBSEA       | :Yabancı Bankaları Denetleme Yasası (Foreign Bank Supervision Enhancement Act)                                                |
| FDIC        | :Federal Mevduat Sigorta Kurumu (Federal Deposit Insurance Corporation)                                                       |
| FDICIA      | :Federal Mevduat Sigorta Kurumunu Geliştirme Yasası (Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act)                   |
| FED         | :ABD Merkez Bankası (Federal Reserve Bank)                                                                                    |
| FHA         | :Federal Konut İdaresi (Federal Housing Administration)                                                                       |
| FHLBanks    | :Federal Konut Kredisi Bankası (Federal Home Loan Banks)                                                                      |
| FIRREA      | :Finansal Kurumlarda Reform, Kurtarma ve Güçlendirme Yasası (Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act)     |
| FOMC        | :Federal Açık Piyasa Komitesi (Federal Open Market Committee)                                                                 |
| Freddie Mac | :Federal Konut Kredisi İpotek Şirketi (Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC))                                        |
| FSLIC       | :Federal Tasarruf ve Kredi Sigorta Şirketi (Federal Savings and Loan Insurance Corporation)                                   |
| FSOC        | :Finansal İstikrar Gözetim Konseyi (Financial Stability Oversight Council)                                                    |

|            |                                                                                                                                    |
|------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Ginnie Mae | :Devlet Ulusal İpotek Birliği (Government National Mortgage Association)                                                           |
| G10        | :Onlar Grubu (Group of 10)                                                                                                         |
| GOÜ        | :Gelişmekte Olan Ülke                                                                                                              |
| GSYİH      | :Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (Gross Domestic Product)                                                                                |
| GÜ         | :Gelişmiş Ülke                                                                                                                     |
| GLBA       | :Gramm-Leach-Bliley Yasası (Finansal Hizmetlerin Modernizasyonu Yasası (Financial Services Modernization Act))                     |
| GSA        | :Glass-Steagall Yasası (Glass-Steagall Act)                                                                                        |
| GSEs       | :Hükümet Destekli Kuruluşlar (Government-Sponsored Enterprises)                                                                    |
| GSG        | :Küresel Tasarruf Bolluğu (Global Saving Glut)                                                                                     |
| HERA       | :Konut ve Ekonomik Kurtarma Yasası (Housing and Economic Recovery Act)                                                             |
| HOEPA      | :Konut Sahipliği ve Öz Sermaye Koruma Yasası (Home Ownership and Equity Protection Act)                                            |
| IBBEA      | :Riegle-Neal Eyaletlerarası Bankacılık ve Şubeleşme Etkinliği Yasası (Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act) |
| IMF        | :Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)                                                                              |
| LBRR       | :Kaldıraca Dayalı Zorunlu Karşılık Uygulaması (Leverage Based Reserve Requirements)                                                |
| LCBOs      | :Karmaşık Bankacılık Organizasyonları (Large, Complex Banking Organizations)                                                       |
| LIBOR      | :Londra Bankalararası Faiz Oranı (London Interbank Offered Rate)                                                                   |
| LLR        | :Nihai Kredi Mercii (Lender of Last Resort)                                                                                        |
| LTCM       | :Uzun Dönem Sermaye Yönetimi (Long-Term Capital Management)                                                                        |
| LTV        | :Kredi Değer Oranı (Loan to Value Ratio)                                                                                           |
| MBS        | :İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet (Mortgage-Backed Security)                                                                           |
| MMDAs      | :Para Piyasası Mevduat Hesapları (Money Market Deposit Accounts)                                                                   |
| MMIFF      | :Para Piyasası Yatırımcı Fonlama Kolaylığı (Money Market Investor Funding Facility)                                                |
| NINJA      | :Gelir Yok, İş Yok, Varlık Yok (No Income, No Job, and No Assets)                                                                  |
| NIRP       | :Negatif Faiz Oranı Politikası (Negative Interest Rate Policy)                                                                     |
| NRSRO      | :Ulusal Olarak Tanınmış Derecelendirme Kuruluşları (Nationally Funding Facility)                                                   |

|        |                                                                                                      |
|--------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| NSFR   | :Net İstikrarlı Fonlama Oranı (Net Stable Funding Ratio)                                             |
| OTC    | :Tezgah Üstü (Over the Counter)                                                                      |
| OTD    | :Oluştur ve Dağıt (Originate-to-Distribute)                                                          |
| OTH    | :Oluştur ve Elde Tut (Originate-to-Hold)                                                             |
| PDCF   | :Piyasa Yapıcılara Tanınan Kredi İmkânı (Primary Dealer Credit Facility)                             |
| PPK    | :Para Politikası Kurulu                                                                              |
| QE1    | :Niceliksel Genişleme 1 (Quantitative Easing 1)                                                      |
| QE2    | :Niceliksel Genişleme 2 (Quantitative Easing 2)                                                      |
| QE3    | :Niceliksel Genişleme 3 (Quantitative Easing 3)                                                      |
| RFC    | :Yeniden Yapılandırma Finans Şirketi (Reconstruction Finance Corporation)                            |
| RND    | :Riske Duyarsız Olasılık Yoğunluk (Risk-Neutral Probability Density)                                 |
| ROK    | :Rezerv Opsiyonu Katsayısı (Reserve Option Coefficient)                                              |
| ROM    | :Rezerv Opsiyon Mekanizması (Reserve Option Mechanism)                                               |
| ROO    | :Rezerv Opsiyonu Oranı (Reserve Option Ratio)                                                        |
| SAIF   | :Tasarruf Kurumları Sigorta Fonu (Savings Association Insurance Fund)                                |
| SCP    | :Yapılandırılmış Kredi Ürünleri (Structured Credit Products)                                         |
| SEC    | :Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (Securities and Exchange Commission)                            |
| SFP    | :Olması Beklendiği İçin Gerçekleşen Kehanetler (Self-Fulfilling Prophecies)                          |
| SIFI   | :Sistemik Öneme Sahip Finansal Kuruluş (Systemically Important Financial Institution)                |
| SIV    | :Yapılandırılmış Yatırım Araçları (Structured Investment Vehicle)                                    |
| S&L    | :Tasarruf ve Kredi (Savings and Loan)                                                                |
| SPV    | :Özel Amaçlı Kurum (Special Purpose Vehicle)                                                         |
| TAF    | :Dönemsel Açık Artırma İmkânı (TAF) (Term Auction Facility)                                          |
| TALF   | :Vadeli Varlığa Dayalı Menkul Değerler Kredi Kolaylığı (Term Asset-Backed Securities Loan Facility ) |
| TARP   | :Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programı (Troubled Asset Relief Program)                                |
| T-Bill | :ABD Hazine Bonosu (Treasury Bill)                                                                   |
| TBTE   | :Var Olamayacak Kadar Büyük (Too Big To Exist)                                                       |
| TBTF   | :Batmasına İzin Verilemeyecek Kadar Büyük (Too Big To Fail)                                          |
| TBTM   | :Yönetilemeyecek Kadar Büyük (Too Big To Manage)                                                     |

|           |                                                                                                                       |
|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| TBTS      | :Kurtarılamayacak Kadar Büyük (Too Big To Save)                                                                       |
| TCMB      | :Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT))                                    |
| TED Marjı | :3 Ay Vadeli LIBOR Faiz Oranı ile 3 Ay Vadeli ABD Hazine Bonosu Getirisi Arasındaki Fark (Treasury-Eurodollar Spread) |
| TL        | :Türk Lirası                                                                                                          |
| TSLF      | :Vadeli Menkul Kıymetleri Borç Verme İmkânı (Term Securities Lending Facility )                                       |
| TÜFE      | :Tüketici Fiyatları Endeksi                                                                                           |
| ÜFE       | :Üretici Fiyatları Endeksi                                                                                            |
| VIX       | :Chicago Opsiyon Borsası Kurulu Volatilite Endeksi                                                                    |
| YP        | :Yabancı Para (Foreign Exchange)                                                                                      |
| ZIRP      | :Sıfır Faiz Oranı Politikası (Zero Interest Rate Policy)                                                              |
| ZLB       | :Sıfır Alt Sınırı (Zero Lower Bound)                                                                                  |



## GİRİŞ

2007 yılında Amerika Birleşik Devletleri (ABD) konut piyasasında başlayan dalgalanma kısa sürede tüm finansal sisteme yayılarak bir likidite krizine dönüşmüştür. ABD finansal sisteminin küresel sistem içindeki rolü göz önünde bulundurulduğunda, başta Avrupa ülkeleri olmak üzere küresel ölçekte bir finansal krize yol açmıştır. Finansal sektörde ortaya çıkan krizin daha sonra reel ekonomiye sirayet etmesi ise küresel ekonomide 1929 Büyük Buhranı'ndan bu yana yaşanan en derin durgunluk dönemiyle sonuçlanmıştır.

Krizle karşı uygulanan geleneksel para politikasının etkisiz hale gelmesinden dolayı, merkez bankaları geleneksel olmayan politikalara başvurmuştur. İçinde bulunulan dönemin olağanüstü küresel konjonktürü, merkez bankalarını alışlagelmiş yaklaşımların dışına çıkarak alternatif politikalar tasarlamaya yöneltmiştir.

Küresel krizin öncesi ve sonrasında merkez bankalarının finansal istikrara yönelik yaklaşımlarında önemli bir değişimin olduğu göze çarpmaktadır. 1990'lı yıllardan sonra enflasyon hedeflemesi rejiminin merkez bankaları tarafından sıklıkla kullanılması ile kısa vadeli faiz oranları ön plana çıkarken, diğer para politikası araçları ise ikincil plana atılmıştır. Merkez bankalarının fiyat istikrarı hedefine sıkı sıkıya bağlı kalmasının, kendiliğinden finansal istikrarı sağlayacağı düşünülmüştür. Fakat yaşanan krizle birlikte, merkez bankacıları arasında var olan bu güçlü inanış sarsıntıya uğramıştır. Politika aracı olarak sadece kısa vadeli faiz oranları kullanılarak fiyat istikrarını sürdürmenin ve aynı zamanda finansal istikrara katkıda bulunmanın yeterli olamayabileceği görülmüştür. Finansal sistemin mimarisinin değişmesi ile finansal istikrar kavramına atfedilen önemin gittikçe arttığı gözlenmiştir. Fiyat istikrarını sağlamanın yanı sıra finansal istikrara da katkı yapan yeni bir merkez bankacılığı anlayışı gerek akademisyenler gerekse politika yapıcılar arasında tartışılmaya başlanmıştır.

Küresel kriz sonrası, gerek risk iştahının ve sermaye akımlarının oynaklığındaki yükseliş, gerekse finansal istikrara yönelik farkındalığın artması merkez bankalarını alternatif politika araçları kullanmaya yöneltmiştir. Bu çerçevede Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) da 2010 yılının sonlarından itibaren, fiyat istikrarından ödün vermeden finansal istikrarı destekleyici bir amaç olarak gözeterek, yeni bir politika stratejisi tasarlamış ve uygulamaya koymuştur. Küresel kriz sonrasında finansal istikrara verilen önemin artmasına paralel olarak, TCMB para politikası stratejisini yeni dönemin özelliklerine göre şekillendirmiş ve politika araçlarını çeşitlendirmiştir. Bu kapsamda birbirini tamamlayıcı nitelikte farklı politika araçlarını bir arada kullanarak makroekonomik ve finansal istikrarın tesisine ve sürdürülmesine çalışılmıştır.

Bu çalışmanın amacı, yukarıda belirtilen hususlar paralelinde, *2007-2009 küresel finans krizinin incelenmesi ve krizin merkez bankacılığına yansımalarını ortaya koymaktır*. Çalışmanın temel hipotezi, *ABD’de finansal piyasaların deregülasyonu ile tekelleşen ve ahlaki tehlikeye bulaşan finansal hizmetler endüstrisinde, kredi genişlemesi ve aşırı kaldıraç kullanımının küresel finansman ile birleşerek, finansal yenilikler (finansal türev ürünler) aracılığı ile fiyat balonlarına yol açtığı ve balonların patlamasıyla da finansal krizin ortaya çıktığı* şeklinde oluşturulmuştur. Dolayısıyla krizin, dışsal şoklar tarafından değil, bilhassa finansal piyasaların içindeki dinamikler tarafından gerçekleştiği ve küresel finansal sistemin birbiri ile aşırı derecede bağlantılı hale gelmesi sonucu küresel ölçeğe yayıldığı savunulmaktadır. Çalışmamızda öne sürülen ana hipotezimiz çerçevesinde, birinci bölümde, ABD’de konut balonunun finansal krize dönüşmesine yol açan başlıca faktörler irdelenmiştir.

Çalışma ana hipotez altında üç hipotez daha içermektedir: Birincisi, *küresel kriz öncesinde merkez bankacıları arasında hâkim görüş olan fiyat ve çıktı istikrarına ulaşmanın finansal istikrarı kendiliğinden sağlayacağı ve varlık fiyat balonları oluşumunu azaltacağı inancı ekonomiyi istikrarsızlıktan korumaya yetmemiş, aksine istikrarsızlığı adeta teşvik etmiştir*. Şöyle ki, enflasyon ve çıktı dalgalanmalarının düşük oynaklığı piyasa katılımcılarının ekonomik sistemde mevcut olan riskleri daha az değerlendirmelerine neden olmuş ve böylece aşırı risk alarak krizin oluşumunda katkıda bulunmalarını sağlamıştır. Bu görüşle ilgili açıklamalara çalışmanın ikinci bölümünde yer verilmiştir.

İkincisi, *kriz öncesi düzenleyici otoritelerin bireysel finansal kurumların tek tek güvenliği ve sağlamlığına odaklanan mikro ihtiyati denetim ile meşgul olmaları ve finansal sistemin bir bütün olarak güvenliği ve sağlamlığına odaklanan makro-ihtiyati denetimin ikincil plana atılması krizde önemli bir rol oynamıştır*. Bankalar ve diğer finansal kurumların karşılıklı davranışları sonucu oluşan içsel nitelikteki sistemik risklerin, kurumlar arası bağlantıların ve ortak riske maruz kalmaların sistemin bütün olarak istikrarını tehlikeye atabileceği gerçeği göz ardı edilmiştir. Bu kapsamda, çalışmanın ikinci bölümünde mikro ve makro ihtiyati politika uygulamalarından bahsedilmiştir.

Üçüncüsü, *TCMB'nin kriz sürecinde aktif bir politika izleyerek krize yönelik almış olduğu tedbirlerin krizden çıkış sürecinde başarılı olmasına rağmen, gelişmiş ülke merkez bankalarının uyguladıkları geleneksel olmayan para politikaları TCMB'nin 2010 yılının sonlarından itibaren yeni bir para politika stratejisi tasarlamasını gerektirmiş ve bu çerçevede geliştirilen makro-ihtiyati politika araçları fiyat istikrarını ve finansal istikrarı destekleyerek kriz eğilimli çevrenin önlenmesinde katkı sağlamıştır*. Çalışmanın üçüncü ve dördüncü bölümü bu konunun detaylı bir şekilde analiz edilmesine ayrılmıştır.

Çalışmada ileri sürülen yukarıdaki görüşler, teorik (kuramsal) açıklamalar ile ortaya koyulmaya çalışılmıştır. Bu çalışmanın çeşitli açılardan önem arz ettiği düşünülmektedir. İlk olarak, çalışmadan elde edilecek sonuçların, küresel krizin merkez bankacılığı alanında nasıl bir etkiye yol açtığına ilişkin yapılan tartışmalara teorik bir katkı sunması beklenmektedir. Nitekim, yapılan literatür araştırması sonucunda, krizden çıkarılan dersler doğrultusunda, uluslararası literatürde merkez bankalarının varlık fiyat balonlarının yönetiminde nasıl bir rol üstlenmeleri gerektiğine ilişkin dikkat çeken çalışmaların yapıldığı görülmüştür. Örnek olarak, White (2009), Mishkin (2011b, 2014) ve Hahn ve diğerleri (2012) tarafından yapılan çalışmalar gösterilebilir. Ancak, Türkiye özelinde yapılan literatür taramasında, krizin merkez bankacılığına yansımalarını ortaya koyan bir yüksek lisans ya da doktora tezine rastlanmamıştır. Literatürdeki bu eksiklik çalışmanın yapılma gerekçelerinin başında gelmektedir. Bu bakımdan çalışma, *küresel krizin nedenlerini, krizden çıkış sürecinde uygulanan politikaları, para politikası stratejisine ilişkin krizden çıkarılan dersleri, varlık fiyat balonlarının yönetiminde merkez bankalarının rolünü, mikro ve makro ihtiyati politikaların karşılaştırılmasını, kriz sonrası regülasyonu ve son olarak Türkiye’de 2010 yılının sonlarından itibaren uygulanan yeni para politikası*

*stratejisini* inceleyen uluslararası literatürdeki az sayıdaki çalışmadan ve Türkçe literatürdeki ilk çalışmalardan biri olması nedeniyle önem arz etmektedir.

Tez, *zaman itibariyle*; Amerikan finans sisteminin gelişimi ve bu süreçte yaşanan kriz örneklerine yer verildiği 1782 sonrası ve 2000’li yıllar ile küresel krizin etkin olduğu ve Türkiye özelinde makro ihtiyati politika uygulamalarının incelendiği 2007-2015 aralığını kapsamakta, *mekan itibariyle* de başta ABD olmak üzere, krizin yayıldığı küresel ekonomileri ve özellikle de Türkiye ekonomisini esas almaktadır. Çalışmada geniş kapsamlı kuramsal literatür taraması yapılarak, araştırmanın ana temasının ve önemli sorunlarının saptanması, incelenmesi, konuyla ilgili kavramların açıklanması ve uygulanan politikaların irdelenerek sonuçlarının değerlendirilmesine çalışılmıştır. Çalışmada zaman periyodu, veri kısıtı, kurumsal kısıtlar ve ülkeye özgü faktörler göz önünde bulundurularak ekonometrik bir analiz yapılamamıştır. Bu çalışmanın sınırlılıklarının, aynı zamanda, gelecekte yapılacak çalışmalar için bir motivasyon teşkil edebileceği düşünülmektedir.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın birinci bölümü iki kısma ayrılmıştır. İlk kısımda, Amerikan finans sisteminin gelişimi ve bu süreçte yaşanan kriz örneklerine yer verilmiştir. Bu sistemi tam olarak anlayabilmek için nasıl ve niçin oluşturulduğunu anlamının önemli olduğu düşünülmektedir. Buna ek olarak, finansal sektörü kuvvetlendirmek ve banka paniklerini önlemek için tasarlanmış düzenlemelerin tarihi kökenleri incelenmiştir. Örneğin Federal Rezerv Sistemi (Federal Reserve ya da kısaca FED)’nin 1913 yılında kurulması büyük oranda 1907 paniğinden çıkarılan derslerin bir sonucu olarak kabul edilmektedir. FED’in kurulmasının finansal krizleri önlemede etkili olup olmadığı; şayet olduysa, sistemin mevcut krizi engellemede neden başarısız olduğu sorularının yanıtları aranmıştır. İkinci kısımda ise Amerika’da başlayan ve neredeyse tüm dünyayı etkisi altına alan 2007-09 küresel finans krizine yol açan süreç ve olgular tartışılmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümü beş alt başlığa ayrılmıştır. Birinci başlıkta, kriz yönetiminde temel bir rol üstlenen FED’in geleneksel para politikası ile krize tepkisi incelenmiş ve bu stratejinin kriz sürecinde neden yetersiz kaldığı açıklanmıştır. Daha sonra geleneksel olmayan para politikalarına başvurmak durumunda kalan FED’in bu kapsamda uyguladığı politikalar ve neticesinde değişen varlık kompozisyonu detaylı biçimde

incelenmiştir. Takip eden kısımda ihtiyari maliye politikası örneği olan 2009 Kurtarma Yasası ve etkileri değerlendirilmiştir. İkinci başlıkta, küresel finans krizi sırasında yaşanan olaylardan para politikası stratejisi adına çıkarılabilecek yedi temel ders maddeler halinde analiz edilmiştir. Üçüncü başlıkta ise küresel kriz sonrasında en güncel tartışmalardan biri olan merkez bankalarının varlık fiyat balonlarına nasıl tepki vermeleri gerektiği konusunda literatürde yer alan iki farklı görüşe ilişkin teorik açıklamalar değerlendirilmiştir. Dördüncü başlıkta küresel kriz sonrasında bireysel kurumların tek tek güvenliği ve sağlamlığına odaklanan mikro-ihtiyati denetimin gerekli fakat yeterli olmayışının ortaya çıkması ile gündemin birincil sıralarına taşınan makro-ihtiyati politika uygulamalarından bahsedilmiştir. Beşinci ve son kısımda kriz sonrası regülasyon kapsamında 2010 Dodd-Frank Yasası hakkında bilgiler verilmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümü üç alt başlığa ayrılarak, TCMB'nin 2010 yılının sonlarından itibaren uyguladığı yeni para politikası stratejisi değerlendirilmiştir. Bu doğrultuda birinci başlıkta, öncelikle oynak sermaye hareketleri, hızlı kredi genişlemesi ile varlık ve emtia fiyatlarındaki dalgalanmalardan kaynaklanan finansal riskleri azaltmak için kullanılan yeni para politikasının ortaya çıkış süreci anlatılmakta ve yeni politikaya geçiş nedenlerinden bahsedilmektedir. Daha sonra fiyat istikrarı ve finansal istikrar ilişkisi detaylandırılmakta, yeni para politikası stratejisi hakkında genel bilgiler verilerek, makro-ihtiyati politika araçlarının nasıl ve hangi amaca yönelik olarak kullanıldığı açıklanmaktadır. İkinci başlıkta, Türkiye özelinde asimetrik faiz koridoru, Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM) ve likidite yönetiminin aktif birer politika aracı olarak kullanılması merkez bankacılığında yeni bir yaklaşım olduğu için, söz konusu politika araçlarına ilişkin detaylı bilgiler verilmiştir. Üçüncü başlıkta iletişime dair hususlar ele alınmaktadır.

Çalışmanın dördüncü ve son bölümünde, yeni para politikası stratejisinin uygulanması ve sonuçlarına yer verilmiştir. Aşırı oynak sermaye akımlarını yönetmek ve finansal istikrarı korumak amacıyla uygulanan makro-ihtiyati politika araçlarının performansı tartışılmakta ve uygulanan politikaların sonuçları değerlendirilmektedir. Bu kapsamda üç alt başlığa ayrılan bu bölümün ilk kısmında, Türkiye'de yeni politika stratejisi üzerine literatür incelemesine yer verilmiştir. İkinci başlıkta ise TCMB politikalarının 2010 ile 2015 arasındaki seyri detaylı bir şekilde analiz edilmiştir. Son

olarak üçüncü başlıkta, TCMB'nin geleneksel olmayan para politikalarından elde edilen sonuçlar değerlendirilerek, uygulanan politikaların; cari denge, döviz kurları, krediler ve fiyat istikrarı üzerindeki etkileri incelenmiştir.

Çalışmanın sonuç ve öneriler kısmında, çalışmadan elde edilen önemli bulgular özetlenmekte ve politika önerileri sunulmaktadır. Son olarak çalışmanın nasıl geliştirilebileceğine dair gelecekte yapılacak çalışmalara yardımcı olması amacıyla bazı tavsiyelerde bulunulmuştur.



## **BİRİNCİ BÖLÜM**

### **1. AMERİKAN FİNANS SİSTEMİ VE KÜRESEL KRİZİN GELİŞİMİ**

Bu bölümün ilk kısmında, Amerikan finans sisteminin gelişimi ve bu süreçte yaşanan kriz örneklerine yer verilmiştir. Bu sistemi tam olarak anlayabilmek için nasıl ve niçin oluşturulduğunu anlamamanın önemli olduğu düşünülmektedir. Buna ek olarak, finansal sektörü kuvvetlendirmek ve banka paniklerini önlemek için tasarlanmış düzenlemelerin tarihi kökenleri incelenmiştir. Örneğin FED'in 1913 yılında kurulması büyük oranda 1907 paniğinden çıkarılan derslerin bir sonucu olarak kabul edilmektedir. FED'in kurulmasının finansal krizleri önlemede etkili olup olmadığı; şayet olduysa, sistemin mevcut krizi engellemede neden başarısız olduğu sorularının yanıtları aranmıştır. İkinci kısımda ise ABD'de başlayan ve neredeyse tüm dünyayı etkisi altına alan 2007-09 küresel finans krizine yol açan süreç ve olgular tartışılmıştır. Burada üzerinde önemle durulması gereken konulardan biri de, teknolojik gelişmeler ve finansal yeniliklerin geleneksel bankacılık güvenlik ağını zayıflattığı, finans yapısında önemli değişikliklere neden olduğu ve krizlerin doğasını önemli ölçüde etkilediğidir. Ayrıca bankacılık sektörüne ilişkin sıkı düzenlemeler ve yenilikçi finansal araçların ortaya çıkışı da gölge bankacılığın yükselişini desteklemiştir. Buna ek olarak, FED'in gelecekteki olası bir paniği önlemek için gözetim ve düzenleme yetkilerini nasıl değiştirmesi gerektiği konuları üzerinde durulmuştur.

#### **1.1. Amerikan Finans Sisteminin Gelişimi ve Kriz Örnekleri**

##### **1.1.1. Ulusal Bankacılık Sistemi: 1864-1913**

ABD'deki ticari bankacılık endüstrisinin, 1782 yılında Philadelphia'da Bank of North America'ya lisans verilmesiyle başladığı görülmektedir. Bu bankanın başarılı olmasıyla birlikte diğer bankalar da ticarete başlamışlardır. Bankacılığın ilk yıllarında endüstrideki temel tartışma, Federal hükümetin mi yoksa eyaletlerin mi bankacılık

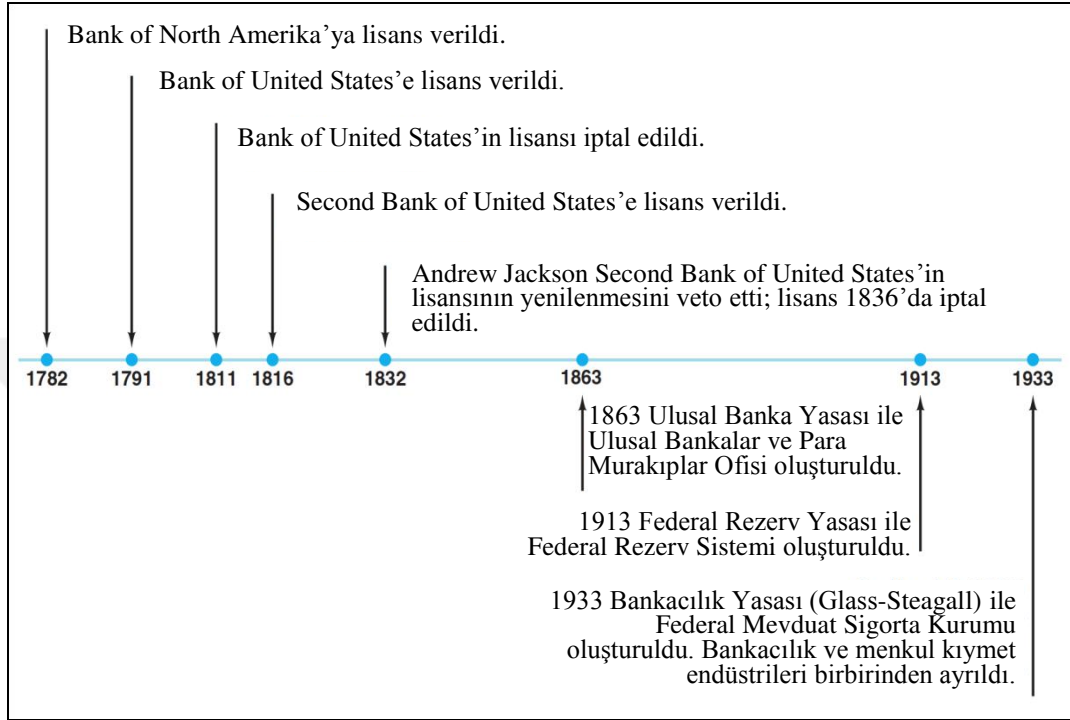
endüstrisine lisans vermesi üzerine yoğunlaşmaktadır. Federalistler, özellikle de Alexander Hamilton, bankacılığın daha merkezi kontrolünü ve Federal lisanslamayı öneren tarafta yer almaktadır. Bu kesimin çabaları sayesinde 1791 yılında para ve kredi arz miktarından sorumlu bir kamu kurumu olan merkez bankası özelliğine sahip Bank of United States kurulmuştur. Bununla birlikte, tarımsal ve diğer alanlar merkezi güce oldukça şüpheli bir şekilde yaklaşmışlar ve lisanslamanın eyaletler tarafından yapılmasını önermişlerdir. Bu çevrelerin büyük şehirlerde parasal çıkarlara duyduğu güvensizlik, Bank of United States'in tasfiye edilmesine yönelik politik baskıları artırmıştır. 1811'de bu çabalar sonuç vermiş ve bankanın lisansı yenilenmemiştir. Ancak, eyalet bankalarının suiistimale açık olması ve 1812 Savaşı'nda Federal hükümete fon sağlamaya yardım edecek bir merkez bankasına açık bir şekilde ihtiyaç duyulması sebebiyle, Kongre 1816 yılında Second Bank of United States'in oluşturulması için harekete geçmiştir. Merkezileşmiş bankacılık gücünün savunucuları ve karşıtları arasındaki gerilim devam etmiş ve eyalet haklarının güçlü bir savunucusu olan Andrew Jackson'ın seçilmesiyle birlikte Second Bank'ın kaderine de mühür vurulmuştur. 1832'deki seçimden sonra Jackson, Second Bank of United States'e ulusal banka lisansının yeniden verilmesini veto etmiş ve lisans belgesi 1836'da iptal edilmiştir. Bu tarihten 1863 yılına kadar ABD'deki bütün ticari bankalara, her bir eyalette faaliyet gösteren eyalet bankacılık komisyonu tarafından lisans verilmiştir (Mishkin, 2011a: 247-248).

1864'den 1913 yılına kadar olan dönemde Amerikan bankacılığına federal olarak düzenlenen ulusal bankalardan oluşan sistemin hâkim olduğu gözlenmektedir. Ancak ulusal banka rejimi de çok sayıda banka iflasları ve önemli finansal krizler yaşamıştır. Bir bankanın mevduat çekme taleplerini karşılamak için yeterince parası olmadığı söylentileri, hızlı bir şekilde bir bankaya hücumu neden olabilmektedir. Bir bankaya hücum daha sonra bir salgın başlatarak diğer bankalara hücumu yol açabilmektedir. Bu da yaygın paniğe neden olarak yerel ekonomiyi harap edebilme riski taşımaktadır. Buna tepki olarak bazı bölgelerdeki bankacılar bir panik durumunda bir üyenin yükümlülüklerini ortaklaşa garanti edebilmek için kaynaklarını yerel takas odaları (local clearing houses) oluşturmak için birleştirmişlerdir. Bazı eyaletler ise kendi banka mevduatları için mevduat sigortası uygulaması başlatmışlardır (Krugman ve Wells, 2013: 403).



Çalışmaya yardımcı olması açısından Şekil 1’de, Amerikan bankacılık tarihinde II. Dünya Savaşı öncesindeki en önemli tarihlerin bir zaman çizelgesi verilmiştir.

**Şekil 1: ABD’de Ticari Bankacılığın Erken Tarihçesi**



**Kaynak:** Mishkin, 2011a: 248

### 1.1.2. 1907 Paniği ve Tröstler

Second Bank of United States'in ulusal lisansına 1836'da son verilmesi, Amerikan finansal piyasalarında çeşitli sorunların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Çünkü bir banka paniğinin ortaya çıkması durumunda bankacılık sistemine rezerv sağlayabilecek bir nihai kredi verme mercii bulunmamaktadır. Bu nedenle, on dokuzuncu yüzyılda ve yirminci yüzyılın başlarında, ülke çapında banka panikleri düzenli bir olay olmaya ve her yirmi yılda bir meydana gelmeye başlamıştır.

1907 paniğinin merkezi New York City olmasına rağmen, sonuçları tüm ülkeyi tahrip etmiş ve derin bir dört yıllık durgunluğa sebep olmuştur. Kriz başlangıçta sadece zengin müşterilerin bıraktıkları miras ve varlıkları yönetmek üzere kurulan fakat sonradan mevduat da kabul etmeye başlayan tröst (servet yönetimi şirketi (trusts)) ya da banka-

benzeri kuruluşlar olarak bilinen New York kuruluşlarında başlamıştır. Bu tröstlerin sadece düşük riskli faaliyetlerde bulunacağı varsayıldığı için, bankalara kıyasla daha az denetlenmiş, daha düşük rezerv zorunlulukları ve nakit rezervlerine sahip olmuşlardır. Fakat yirminci yüzyılın ilk on yılında ekonomi hızla büyürken, tröstler bankalara spekülasyonun yasaklanmış olduğu gayrimenkul ve hisse senedi piyasalarında spekülasyon yapmaya başlamışlardır. Bankalardan daha az denetlenen tröstler bu sayede yatırımcılarına yüksek getiriler sağlamışlardır. Yatırımcıların tröstleri bankalar gibi güvenli algılamaları nedeniyle, bankaların itibarından bedava faydalanmışlardır. Sonuç olarak, tröstler hızla büyümüş ve 1907’de New York City’deki tröstlerin toplam varlığı bankalarınkine eşit olmuştur. Ancak tröstler New York City bankalarının oluşturduğu ve birbirlerinin sağlığını garantiye aldıkları konsorsiyum olan New York Takas Odasına (New York Clearing House) katılmayı da reddetmişlerdir. Çünkü bu durum tröstlerin daha fazla nakit rezerv tutmalarını gerektireceği için, karlarının azalmasına yol açacaktır (Krugman ve Wells, 2013: 403; Krugman, 2015: 141).

Tıpkı 2007-09 küresel finans krizinde olduğu gibi, 1907 paniğinde de aşırı spekülasyondan kaynaklanan büyük kayıplar bankacılık sistemini istikrarsızlığa sürüklemiştir. 1907 paniği büyük bir New York tröstü olan ve hisse senedi piyasasındaki başarısız spekülasyonlar sonucu büyük kayıplar yaşayan Knickerbocker Tröstü’nün iflası ile başlamıştır. Hızlı bir şekilde, diğer New York tröstleri baskı altına girmiş ve korkan yatırımcılar fonlarını çekmek için uzun kuyruklar oluşturmuştur. New York Takas Odası müdahale edip tröstlere borç vermeyi reddetmiş ve hatta sağlıklı tröstler ciddi saldırılara maruz kalmıştır. İki gün içinde bir düzine büyük tröst iflas etmiş, kredi piyasası donmuş ve hisse senedi piyasası dramatik düşüşler yaşamıştır (Krugman ve Wells, 2013: 403-404).

New York’un en zengin adamı olan bankacı JP Morgan hemen paniği durdurmak için müdahale etmiştir. Krizin yaygınlaştığını ve kısa sürede sağlıklı kuruluşları, tröstleri ve hatta bankaları da içine çekeceğini farkına vardığında, diğer bankacılarla, John D. Rockefeller gibi zengin adamlarla ve ABD Hazine Bakanı ile birlikte hareket etmiştir. Bankaların ve tröstlerin rezervlerini destekleyerek mevduat çekme hücumlarına dayanmalarını sağlamaya çalışmışlardır. İnsanlar paralarını çekebileceklerine ikna olduklarında, panik sona ermiştir. Paniğin kendisi bir haftadan biraz fazla sürdüğü halde, yaşanan panik ve hisse senedi piyasasının çöküşü ekonominin büyük bir kısmını tahrip

etmiştir. Sonrasında gelen dört yıllık durgunlukta üretim %11 düşmüş ve işsizlik %3'den %8'e yükselmiştir (Krugman ve Wells, 2013: 404).

1907 paniğinin nedenlerinin küresel finans krizinin kökleri ile önemli bir benzerlik taşıdığı görülmektedir. Banka benzeri kurumlar olan tröstler, '*kurallı sistemin dışında*' faaliyet gösterebildikleri için daha iyi kazançlar sunabilmişler ve bu sayede hızla büyümüşlerdir. Fakat bu durum onları bir finans krizinin merkezi haline getirmiştir. Bir yüzyıl sonra aynı şey küresel finans krizinde merkezi bir rol oynayan gölge bankalar için yaşanmıştır.

### 1.1.3. Bankacılık Krizlerine Tepki: Federal Rezerv'in Kurulması

Bilindiği üzere, bankanın yatırımlarının kötü gittiğine ve artık mevduat sahiplerine ödeyebileceği aktifi kalmadığına ilişkin doğru ya da yanlış bir söylenti ortaya çıkabilmektedir. Bu durum mevduat sahiplerinin çok geç olmadan paralarını almak için bankaya koşmalarına neden olacaktır. Buna '*bankaya hücum*' (bank run) denilmektedir. Çıkan söylenti gerçek dışı bile olsa, genellikle böyle bir hücum bankanın batmasına yol açmaktadır. Banka hızla nakit toplayabilmek için aktiflerini yok pahasına (fire sale<sup>1</sup>) satmak zorunda kalacak ve tabii ki bu fiyatlarla aktifleri borçlarını karşılamaya yetmeyecektir. Gerçek dışı söylentilere dayanan hücumlar bile sağlıklı kuruluşları batırabileceinden, bankaya hücumlar '*olması beklendiği için gerçekleşen kehanetlere*' (self-fulfilling prophecies (SFP)) dönüşmektedir. Bir banka yatırımları kötü gittiği için değil, yalnızca yakında bir hücumla maruz kalacağına ilişkin söylentilerin çıkarılması nedeniyle batabilir. Nitekim böyle bir söylentiye yol açabilecek şeylerden biri, diğer bankaların zaten hücumlara maruz kalmış olmalarıdır. Büyük Buhran'dan önce ABD'deki finans sisteminin tarihi belirli aralıklarda ortaya çıkan panikler ile kesintiye uğramıştır (1907 Paniği gibi). Bu panikler çoğunlukla batan her bankanın diğer bankalara olan güveni zedelediği ve finansal kurumların domino taşları gibi arka arkaya devrildiği salgın (contagious) halindeki banka hücumlarıdır. Tüm finans krizleri birbirlerine bir ailedeki benzerlikler gibi benzeme eğilimindedir (Krugman, 2015: 140).

---

<sup>1</sup> Varlıkların piyasa değerinin altında elden çıkarılması anlamına gelen 'fire sale' teriminin Türkçe karşılığı olarak; yok pahasına satış, zararına satış ya da haraç meraç satış vb. kullanılabilir.

1907 paniği, yaygın banka iflaslarıyla ve mevduat sahiplerinin önemli kayıplarıyla sonuçlanmıştır. Nihayetinde de kamuoyu, gelecekteki paniklerin engellenmesi için bir merkez bankasının gerekli olduğuna ikna olmuştur.

Amerikan kamuoyunun finans dünyasına olan güvensizliği ve gücün merkezileşmesi endişesi, tek bir merkez bankasının kurulması karşısında güçlü bir muhalefet yaratmıştır. Bu konulara yönelik tartışmalar neticesinde, sonunda bir uzlaşmanın sağlandığı gözlenmiştir. Kongre, 1913 yılında Federal Rezerv Yasası ile ayrıntılı bir sınırlamalar ve dengeler sistemi oluşturmuştur. Bu yasayla gücü bölgeler arasında dağıtmak amacıyla, diğer ülkelerde olduğu gibi tek bir merkez bankası yerine, on iki bölgesel Federal Rezerv bankasından oluşan FED yaratılmıştır. FED'in resmi yapısı on iki bölgesel Federal Rezerv bankasından, 2900 civarında üye ticari bankadan, Federal Rezerv Sistemi Guvernörler Kurulu (Boards of Governors of the Federal Reserve System)'ndan, Federal Açık Piyasa Komitesi (Federal Open Market Committee (FOMC))'nden ve Federal Danışma Meclisi'nden oluşmaktadır. FED kâğıt üzerinde ademi merkeziyetçi bir yapıda olmasına karşın, uygulamada Guvernörler Kurulu tarafından özellikle de kurulun başkanı tarafından kontrol edilen birleşik bir merkez bankası gibi işlev görmektedir (Mishkin, 2011a: 311-330).

Özetle FED, banka paniklerinin sıklığını azaltmak için 1913 yılında yaratılmıştır. Bilindiği üzere, finansal krizler fonların, verimli yatırım fırsatlarına sahip olan kişilere aktarılmasını engelleyebilmekte ve iktisadi faaliyette keskin bir düşüşe neden olabilmektedir. Daha istikrarlı bir finansal sistemin sağlanabilmesi için finansal krizlerden kaçınmak, merkez bankaları için önemli bir amaçtır. Gerçekten de FED'in 1907 yılındaki banka paniğine cevap olarak finansal istikrarın sağlanması için kurulduğu kabul edilmektedir.

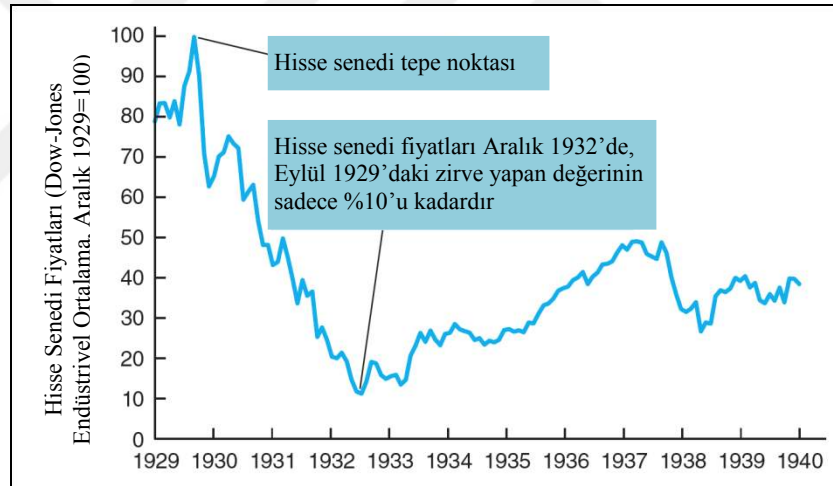
#### **1.1.4. Büyük Buhran**

FED'in kurulması banka rezervlerinin tutulmasını merkezileştirmesine rağmen, bankaya hücum tehdidini önlemede başarısız olduğu görülmüştür. Nitekim tarihin en şiddetli bankacılık krizi 1930'ların başlarında Büyük Buhran (Great Depression) esnasında gerçekleşmiştir.

Mishkin (2013)'e göre, ABD tarihinin en önemli finansal krizine yol açan Büyük Buhran aşağıdaki detayları verilen dört aşamada gerçekleşmiştir (Mishkin, 2013: 231-234):

1. *Hisse Senedi Piyasası Çöküşü*: 1928 ve 1929 yıllarında ABD hisse senetleri piyasasında fiyatlar ikiye katlanmıştır. FED yetkilileri hisse senedi piyasasında yaşanan bu yükselişi aşırı spekülasyon olarak değerlendirmişlerdir. Hisse senedi fiyatlarındaki yükselişi frenlemek için FED, sıkı para politikası izleyerek faiz oranlarını artırmıştır. Fakat Grafik 1'de gösterildiği üzere, 1929 sonunda hisse senedi piyasası %40 oranında düşerek, 1932 yılı itibarıyla çöktüğünde, FED beklediğinden çok farklı bir sonuçla karşılaşmıştır.

**Grafik 1: Büyük Buhran Döneminde Hisse Senedi Fiyatları**



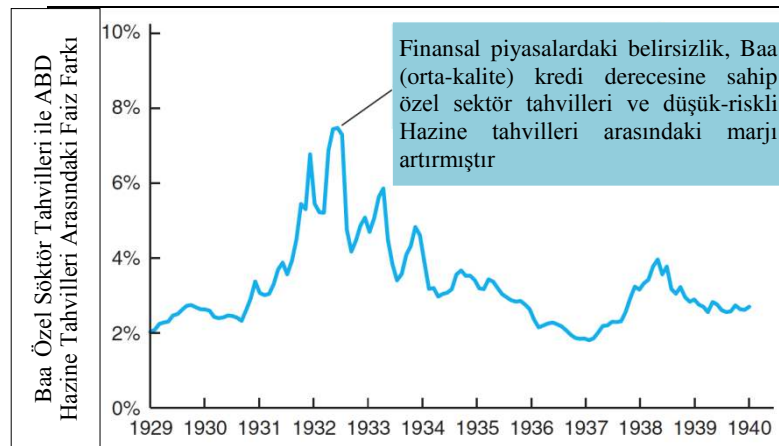
**Kaynak:** Mishkin, 2013: 232

2. *Banka Panikleri*: 1930 ortalarında hisse senetleri piyasası zararlarının neredeyse yarısını geri kazanmış ve kredi piyasası koşulları istikrarlı hale gelmiştir. Fakat Midwest bölgesinde yaşanan şiddetli kuraklık tarımsal üretimde keskin bir düşüşe yol açmış ve çiftçilerin banka kredilerini geri ödeyememeleri ile sonuçlanmıştır. Yaşanan temerrütler tarım bölgelerindeki banka bilançolarında büyük kredi kayıplarına neden olmuştur. Ülke ekonomisindeki zayıflama ve özellikle tarımsal bölgelerdeki bankalardan önemli miktarda para çekilmesi, tam teşekküllü bir paniği başlatmış ve hisse

senedi piyasası sert bir düşüşe geçmiştir. 1930 sonlarında bir bankaya hücum dalgası yaşanmış, ikinci bir dalga 1931 baharında ve üçüncü bir dalga da 1933'ün başlarında gerçekleşmiştir. İki yıldan uzun bir süre birbiri ardına banka panikleri yaşanırken, ABD tarihinin en şiddetli panik dalgası karşısında, FED'in son borç verme mercii rolünde başarısız olduğu gözlenmiştir.

3. *Hisse Senedi Fiyatlarındaki Devam Eden Düşüş ve Kötüleşen Asimetrik Bilgi Problemleri:* İktisadi daralmadan kaynaklanan iş alemindeki belirsizlikteki artış, finansal aracılığın miktarının büyük oranda azalmasıyla birlikte, ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarını daha da şiddetlendirmiştir. Bu durum finansal piyasaların fonları verimli yatırım fırsatlarına sahip borçlu-harcama yapanlara yönlendirmede sorun yaşamasına yol açmıştır. Borç verenler kendilerini kredi kayıplarından korumak için, firmalara çok daha yüksek faiz oranları yüklemeye başlamışlardır. Grafik 2'de, hanehalkı ve firmalara verilen kredilerin faiz oranı ile ABD hazine tahvilleri gibi geri ödenmeme riski olmayan yani tamamen güvenli kabul edilen varlıkların faiz oranları arasındaki fark olarak tanımlanan '*kredi marjı*' (credit spread) gösterilmektedir. Büyük Buhran döneminde finansal piyasalardaki belirsizlik sonucu kredi marjının keskin bir şekilde yükseldiği görülmektedir.

**Grafik 2: Büyük Buhran Döneminde Kredi Marjı**



**Kaynak:** Mishkin, 2013: 233

4. *Borç Deflasyonu (Debt Deflation)*: Toplam talep üzerinde daraltıcı bir etkiye sahip olan borç deflasyonu, Büyük Buhran'da çok önemli bir rol oynamıştır. 1930 yılında başlamış olan süregelen deflasyon fiyat düzeyinde %25 düşüşe yol açmıştır. Bu durum çoğu resesyonda meydana gelen normal bir iyileşme sürecinin kısa devre yapmasına sebep olmuştur. Fiyatlardaki büyük düşüş, bir borç deflasyonunu tetiklemiş, firma ve hanehalkının borç yükünün artmasından ötürü net değer azalmasına neden olmuştur. Net değerde yaşanan düşüş ile kredi piyasalarında ortaya çıkan sorunlar, işsizliğin %25 düzeyine yükseldiği bir ekonomik daralmaya yol açmıştır. Büyük Buhran dönemindeki finansal kriz, ABD tarihinde yaşanmış en kötü finansal kriz olarak kabul edilmektedir.

Her ne kadar Büyük Buhran ABD'de başlamış olsa da, sadece ABD'ye özgü bir olgu olarak kalmamıştır. ABD'deki banka panikleri dünyanın geri kalanına yayılmış, diğer ülkelerin pek çoğunda da ABD'dekine benzer işsizlik oranları ve ekonomik çöküşler meydana gelmiştir.

#### **1.1.5. 1929 Büyük Buhran'ı Sonrasında Yaşanan Banka Düzenlemeleri**

Büyük Buhran'da yaşanan banka iflaslarının ardından federal yetkililer çok daha kuvvetli ve etkin bir müdahalenin gerekli olduğunu fark etmişlerdir. 1932'de Yeniden Yapılandırma Finans Şirketi (Reconstruction Finance Corporation (RFC)) kurulmuş ve bankacılık sektörünün istikrarını sağlamak için bankalara kredi açma yetkisi verilmiştir. Fakat RFC'den borçlanmanın halk tarafından zayıflık işareti olarak algılanmasından ötürü, bankaların bu tür borçlanmadan çekindikleri görülmüştür.

Daha öncede belirtildiği üzere, 1930 sonlarında bir bankaya hücum dalgası yaşanmıştır. İkinci bir dalga 1931 baharında ve üçüncü bir dalga da 1933'ün başlarında gerçekleşmiştir. Süreç sonunda ülke bankalarının üçte birinden fazlası batmıştır. 1933'deki çok şiddetli bankaya hücumun tam ortasında yeni başkan Franklin Delano Roosevelt göreve başlamıştır. Başkan Roosevelt başa geldiğinde, ülkenin finansal sisteminin önemli bir kısmı çökmüştür. Başkanlık yeminini ettiği gün yaptığı ilk konuşmasında “*korkmamız gereken tek şey korkunun kendisidir*” demiştir. Paniğe son vermek için 6 mart 1933'de

derhal tüm bankaları bir hafta süreyle kapatarak ulusal bir banka tatili (bank holiday) ilan etmiştir. Böylece, banka düzenleyicilerine sağlıklı bankaları kapatmak ve sağlıklı olanları tescil etmek için zaman vermek amacıyla, tüm bankaları geçici bir süre kapatmıştır. Mart 1933’de acil önlemler uygulanmaya başlamıştır. Bankacılık sistemini yeniden yapılandırma ve istikrarını sağlama amacı doğrultusunda, bankalara borç verebilmesi ya da banka hisselerini satın alma yolu ile sermaye aktarabilmesi için RFC’ye olağanüstü yetkiler verilmiştir. Yeni düzenlemeler ile birlikte düzenleyiciler yaşayamayacak bankaları kapatmışlar ve yaşayabileceklerin sermayelerini güçlendirmişlerdir (Mishkin, 2013: 232; Krugman ve Wells, 2013: 404-405).

Özetle, Büyük Buhran 1930’ların başlarında bankaya hücumların yaşanmasını tetiklemiş, bu da Buhranı çok daha kötüleştirip derinleştirmiştir. 1930’ların başlarındaki bankacılık krizleri Büyük Buhran’ın şiddetini daha da artırmış, bankacılık sektörü çökerken para politikasını etkisizleştirmiş ve bankalardan çekilen mevduatlar para arzının azalmasına yol açmıştır. RFC tarafından alınan önlemler bankacılık sektörünü istikrara kavuşturmasına rağmen, gelecekte oluşabilecek bankacılık krizlerini önlemek için yeni yasal düzenlemelere ihtiyaç duyulmuştur. Böylece, 1930’ların başlarındaki yaygın bankaya hücumlar aşağıda detayları verilen daha büyük banka düzenlemeleri ve federal mevduat sigortasının kurulması ile sonuçlanmıştır.

#### **1.1.5.1. 1933 Glass-Steagall Yasası ve Federal Mevduat Sigorta Kurumu**

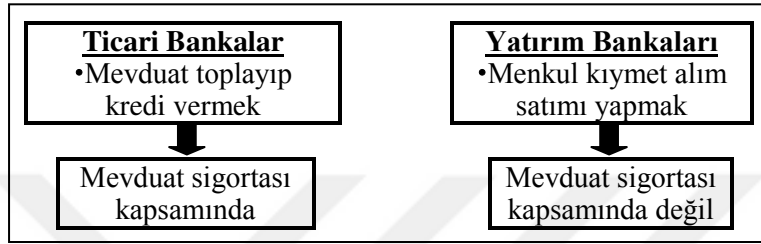
1929 Büyük Buhran’ı sonrası ABD finansal hizmetler endüstrisinde bir dizi yasal düzenleme yapılmış olup, bunlardan en dikkat çeken 1933 yılında çıkarılan Bankacılık Yasası (Banking Act) veya yaygın kullanımı ile Glass-Steagall Yasası (Glass-Steagall Act (GSA))’dır.

Şekil 2’den görülebileceği gibi, GSA ticari bankalar ile yatırım bankaları arasında kesin bir ayırım yapmış ve faaliyet alanlarını sıkıca belirlemiştir. Buna göre ticari bankaların faaliyet alanı mevduat toplayıp kredi vermek iken; yatırım bankalarının faaliyet alanı menkul kıymet alım satımı yapmaktır. GSA ile ticari bankalarda mevduatı bulanan mudilerin parası her türlü spekülasyondan korunurken, spekülasyona meraklı yatırımcılar yatırım bankalarına yönlendirilmektedir. Ticari bankalardaki mevduat belirli ölçülerde



sigortalanmakta, yatırım bankaları ise böyle bir koruma şemsiyesinin dışında tutulmaktadır. Ayrıca ticaret ve yatırım bankaları arasındaki birleşmeler yasaklanarak, finansal hizmetler endüstrisinde ortaya çıkabilecek tekelleşme eğilimlerinin önü kesilmek istenmektedir (Bocutoğlu, 2014b: 3). Bu yasa, Senatör Carter Glass ve Kongre Üyesi Henry Steagall tarafından hazırlanıp önerildiği için kendi isimleriyle anılmaktadır.

**Şekil 2: 1933 Bankacılık Yasası & Glass-Steagall Yasası (GSA)**



**Kaynak:** Yazar tarafından çizilmiştir.

Buna ek olarak, GSA ile banka mevduatlarına Federal devlet garantisi sağlayan Federal Mevduat Sigorta Kurumu (Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)) kurulmuştur. FED'in kurulmasının banka hücumlarını önlemede başarısız olmasına rağmen, bankaya hücumların federal mevduat sigortasının kurulması ve kamuoyunun mevduatlarının artık güvencede olduğuna inanmalarından sonra durduğu görülmüştür. FDIC'nin kurulmasından sonra, banka iflaslarının sayısında kayda değer bir düşüşün yaşandığı gözlenmiştir.

#### **1.1.5.2. 1999 Gramm-Leach-Bliley Yasası ve Glass-Steagall'ın Feshi**

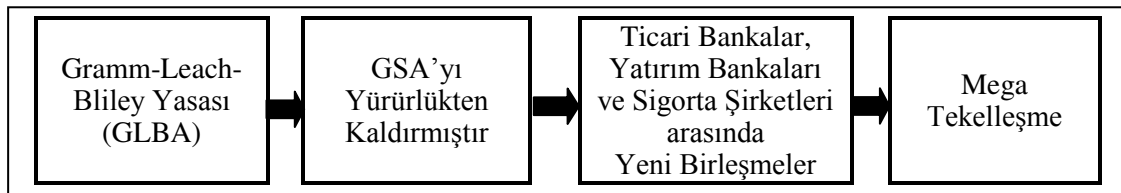
GSA ile örülen güvenlik duvarı zaman içinde defalarca delinmiş ve geçersiz hale getirilmiştir. FED 1980'lerden itibaren, ticari bankaların belirli menkul değerleri alıp satmasına izin vermeye başlamıştır. Başlangıçta ticari bankalar karlarının sadece yüzde 10'unu menkul değer ticaretinden elde edebiliyor iken; 1996'da FED bu sınırı yüzde 25'e yükseltmiştir. Ertesi yıl Banker Trust, aracı kurum satın alan ilk ticari banka olarak tarihe geçmiş ve diğer ticari bankalar da bu örneği izlemiştir (Bocutoğlu, 2014a: 93-94).

Ticari bankalar üzerindeki menkul kıymet ve sigorta faaliyetlerine ilişkin kısıtlamaların Amerikan bankalarını yabancı bankalar karşısında rekabet açısından

dezavantajlı bıraktığı gerekçesiyle, 1990 yılındaki Kongre'nin neredeyse tüm oturumlarında GSA'nın değiştirilmesi gündeme gelmiştir. 1998 yılında ABD'deki en büyük ikinci banka olan Citicorp'un, yine ülkedeki en büyük üçüncü menkul kıymet firmasının (Salomon Smith Barney) sahip olduğu sigorta şirketi olan Travelers Group ile birleşmesiyle birlikte, GSA'nın yürürlükten kaldırılmasına yönelik baskılar artmıştır.

Aslında GSA'nın tamamen ortadan kaldırılması Travelers ile Citicorp'un birleşmesi, böylece ticari bankacılık, sigorta poliçesi düzenleme ve menkul değer çıkarma işlemlerinin aynı çatı altında toplanması ile gerçekleşmiştir. Bu mega-birleşmenin (mega-merger) yarattığı yeni finansal dev yürürlükteki yasalara göre yasal değildir. Kongre 1999'da yoğun lobi faaliyetleri sonucunda, GSA'dan arta kalanları da Finansal Hizmetlerin Modernizasyonu Yasası (Financial Services Modernization Act) ya da yaygın kullanım adıyla Gramm-Leach-Bliley Yasası (GLBA) ile yürürlükten kaldırarak; ticari bankalar, yatırım bankaları ve sigorta şirketleri arasındaki yeni birleşmelerin yolunu açmıştır (Bocutoğlu, 2014a: 94). Şekil 3'den görülebileceği üzere, bu sürecin sonunda finansal hizmetler endüstrisinde bir 'mega tekelleşme' ortaya çıkmıştır. Bu yasa, Iowa senatörü Jim Leach ve Virginia senatörü Thomas J. Bliley Jr. ile birlikte kanun tasarısını yazarlardan biri olan Teksas senatörü Phill Gramm tarafından hazırlanıp önerildiği için kendi isimleriyle anılmaktadır. Yasa ile, menkul kıymet firmalarının ve sigorta şirketlerinin banka satın almasına ve bankaların da garantili menkul kıymet satışı (underwriting), sigortacılık ve gayrimenkul işlemleri ile ilgilenmelerine izin verilmiştir.

### Şekil 3: 1999 Finansal Hizmetlerin Modernizasyonu Yasası & Gramm-Leach-Bliley Yasası (GLBA)



**Kaynak:** Yazar tarafından çizilmiştir.

Özetle, Büyük Buhran sonrası yapılan bankacılık düzenlemelerinin ve alınan önlemlerin başarılı olmasına ve ABD'nin uzun bir dönem finansal ve bankacılık istikrarı yaşamasına rağmen, eski kötü günlerin izleri kayboldukça durgunluk dönemi banka

düzenlemelerinin de kaldırıldığı görülmüştür. 1999 yılında çıkarılan GLBA, GSA'yı feshetmiş ve ticari bankacılık ile menkul kıymet endüstrileri arasındaki ayrımı ortadan kaldırmıştır. 1980'li yıllardan itibaren defalarca delinmeye başlayan ve nihayet 1999 tarihli GLBA ile tamamen yürürlükten kaldırılan GSA'nın tasfiye edilmesi, yaklaşık yirmi yıllık bir sürenin sonunda gerçekleşmiştir.

#### **1.1.6. 1980'lerin Tasarruf ve Kredi Krizi**

1980'lerin tasarruf ve kredi (savings and loan (S&L) veya thrift olarak da adlandırılır) krizi, yeterince denetlenmeyen S&L'lerin aşırı riskli spekülasyona girmeleri ve büyük zararlar etmelerinden doğmuştur. Bankacılık sektörü bankalarla birlikte S&L'leri de içermektedir. S&L'ler, genellikle konut kredileri verme konusunda uzmanlaşan ve mevduat kabul eden bankalardır. Tasarrufları toplamak ve ev almak isteyenler için uzun dönem konut kredilerine çevirmek için tasarlanmış kuruluşlar olan S&L'ler, federal mevduat sigortası kapsamında olup, güvenlik amacı ile sıkı bir düzenlemeye tabidirler. Fakat, 1970'lerde yaşanan yüksek enflasyon tasarruf sahiplerinin fonlarını düşük faiz veren S&L hesaplarından çekerek daha yüksek faiz veren para piyasası hesaplarına koymalarına yol açmıştır. Dahası, yüksek enflasyon oranı S&L'lerin varlıklarının (uzun dönem ipotekli konut kredisi) değerinde büyük erozyona neden olmuştur. Buna karşın Kongre, S&L'lerin bankalara karşı rekabetçi pozisyonlarını kuvvetlendirmek amacıyla, S&L'lerin uzun dönem konut kredilerine ek olarak çok daha riskli yatırımlara girişmelerine izin vererek düzenlemeleri gevşetmiştir. Ancak, yeni özgürlük artan gözetimle birlikte gelmemiş ve S&L'leri bankalardan daha az gözetim altında bırakmıştır (Krugman ve Wells, 2013: 405).

1970 ve 1980'lerde emlak piyasasında, ticari gayrimenkul ve ofis binaları inşasında büyük bir patlama meydana gelmiştir. Yaşanan patlama esnasında S&L'lerin oldukça riskli gayrimenkul kredilerine girmesi sürpriz olmamıştır. Birçok banka yükselişin sürekli devam edeceği inancıyla gayrimenkul yatırımcıları için büyük miktarda krediler vermiştir. 1980'lerin sonlarına gelindiğinde, ülkenin ihtiyacı olandan çok daha fazla ofis binası inşa edildiği anlaşılmıştır. Söz konusu binaları kiraya veremeyen ya da mevcut kiralari düşürmeye zorlanan çok sayıda yatırımcı kredilerinde temerrüte düşmüş ve sonuçta bir dizi banka başarısızlığı yaşanmış ve Amerika sistemik iflas durumuyla karşılaşmıştır. Ayrıca bazı S&L yöneticileri kendi kuruluşlarını özel kumbaraları gibi kullanınca yolsuzluklar da

ortaya çıkmıştır. Maalesef 1970'lerin sonları ve 1980'lerin başlarında Kongre'den yapılan politik müdahaleler batık durumdaki S&L'leri açık tutarken, benzer durumda olan bir banka ise anında banka düzenleyicilerince kapatılmıştır. 1980'lerin başlarında çok sayıda S&L batmıştır. Batan S&L'lerdeki mevduat sahipleri mevduat sigortası kapsamında oldukları için, zararları vergi mükelleflerince ödenmiştir. Federal devlet 1986'dan 1995'e kadar 1000'den fazla iflas eden S&L'yi kapatmış ve bunun Amerikan vergi mükelleflerine maliyeti \$124 milyar'ı geçmiştir. 1989'da Kongre, S&L faaliyetlerinin kapsamlı gözetilmesi kararını almış ve ayrıca S&L'lerin daha önce vermiş olduğu çoğu ipotekli konut kredilerini devralmak için Fannie Mae (Federal Ulusal Konut Kredisi Kurumu (Federal National Mortgage Association (FNMA)) ve Freddie Mac (Federal Konut Kredisi İpotek Şirketi (Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC)))'i güçlendirmiştir. Fannie Mae ve Freddie Mac, düşük ve orta gelir düzeyindeki insanların daha kolay ev sahibi olmaları için Büyük Buhran döneminde kurulan hükümet destekli kuruluşlardır (government-sponsored enterprises (GSEs)) (Krugman ve Wells, 2013: 405-406).

Özetle, S&L krizinin, finans ve gayrimenkul piyasalarında büyük sert kayıplara ve aşırı yavaşlamaya neden olduğu ve 1990'ların başındaki durgunluk ile sonuçlandığı görülmüştür.

#### **1.1.7. 1990'ların Uzun Dönem Sermaye Yönetimi: LTCM Krizi**

1990'ların ortalarında Uzun Dönem Sermaye Yönetimi (Long-Term Capital Management (LTCM)) küresel piyasalarda spekülasyon yapmak için çok büyük miktarlarda kaldıraç kullanmış, büyük zararlar etmiş ve batmıştır.

LTCM, 1994 yılında bir hedge fon (riskli yatırım fonu) olarak kurulmuş ve özel bir yatırım ortaklığı olarak sadece zengin kişilere ve kuruluşlara açılmıştır. Hedge fonların gerçekte bir düzenlemeye tabi olmamaları, ortalama yatırımcıya açık olan yatırım fonlarından (mutual funds) çok daha fazla riskli yatırımlara girmelerine olanak tanımıştır. Kazancını artırmak için çok büyük miktarda kaldıraç<sup>2</sup> (borçlanılarak elde edilen para) kullanan LTCM, küresel finansal piyasalardaki varlık fiyatlarındaki küçük farklılıklardan

---

<sup>2</sup> Kaldıraç (leverage), kısaca bir finansal kuruluşun yatırımlarını ne ölçüde borç alınan fonlarla finansa ettiği anlamına gelmektedir.

yararlanarak, düşük fiyattan alıp yüksek fiyattan satarak para kazanmak için sofistike bilgisayar modelleri kullanmıştır. LTCM ayrıca karmaşık finansal araçlar olan türevleri (derivatives) de kapsamaktadır. Türevler, hem LTCM'nin batışında, hem de ileride bahsedilecek olan 2007-09 küresel krizinde önemli bir rol oynamıştır. Türevler esasen, temel finansal varlıklardan daha ucuza alınıp satılabildiği ve bir alıcı veya satıcının özel ihtiyaç ve isteklerine uygun oluşturulabildiği için, oldukça popüler olan yatırım araçlarıdır. Bununla birlikte türevlerin karmaşıklığı değerlerinin ölçülmesini oldukça zorlaştırmaktadır. LTCM kullandığı bilgisayar modellerinin, borçlanılan para ile türevler üzerine girilen çok büyük bahislerdeki riski doğru olarak ölçtüğüne inanmıştır. Bununla birlikte, LTCM'nin bilgisayar modelleri 1997 ve 1998'de Asya ve Rusya'da yaşanan bir seri krizi öngörmeye başarısız olmuştur (Krugman ve Wells, 2013: 406).

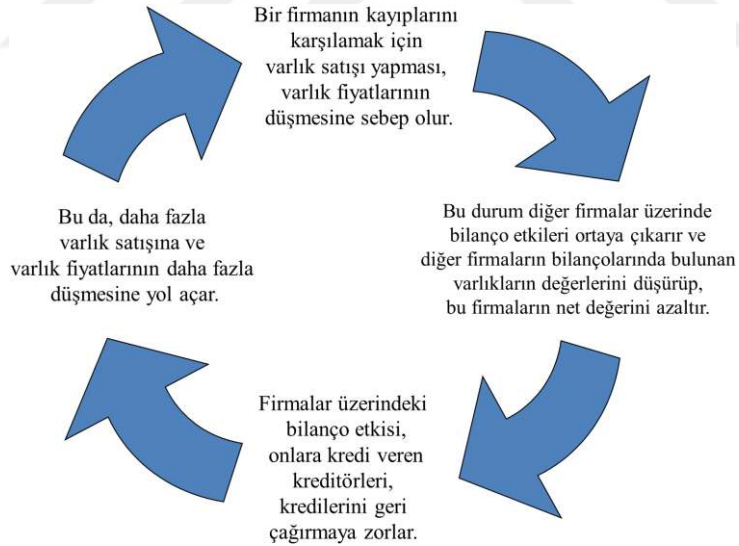
LTCM, büyük miktarda borçlanması ile küresel finansal piyasalarda öylesine önemli bir oyuncu haline gelmiştir ki, LTCM'nin zararlarını kapatmak için varlıklarını satma teşebbüsünde bulunması, sattığı şey her ne ise onun fiyatının düşmesine yol açmıştır. Şöyle ki, küresel piyasaların düşüşe geçmesiyle birlikte, LTCM'nin panikten etkilenmiş yatırımcıları fonlarının getirisini talep etmeye başlamıştır. Eylül ayına gelindiğinde şirket karşılayamayacağı marj çağrıları (margin call ya da teminat tamamlama çağrısı) ile başbaşa kalmıştır. Bu talepleri karşılamak için LTCM varlıklarını satmaya çalışmış, bunun sonucunda da kayıpları çok büyük boyutlara ulaşmıştır. LTCM'nin operasyonları, artık borçlanamadığı ve diğer partiler onunla ticarete girmeyi reddettiği için, hızlı bir şekilde çökmüş ve bu durum finansal bir panik başlatmıştır. Panik sonucu küresel finansal piyasalar donmuş ve kilitlenmiştir. FED, LTCM'nin kalan varlıklarının panik sonucu düşen fiyatlardan satılmasına mücadele etmenin '*bilanço etkisi*' (balance sheet effect) yolu ile tüm finansal sistem için hayati bir risk oluşturduğunu fark etmiştir. Bu durum, LTCM'nin varlık satışının tüm dünyada varlık fiyatlarını düşürmesi ile birlikte, dünyanın birçok bölgesindeki firmaların bilanço değerlerinin de, bilançodaki varlıkların değer kaybetmesi sonucu düşebileceği anlamına gelmektedir. Üstelik düşen varlık fiyatları, borçlananların bilançolarında tuttukları varlıkların değerinin belli bir eşik değerinin altına düşmesi ile kredi kontratlarındaki şartların sağlanamaması ve kredi verenlerin borçlarını geri istemek zorunda kalması demektir. Bu da borçlananlar borçlarını ödeyemeye çalıştıkça daha çok varlık satışına, bunun sonucunda daha çok kredi yükümlülüğünün sağlanamamasına ve daha çok borç geri çağrılmasına yol açabilir, yani bir '*ters kaldıraç*

*kısır döngüsü*’ (vicious cycle of deleveraging) yaratılmaktadır (Krugman ve Wells, 2013: 406; Krugman, 2015: 122).

Özetle bilanço etkisi, düşen varlık fiyatlarından dolayı bir firmanın net değerinin azalmasını ifade etmektedir. Ters kaldıraç kısır döngüsü ise, kayıpları karşılamak için varlık satışı yapıldığında, diğer firmalarda negatif bilanço etkileri oluşması, böylece borç verenlerin borçlarını geri istemeye zorlanması ve bunun da firmaları borçlarını geri ödemek için daha fazla varlık satışına zorlaması ve varlık fiyatlarının daha da düşmesine yol açması sürecini tanımlamaktadır. Kısacası, LTCM’nin zararlarını kapatmak için varlıklarını satması dünyanın birçok bölgesindeki firmalar için bilanço etkilerine sebep olmuş ve kitlesel bir satış dalgası başlatmıştır. Bu da, bir ters kaldıraç kısır döngüsü beklentisine yol açmıştır. Bunun sonucunda tüm dünyada kredi piyasaları donmuştur.

Bilanço etkisi ve ters kaldıraç kısır döngüsü kısaca aşağıdaki şekilde tarif edilebilir:

#### Şekil 4: Bilanço Etkisi ve Ters Kaldıraç Kısır Döngüsü



**Kaynak:** Krugman ve Wells, 20013’den yararlanılarak yazar tarafından çizilmiştir.

Ters kaldıraç kısır döngüsü farklı firmalar üzerinde görüldüğü için, bu döngüyü kırmak için devletin müdahalesi gerekmektedir. Dolayısıyla FED, LTCM’ler için özel bir kurtarma koordine etmiş ve kredi piyasalarını tekrar canlandırmıştır. FED’in çabuk müdahalesi LTCM’nin batışının bir salgın başlatmasını engellemiş ve böylece ekonomide

büyük bir felakete yol açmamıştır. Bununla birlikte, neredeyse tüm LTCM yatırımcılarının yok olduğu görülmüştür.

Yukarıda da bahsedildiği üzere, LTCM bir hedge fonu olarak kurulmuş olup, 2007-09 küresel finans krizinde önemli bir rol oynayan yatırım bankası Lehman gibi, gölge bankacılığın kapsamına girmektedir. Tıpkı mevduat toplayan ticari bankaların karşı karşıya kaldığı banka hücumları gibi, Lehman ve LTCM gibi gölge bankacılığın üyeleri de benzer bir kırılganlığı taşımaktadırlar. Hedge fonu LTCM, Lehman gibi ticari faaliyetlerini finanse etmek için çok büyük miktarlarda borç ödünç almış yani aşırı kaldıraç kullanmıştır. 1998 yılında LTCM'nin iflası finansal paniği hızlandırmış ve küresel piyasalar FED'in müdahalesine kadar adeta donmuştur. 2007-09 krizinde de gölge bankalar için bilanço etkisi ve ters kaldıraç kısır döngüsü merkezi bir rol oynamıştır. Bu konuya ilerleyen bölümde daha detaylı bir şekilde yer verilmiştir.

## **1.2. 2007-2009 Küresel Finans Krizinin İncelenmesi**

1929 Ekonomik Buhran'ı ile buhrandan sonra yaşanan en büyük finansal kriz olarak nitelendirilen 2007-09 küresel finans krizinin gerek çıkış nedenleri, gerekse de gelişimleri açısından aralarında benzerlikler ve farklılıklar olduğuna ilişkin çok sayıda tartışma bulunmaktadır. Çoğu ekonomistin düşüncesinde Büyük Buhran sırasında yaşanan türden bir finansal krizin ABD gibi gelişmiş ülkeler için geçmişte kaldığı inancı hakimdi. Ne yazık ki, 2007-2009 döneminde dünyayı sarsan finansal kriz, onların yanıldıklarını kanıtlamıştır. Küresel finansal kriz, önceki krizlerle ortak özellikler taşımaktadır. 1907 Paniği, S&L krizi ve küresel kriz arasında büyük benzerliklerin olduğu dikkat çekmektedir. Söz konusu krizlerin hepsi aşırı spekülasyonun yanı sıra mevduat toplayan bankalar kadar sıkı düzenlenmeyen, yani bankalardan daha az kontrol edilen finansal kuruluşların kayıp ve zararlarını içermektedir. 1930'ların başlarındaki krizler gibi bu krizde de ABD hükümetinin, tahribatın büyüklüğü anlaşılincaya kadar ciddi tedbirler alma konusunda isteksiz davrandığı gözlenmiştir. İlave olarak 1990'larda ki teknolojik ilerlemeler, finansal buluş ve yenilikler küresel krizde merkezi bir rol oynayan sistematik bir zayıflık yaratmıştır. Aslında LTCM krizinden sonra ABD finansal piyasaları istikrara kavuşmuştur. Hatta hisse senedi fiyatları 2000'den 2002'ye kadar sert bir şekilde düştüğünde ve ABD ekonomisi durgunluğa girdiğinde dahi az veya çok istikrarlı görünümü sürdürmüştür. Fakat

2001 durgunluğundan çıkılırken diğer bir finansal krizin tohumlarının ekildiği görülmüştür. Çalışmanın bu kısmında, küresel krizi yol açan faktörler incelenmektedir.

### **1.2.1. Krize Yol Açan Faktörler**

ABD’de ortaya çıkan konut balonunun finansal krize dönüşüm sürecinde krize neden olan faktörler konusunda farklı görüşler mevcut olmasına rağmen, krizin sadece tek bir faktörle açıklanamayacağı, birden fazla faktörün krizin yaşanmasında etkili olduğu konusunda bir görüş birliğinin bulunduğu görülmektedir. Aşağıdaki alt başlıklarda, krizin sebepleri konusunda literatürde ileri sürülen görüşlerden hareketle, ABD’de konut balonunun finansal krize dönüşmesine yol açan başlıca faktörler üzerinde durulmuştur.

#### **1.2.1.1. Finansal Yenilikler ve Menkul Kıymetleştirme**

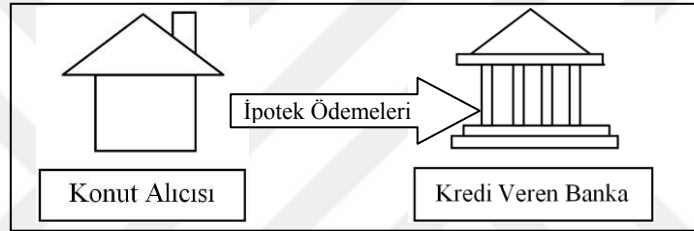
Yeni, gelişmiş finansal ürün ve hizmetlerin araştırılması ve geliştirilmesi süreci olarak tanımlanan finansal mühendislik, 2007-09 küresel finans krizinin gösterdiği üzere, her zaman daha etkin bir finansal sisteme yol açmamaktadır. İşlem ve bilgi teknolojisindeki gelişmelerden kaynaklanan finansal yeniliğin son yirmi yıldaki en önemli örneklerinden biri, 2000’lerin ortalarında yüksek riskli ipotekli konut piyasasının gelişmesinde önemli bir rol oynayan menkul kıymetleştirmedir. *Menkul kıymetleştirme* (securitisation), likit olmayan finansal varlıkların, alım-satıma konu olabilir sermaye piyasası enstrümanlarına dönüştürülme süreci olarak tanımlanmaktadır. Başka bir ifadeyle, bir finansal kurum tarafından verilen bireysel kredilerin bir havuzda toplanması ve bu havuzdaki payların (hisselerin) diğer yatırımcılara satışı sürecini ifade etmektedir. Aşağıda, menkul kıymetleştirme sürecinin, yüksek riskli ipotekli konut piyasasını nasıl etkilediği ve böylece konut balonunu nasıl şişirdiği detaylı bir şekilde ele alınmıştır.

Menkul kıymetleştirme öncesindeki uygulama *geleneksel konut kredisi sistemidir*. Bu sistemde konut kredisi veren bankalar ‘*oluştur ve elde tut*’ (originate-to-hold (OTH)) modelini izlemektedirler. Şekil 5’den görüldüğü üzere, bu işlem konut alıcısı ile kredi veren banka arasında gerçekleşmekte ve ipotek kredisini oluşturan banka ipoteği elinde tutmaktadır. Finansal yenilik bu sistemi önemli bir şekilde değiştirmiştir. 1970’lerde Ginnie Mae ilk *ipoteğe dayalı menkul kıymeti* (mortgage-backed security (MBS))



ıkararak, ‘oluştur ve dağıt’ (originate-to-distribute (OTD)) modeline geçmiştir. Yani, oluşturduğu ipotekleri bir havuzda toplamış, sonra da bu havuza dayalı bonolar ihraç etmiştir. Sonuç olarak, ipotek ödemelerini tahsil etmek için 30 yıl beklemek yerine Ginnie Mae, bonoyu satın alanlardan toplu bir tutar tahsil etmektedir. Karşılığında bu bonolara yatırım yapanlar binlerce konut sahibinin oluşturduğu ipotek ödemeleri gelir akışının belirli bir tutarını kazanmaktadırlar. Menkul kıymetleştirme adı verilen bu sistem sayesinde, ipotek gibi likit olmayan varlıklar bir havuzda toplanıp, piyasada alınıp satılan likit varlıklara dönüştürülmektedir. Bu menkul kıymetlere MBS adı verilmektedir (Roubini ve Mihm, 2012: 71).

**şekil 5: Geleneksel Konut Kredisi Sistemi: Oluştur ve Elde Tut (OTH)**



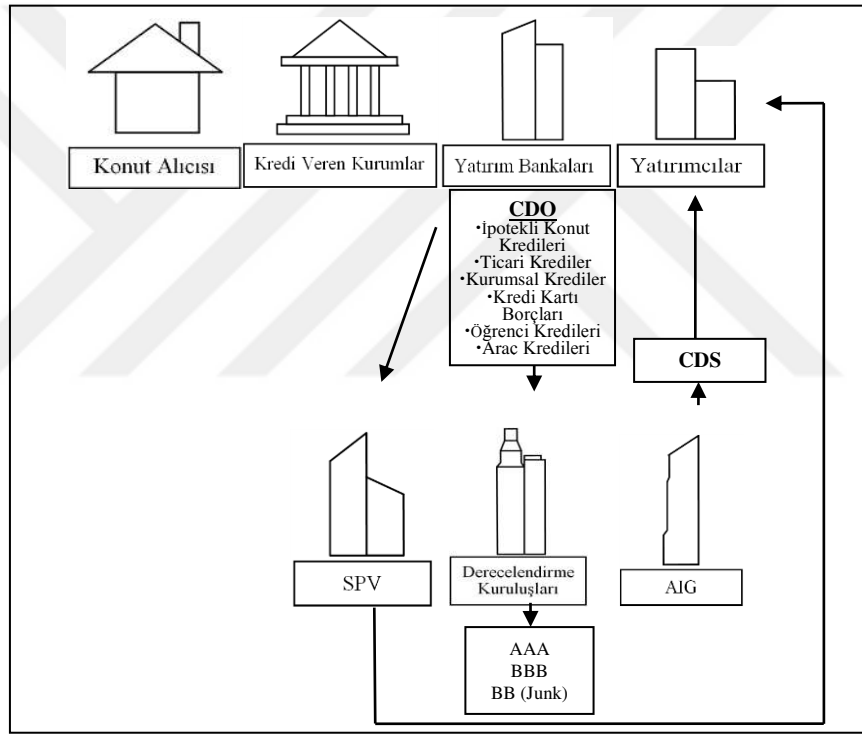
**Kaynak:** Yazar tarafından çizilmiştir.

Bireysel kredilere göre daha fazla çeşitlendirme ve likidite sağladıkları için ve aynı zamanda finansal piyasalarda ticaretleri yapıldığından, son yirmi yılda son derece popüler hale geldikleri görülmektedir. Ancak birçok kredi ile birlikte paketlendikleri için, bu varlıkların gerçek kalitesini değerlendirmek giderek zorlaşmıştır. Bu zorluk 2007-09 küresel finans krizinde konut piyasasındaki balon patladığında ipoteklerin geri denememesine ve sözde güvenli olduğu varsayılan MBS sahiplerinin büyük kayıplara uğramasına yol açmıştır (Krugman ve Wells, 2013: 274).

şekil 6’da gösterildiği gibi, menkul kıymetleştirme süreci uzun bir zincirden oluşmaktadır. Yatırım bankaları bankalardan gelen ipotekli konut kredilerini, ticari kredileri, kurumsal kredileri, kredi kartı borçlarını ve ğrenci kredilerini *teminatlandırılmış borç yükümlülükleri* (collateralized debt obligations (CDO)) şeklinde tekrar paketleyip, yeni menkul kıymetlere dnştrmekteydi. CDO’ların yaratılması için varlık koleksiyonlarını satın alan ‘zel amaçlı kurum’ (special purpose vehicle (SPV)) olarak adlandırılan bir tüzel kişiliğin kurulması gerekmektedir. Bankalar bu menkul kıymetleri

özel yatırım araçlarında tutarak bilançolarından uzaklaştırmakta, daha sonra da yatırımcılara aktarmaktaydı. Yatırımcılar bu menkul kıymetleri alırken onların güvenliğinden emin olmaları gerekmekteydi. Nitekim kredi derecelendirme kuruluşları da burada devreye girerek söz konusu menkul kıymetlerin güvenilirliğini belgelemekteydi. Amerikan Uluslararası Grup (American International Group (AIG)) ise *kredi temerrüt takası* (credit default swap (CDS)) olarak adlandırılan özel bir türev ürün satmaktaydı. CDS'ler son derece karmaşık CDO'ları satın alan yatırımcıların, bu borç senetlerinin geri ödenmemesi durumunda, sigorta satın alınmasını sağlamaktaydı.

**Şekil 6: Menkul Kıymetleştirme Besin Zinciri: Oluştur ve Dağıt (OTD)**



**Not:** CDO; teminatlandırılmış borç yükümlülükleri, SPV; özel amaçlı kurum, AIG; Amerikan Uluslararası Grup, CDS; kredi temerrüt takası anlamına gelmektedir.

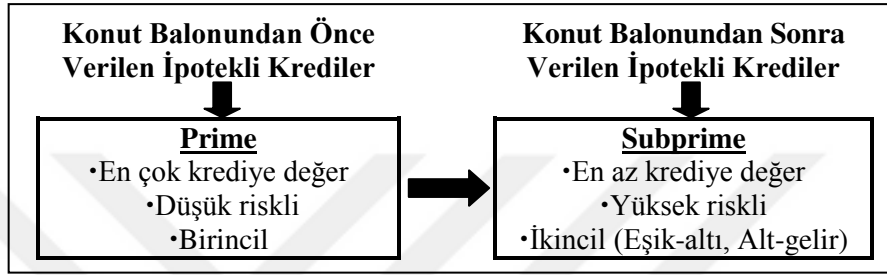
**Kaynak:** Yazar tarafından çizilmiştir.

Aslında menkul kıymetleştirilme yeni bir uygulama değildir. Şekil 7’de görüldüğü üzere, konut balonundan önce menkul kıymetleştirme en çok krediye değer, düşük riskli ve birincil (prime) kişilere verilen ipotekli konut kredileri ile sınırlıdır. Konut balonundan sonra ise, en az krediye değer, eşik-altı, yüksek riskli ve ikincil (subprime<sup>3</sup>) kredilerde

<sup>3</sup> Subprime teriminin Türkçe karşılığı olarak; eşik-altı, yüksek riskli, alt-gelir ya da ikincil ipotek kredileri kullanılmaktadır.

dramatik bir artış yaşanmıştır. Bu kredilerden kastedilen; normal borçlanma kriterlerini karşılamayan, kredi geçmişi temiz olmayan, daha önceki kredilerinde ödeme zorluğu çekmiş ya da ödememe riski olan kişilere verilen kredilerdir. Eşik-altı kredilerdeki artışın nedeni; konut fiyatlarının sürekli yükselmesi nedeniyle, ipotek ödemelerini yapamayan borçluların gerektiğinde evlerini satarak borçlarını ödeyebilmelerinin mümkün olmasıdır.

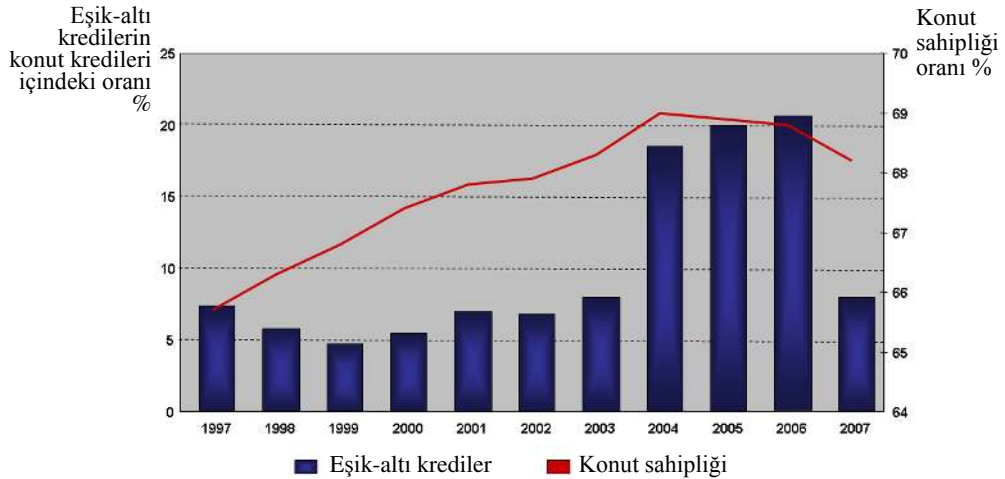
### Şekil 7: Konut Balonu Öncesi ve Sonrasında Verilen İpotekli Konut Kredileri



**Kaynak:** Yazar tarafından çizilmiştir.

Grafik 3’den görülebileceği gibi, eşik-altı kredilerde 2003 yılından sonra dramatik bir artış yaşanmış ve 2006 yılında ulaştığı zirve değerinden sonra ise düşüş eğilimi başlamıştır.

### Grafik 3: ABD Konut Sahipliği Oranı ve Eşik-Altı Kredilerin Yükselişi



**Kaynak:** [https://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/e/ef/U.S.\\_Home\\_Ownership\\_and\\_Subprime\\_Origination\\_Share.png](https://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/e/ef/U.S._Home_Ownership_and_Subprime_Origination_Share.png)

Yukarıda açıklandığı üzere, kredi kullandırma uygulamalarındaki değişiklik konut balonunu teşvik etmiştir. Kredi kullandıranların standartları gevşetmelerinin iki nedeni bulunmaktadır. Birincisi, konut fiyatlarının sürekli yükseleceğine inanmalarıdır. Alt gelir grubuna verilen kredilendirmenin temel mantığı, ödeme güçlüğü çeken borçlular fiyatlar yükseldiği takdirde evlerini teminat göstererek yeni kredi alabilecek veya evlerini satarak borçlarını kapatabilecek olduklarından, ödünç alanın kredi geri ödemelerini fiilen yapıp yapmamasının krediyi veren açısından pek önemli olmadığı düşüncesidir. İkincisi, kredileri kullandıranlar bunları elde tutmadıkları için verdikleri kredinin kalitesiyle ilgilenmemişlerdir. Elde tutmak yerine onları ne satın aldıklarını bilmeyen yatırımcılara satmışlardır (Krugman, 2015: 134-152).

Oluştur ve dağıt modelinin doğasında bulunan ‘*asil-vekil sorunu*’ (principal-agent problem) nedeniyle, hemen hemen hiç düzenlemeye tabi olmayan ipotek yaratıcılarının - özellikle de ipotek komisyoncularının- yüksek riskli borçluların aldıkları kredileri geri ödeme yeteneklerinden emin olmak için yeterli isteklerinin olmadığı görülmektedir. Sonuçta borçlular kredilerinde temerrüte düşse ve evlerini kaybetse dahi, ipotek komisyoncularının ipotek yaratımından elde ettikleri ücretleri kendilerinde kalmaktadır. Bu teşvikler sayesinde, ipotek komisyoncuları *aracılık yüklenim standartlarını* (underwriting standards) aşırı derecede düşürmüşlerdir. Örneğin, ‘*belgesiz krediler*’ (no-doc loan) ya da ‘*yalancı krediler*’ (liar loans) için, borç alanların varlıkları ve gelirleri hakkında herhangi bir belge hazırlamalarına gerek yoktur. Belge gerektirmeyen kredilerin özel bir türevi olan ‘*NINJA krediler*’ içlerinde en kötüsü olarak bilinmektedir. İngilizce ‘*No Income, No Job, No Assets*’ teriminin ilk harflerinden türetilen NINJA sözcüğünün türkçe karşılığı ‘*Gelir Yok, İş Yok, Varlık Yok*’ olan en alt düzeydeki kredi müşterilerini ifade etmektedir (Mishkin, 2013: 306).

Yüksek riskli ipotek krizi ‘*tüketicinin korunması*’ (consumer protection) düzenlemesine duyulan ihtiyacı gözler önüne sermiştir. Pek çok borç alıcı, gerçek maliyetini anlayamadıkları ve ödeme olanaklarının çok ötesinde olan kredileri almışlardır. Bunun sonucunda yaşanan hacizlerle birlikte on milyonlarca insan birikimlerini, işlerini ve evlerini kaybetmiştir. Zayıf tüketicinin korunması düzenlemesi, bu krizde önemli bir rol oynamıştır. Kredileri oluşturan ve kredilere kaynaklık eden ipotek komisyoncuları, borçlunun krediyi geri ödeyip ödeyemeyeceğini değerlendirmek için gerekli çabayı

göstermemiştir. Kredileri yatırımcılara MBS şeklinde çabucak satmayı (dağıtmayı) hedeflemişlerdir. Oluştur ve dağıt iş modeli, asil-vekil sorununa yol açmıştır. İpotek komisyoncuları, yatırımcılar (asiller) için vekil gibi hareket etmekte fakat yatırımcının çıkarlarını gözetmemektedir. İpotek komisyoncusu bir kez ücretini kazandığında, borç alanın ödemelerini yerine getirip getirmemesi ile ilgilenmemektedir. Ne kadar çok krediyi oluşturur ise, o kadar çok kazanç elde etmektedir. Beklendiği gibi, ters seçim (adverse selection) önemli bir sorun haline gelmiştir (Mishkin, 2013: 234-235).

Menkul kıymetleştirme sisteminin en önemli kusuru, ilk başta kredi alanların kredi itibarını gerçekten gözetmeyi yeterince teşvik etmemesidir. Bunun yerine, çeşitli oyuncular menkul kıymetleştirme sürecindeki riskin, tümünü olmasa bile, çoğunu başka birine transfer ederken ücretlerini kazanmışlardır. Zincirdeki her bir halka -ilk krediye aracılık eden ipotek simsarı, şişirilmiş değerler vermek için pek çok motivasyonu olan konut eksperleri, ipoteği başlatan ve ipoteğe dayalı menkul kıymeti oluşturmak için kullanan banka, bu menkul kıymetleri CDO'lar ve çok daha karmaşık yatırımlar şeklinde yeniden paketleyen yatırım bankası, bu esnada arzu edilen AAA notunu veren derecelendirme kuruluşları ve bu toksik dilimleri sigorta eden sigortacılar- suç ortağı gibi çalışmıştır. Bu değişik oyuncular mevcut riskleri dikkatlice değerlendirmemiştir. Ne yazık ki her bir oyuncunun altta yatan orijinal (dayanak) kredilerin kalitesini dikkatlice incelemek için yeterli isteğinin olmadığı ortaya çıkmıştır (Roubini ve Mihm, 2012: 202).

#### **1.2.1.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşları**

Bilindiği üzere, kredi derecelendirme kuruluşları<sup>4</sup> (credit-rating agencies (CRAs)), borçlanma senetlerinin kalitesini temerrüde düşme (geri ödenmeme (default)) açısından değerlendiren yatırım danışmanı firmalarıdır. Bu kuruluşlar finansal piyasalardaki asimetrik bilgi sorununa katkıda bulunan bir başka faktör olarak karşımıza çıkmaktadır.

ABD'deki başlıca üç özel derecelendirme kuruluşu -Moody's, Fitch, Standard&Poor's- ipoteklerden finansman bonolarına, ülke borçlarına kadar hemen her şeye not vererek onları kayda değer şekilde tahakküm altına almaktadır. Bu notlar, borç

---

<sup>4</sup> Kredi derecelendirme kuruluşlarının küresel finansal krizde oynadığı role ilişkin detaylı bilgiye, Bocutoğlu (2015)'nin çalışmasından ulaşılabilir.

alanın ya da alanların temerrüde düşme olasılıklarını yansıtmakta ve finansal piyasaların riski belirlemesine esas teşkil etmektedir. Düşük bir derecelendirme, borç alanın borcunu ödememe riskinin yüksek olduğu anlamına gelmektedir. Aslında, notlandırmalar *detaylı durum tespiti* (due diligence) dışarıya yaptırmanın bir yoludur. Eğer Moody's bir CDO diliminin süper güvenli olduğunu söyler ve AAA notu verirse, diğerlerini bu menkul kıymetin içine nelerin girdiğine, başka bir ifadeyle altta yatan varlıklara bakma zorunluluğundan kurtarmış demektir (Roubini ve Mihm, 2012: 206-207).

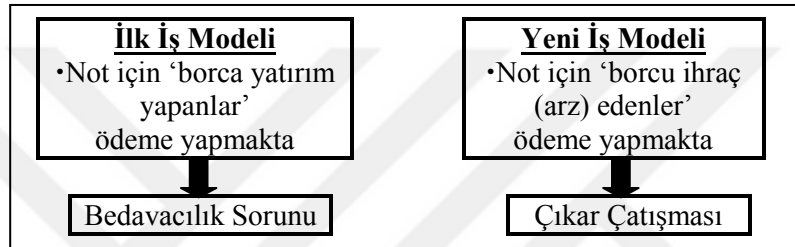
Derecelendirme kuruluşlarının iktidara yükselişi 1930'larda başlamıştır. Her ne kadar savaş sonrası dönemde güçleri biraz zayıflamış olsa da, 1970'lerde bono temerrütlerinin arttığı bir dönemde tekrar yükselişe geçmişler ve riskin değerlendirilmesinde giderek daha önemli hale gelmişlerdir. 1975'te Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (Securities and Exchange Commission (SEC)), '*Ulusal Olarak Tanınmış Derecelendirme Kuruluşları*' (Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO)) olarak bilinen bir kategori oluşturmuştur. Fitch, Standard&Poor's ve Moody's bu imrenilen atamaya hak kazananlar arasında yer almıştır. Borç ihraç eden herkesin bu özel atanmış derecelendirme kuruluşlarından not alması gerekmektedir (Roubini ve Mihm, 2012: 207).

Aslında derecelendirme kuruluşlarının düşük performansının uzun bir geçmişi vardır; 2000'lerin başındaki Enron ve WorldCom skandallarından da önceye dayanan bir geçmişe sahiptirler. 1997 Doğu Asya krizi sırasında, krize sebep olan balonun oluşmasından bu kuruluşlar sorumlu tutulmuştur. Krizden günler öncesine kadar, Tayland gibi ülkelerin borçlarına yüksek dereceler vermişlerdir. Yüksek derecelerini çektiklerinde ise -Tayland'ı 2 derece aşağı çekerek ve yatırım yapılabilirlik sınırının altına yerleştirerek- emeklilik fonlarını Tayland bonolarını satmaya zorlayıp, piyasalarının ve para birimlerinin çöküşüne katkıda bulunmuşlardır (Stiglitz, 2012: 161-162).

Derecelendirme kuruluşları, kariyerleri boyunca dramatik bir şekilde değişime uğramışlardır. İlk yıllarda, kredi notu için borca yatırım yapanların ödeme yaptığı iş modelini kullanmışlardır. Bunun anlamı, potansiyel yatırımlarını değerlendirmeleri için ücret ödeyen yatırımcılardan para kazanmışlardır. Bu gelir modeli '*bedavacılık sorunu*' (free rider problem) maruz kalmaktadır. Bir grup yatırımcı not için para ödeyip buna göre

karar verdiğinde, diğer yatırımcılar ücret ödemedi diğerlerinin ödeme yaparak edindiği notu öğrenip, kendi kararlarını verebilmektedir. Derecelendirme kuruluşları bu sorunu çözmek için yeni bir iş modeli benimsemişlerdir. Hizmetlerini yatırımcılar yerine borcu ihraç edenlere satacaklardır. Aynı zamanda, SEC'in reformları etkin biçimde borç satmak isteyen herkese bir not alma külfeti yüklemiştir. 1980'lere geldiğinde dönüşüm tamamlanmıştır. Şimdi borcu ihraç (arz) edenler not için ödemek yapmaktadır (Roubini ve Mihm, 2012: 207).

### Şekil 8: Kredi Derecelendirme Kuruluşları Gelir Modeli



**Kaynak:** Yazar tarafından çizilmiştir.

Bedavacılık sorununa çözüm amaçlı benimsenen bu yeni iş modeli, büyük bir 'çıkar çatışmasına' (conflicts of interest) yol açmıştır. Şöyle ki, derecelendirme kuruluşlarının aldıkları ücretler, derecelendirmeleri istenen menkul kıymetleri üreten bankalarca ödenmektedir. Piyasaya menkul değer sürmek isteyen bankalar, en iyi notu elde etmek için derecelendirme kuruluşları arasında dolaşabilmektedir. Bir arz taslağına bakan ve yüksek riskli ipoteklerden oluşan bir MBS'ye not veren bir derecelendirme kuruluşu işini kaybetme riskiyle karşı karşıya kalmıştır. Derecelendirme kuruluşları arasındaki rekabet işleri daha da kötüye götürmüştür. Eğer bir derecelendirme şirketi istenen dereceyi vermezse yatırım bankaları diğerlerine başvurmaktadır. Adeta dibe doğru bir yarış başlamıştır (Roubini ve Mihm, 2012: 207; Stiglitz, 2012: 162).

Bu sorunlara ek olarak, derecelendirme kuruluşları başka kaynaklardan gelir sağlamaya başlamışlardır. Verdikleri yeni hizmetin adı 'danışmanlık' ya da 'modelleme' (consulting or modeling services) olarak tanımlanmaktadır. Buna göre, yapılandırılmış finansal ürünü bir araya getiren bir yatırım bankası, bir derecelendirme kuruluşuna giderek, mümkün olan en iyi notu alabilmek için söz konusu ürünü nasıl yapılandırması gerektiği konusunda tavsiye alması karşılığında para ödemektir. Aslında bu durum, bir profesörün

öğrencilerine sınavdan A notu alabilmeleri için tavsiye vermesi karşılığında para kabul etmesine benzemektedir. Bu durum öğrencilerin profesörler arasından seçim yapmasına yol açabilecektir (tıpkı borç arz edenlerin derecelendirme kuruluşları arasından seçim yapması gibi). Nitekim F notu veren çok sayıda profesör, kısa sürede daha rahat davranan meslektaşlarının -sadece A notu verenlerin- daha fazla sayıda öğrenci ve gelir çektiğini görmeye başlayacaktır. Fakat tüm bu A'lar, konut balonunun zirvesinde dağıtılan AAA notları kadar sahte olacaktır (Roubini ve Mihm, 2012: 208-209).

Özetle derecelendirme kuruluşları, bir yandan CDO gibi karmaşık finansal enstrümanların nasıl yapılandırılması gerektiği konusunda müşterilerine tavsiyede bulunmakta, diğer taraftan aynı ürünlere not vermektedir. Böylece derecelendirme kuruluşları çıkar çatışmalarına maruz kalmaktadır. Müşterilerine verdikleri tavsiyeden kazandıkları yüksek ücretler, verdikleri notların doğruluğundan emin olmak için yeterli isteğe sahip olmadıkları anlamına gelmektedir. Sonuç, yatırımcıların zannettiğinden çok daha fazla risk taşıyan ve karmaşık finansal ürünlerin satışına imkan tanıyan aşırı derecede şişirilmiş notlardır.

Derecelendirme kuruluşlarının bu kadar kötü çalışmasının bir sebebi de yatırım bankacılarının kullandığı hatalı modelleri kullanmış olmalarıdır. Örneğin, konut fiyatlarının hiç düşmeyeceğini, en azından aynı anda ülkenin pek çok yerinde düşmeyeceğini varsaymışlardır. Eğer hacizler olursa, modelin öngörülerinin bunun diğerleriyle bağlantılı olmayacağı yönündeydi. Daha önce de bahsedildiği üzere, LTCM'nin batışında da, kullanılan bilgisayar modelleri riski doğru değerlendirmede başarısız olmuştur. Açıkçası, finans piyasaları tarihten ders almadığı gibi, modelleri uygulayan insanlar da tarihe göz atmıyordu. Nitekim düzenleyiciler de, tıpkı yatırım bankaları gibi, daha iyi bilgisayar modelleri ile riskin daha iyi yönetilebileceği fikrine kapılmışlardı. Ancak burada belirtmek gerekir ki; modeller sadece onları kullanan insanlar kadar iyi olabilmektedir. Eğer bireyler riski görmezden gelerek kısa vadeli karlarını yükseltmek niyetinde iseler, istedikleri yanıtı alabilmek için her türlü formül üzerinde oynama yapabilecekleri de göz önünde bulundurulmalıdır (Stiglitz, 2012: 163; Roubini ve Mihm, 2012: 220).



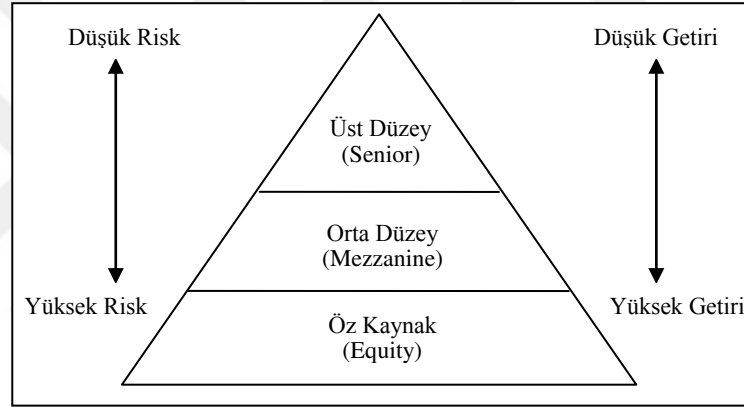
Maalesef yukarıda açıklanan sebeplerden ötürü, MBS'lerin taşıdığı risklerin değerlendirilmesinde görevli olan kredi derecelendirme kuruluşları görevlerini yerine getirmemiştir. Teoride, derecelendirme kuruluşlarının kredi alanların kalitesinin düşük ve MBS'lerin çürük olduğuna ilişkin bilgilere ulaştıklarında alarma geçmeleri gerekirken, uygulamada bunun tam aksini yapmışlardır. Kredi derecelendirme kuruluşları pazar paylarını genişletmek amacıyla birbirleriyle rekabete girerek, inceledikleri MBS'lere yüksek not verme yarışına girişmişlerdir. Üstelik inceledikleri menkul kıymetlere yüksek not vermek için her türlü nedenleri de bulunmaktadır. Böyle yapmak, değerlendirmeye tabi tuttukları kurumlardan kendilerine ücret ve gelecekte iş yapma olanağı kazandırmaktadır. Gerçekçi bir değerlendirme yapmaksı, aksine, kazandıkları mevcut komisyon gelirlerini gelecekte sağlayacakları komisyon gelirleriyle birlikte kaybetmek anlamına gelmektedir. Krizin hemen öncesinde kredi derecelendirme kuruluşlarının, karlarının yarısından fazlasını garip bir şekilde yapılandırılmış finans ürünlerine verdikleri hak edilmemiş AAA kredi notları ile elde ettikleri görülmektedir (Roubini ve Mihm, 2012: 74; Bocutoğlu, 2014a: 92).

Aslında, bu menkul kıymetler için havuzda toplanan kredilerin geri ödenmeme olasılığını hesaplamakla görevli olan kredi derecelendirme kuruluşlarının, bu yeni yüksek riskli ipotekli krediler ve onların geri ödenmeme oranları üzerine çok az tarihsel veri bulunduğu için, gerçekten de çok zorlanmış olabilmeleri mümkündür. İpoteğe dayalı menkul kıymet bulunduran herkes belirli bir miktar risk taşımaktadır. Konut sahibi temerrüde düşebilir ya da krediyi vadesinden önce geri ödeyerek, alacaklıyı, kredi geri ödeme tablosuna göre ödenmiş olsaydı kazanacağı faizlerden mahrum bırakabilmektedir. Buna çözüm olarak Wall Street'deki finansal mühendisler, CDO'yu geliştirmiştir. CDO, dilimlere bölünebilmektedir. En basit CDO'ların sadece üç dilimi söz konusudur: '*üst düzey*' (senior), '*orta düzey*' (mezzanine) ve '*öz kaynak*' (equity) (Roubini ve Mihm, 2012: 74).

Aşağıda yer alan Şekil 9'da, CDO'nun başlıca dilimleri gösterilmektedir. En üstte üst düzey (senior) dilim yer almaktadır. En düşük faiz oranına sahip olan bu dilim en düşük getiriyi sağlamasına karşın, risksiz ya da çok az riskli kabul edilmektedir. Üst düzey dilim sahipleri ilk önce ödeme alırken zarara da en son katlanan gruptur. Orta düzey (mezzanine) dilim biraz daha yüksek getiri isteyen yatırımcılar içindir. Bu yüzden daha fazla risk

taşımakta ve daha yüksek faiz oranı vermektedir. En riskli CDO dilimi olan öz kaynak (equity) diliminin alıcıları en yüksek getiriye sağlarken, aynı zamanda en fazla riski de taşımaktadır. Eğer havuzdaki konut sahiplerinden herhangi birisi ödeyemelerini yerine getiremeyecek olur ise, öz kaynak dilimini elinde tutanlar zarara herkesten önce katlanmaktadır. Tüm bunlar fazlasıyla karmaşık görünse bile, CDO<sup>2</sup> ve CDO<sup>3</sup> şeklinde risklerin daha fazla dilimlendiği ürünler de söz konusudur. Hatta daha karmaşık ürünlerin bazılarının elli hatta yüz dilimi bile olabilmektedir. Nitekim CDO'lar eşik-altı ipotekli konut kredilerinin emeklilik fonları tarafından kullanılabilecek yeterince güvenli AAA sınıfı ürünlere dönüştürülmesini sağlamıştır.

**Şekil 9: CDO Dilimleri**



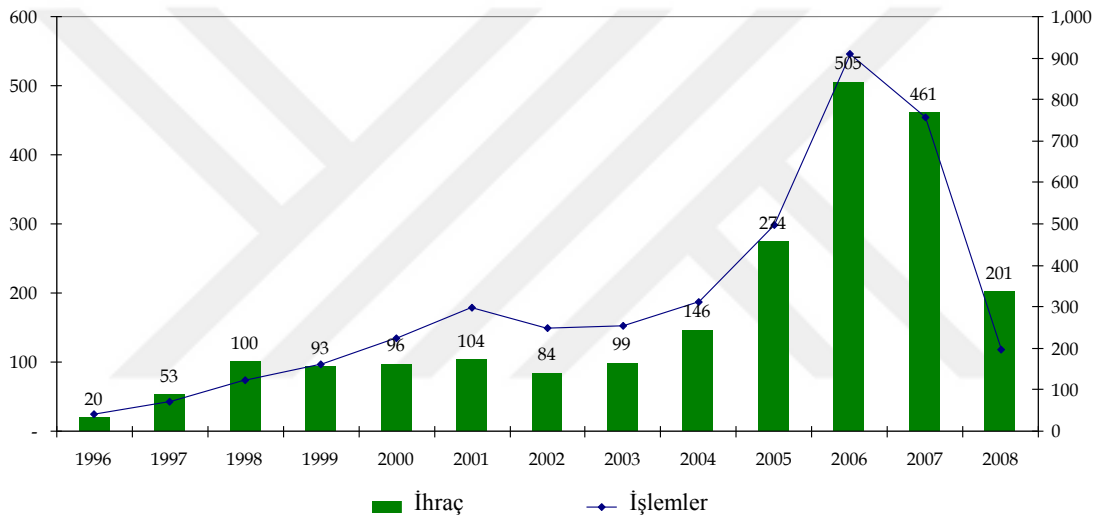
**Kaynak:** <http://www.pennystockegghead.onl/penny-stocks/real-estate-investment-understanding-a-tranche/>

Bu etkileyici yapılandırılmış finans ürünleri sağlam olmayan temeller üzerine kurulmuştur. Şöyle ki, yüksek riskli ve şüpheli BBB notlu ipotek kredisi, BBB notlu bir ipoteye dayalı bir menkul kıymete bağlanmakta ve sonra en üst düzey dilime AAA notunun verileceği bir şekilde dilimlenmektedir. Bu süreç, alttaki ipotek havuzu başta olduğu kadar risk taşıdığı halde, zehirli (toksik) varlıkları altın kaplama menkul kıymetlere dönüştürmektedir. Fakat menkul kıymetlerin içindekilerin büyük çoğunluğu toksik olduğu sürece, yani altta yatan krediler sağlıklı olmadukça, soruna bir çözüm getirmemektedir. Hala menkul kıymetler son derece büyük risk taşımaktadır. Kredi riskini dilimleyip küp haline getirerek dünyanın her yerine aktarmak; finansal sistemin garip, karmaşık ve likit olmayan finansal enstrümanlarla dolmasına yol açmıştır. Finans kurumları bu ürünleri değerlemek için piyasa fiyatları yerine, matematiksel modellere başvurmuştur. Fakat bu modeller ölçülen riski en aza indirgeyen iyimser varsayımlara dayanmaktadır. Nihai sonuç;

tamamen şeffaf olmayan, içine girilemez ve paniğe hazır bir finansal sistem olmuştur (Roubini ve Mihm, 2012: 75).

Grafik 4’de CDO piyasası ihraç verilerinin 1996 ile 2008 arasındaki gelişimi verilmiştir. Grafikten de görülebileceği gibi, CDO ihracı 2006 yılında 2004 yılına göre yaklaşık 3,5; bir önceki yıla göre ise 2 katlık bir artış sergilemiştir. Nitekim CDO ihracının 2006 yılında 500 milyar doların üzerine yükseldiği görülmektedir. 2007 yılında 2006’ya göre küçük bir gerileme yaşanmış ve 2008 yılına gelindiğinde ise piyasa adeta çökmüştür.

**Grafik 4: 1996-2008 Dönemi CDO Piyasası**



**Kaynak:** Sommers, 2009: 4

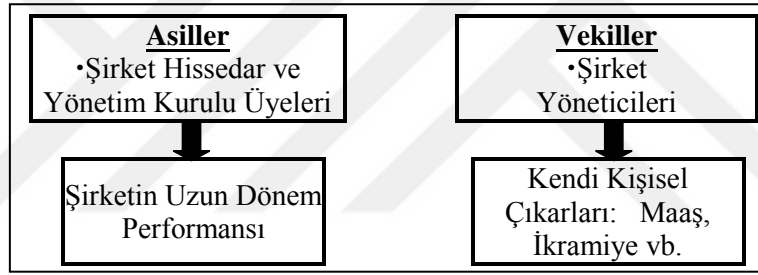
Finansal mühendisliğin, yatırımcıların risk iştahı ile eşleşen ürün ve hizmetlerin yaratılması gibi olası bir yararı olmasına rağmen, karanlık bir tarafı da bulunmaktadır. Şöyle ki, yapılandırılmış ürünler öylesine karmaşık bir hale gelmişti ki; altta yatan dayanak varlıkların nakit akışlarını değerlendirmek ya da aslında bu varlıklara kimin sahip olduğunu belirlemek giderek zorlaşmıştır. Diğer bir deyişle, yapılandırılmış ürünlerin artan karmaşıklığı, aslında finansal piyasalardaki bilgi miktarını azaltmış; böylece finansal sistemdeki asimetrik bilgi sorununun kötüleşmesine, ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarının şiddetlenmesine yol açmıştır. Bu konu, bir sonraki alt başlıkta daha ayrıntılı olarak tartışılmaktadır.

### 1.2.1.3. Ahlaki Tehlike

Finansal hizmetler endüstrisinde yaygın bir sorun olan ve son krizde önemli bir rol oynayan ahlaki tehlike (moral hazard), bir işlemde taraflardan birinin, diğer tarafın bakış açısından arzu edilmeyecek biçimde davranma riski olarak tanımlanmaktadır.

Ahlaki tehlikede, *asil-vekil sorunu* (principal-agent problem) önemli bir rol oynamıştır. Finansal hizmetler endüstrisinde şirket hissedar ve yönetim kurulu üyeleri asilleri (principal), şirket yöneticileri ise vekilleri (agent) temsil etmektedir. Asiller şirketin uzun dönem performansını gözetirken; buna karşılık vekiller kendi kişisel çıkarlarını kollama eğilimindedir (Bocutoğlu, 2014a: 93).

**Şekil 10: Ahlaki Tehlike: Asil-Vekil Sorunu**



**Kaynak:** Yazar tarafından çizilmiştir.

Yatırım bankaları, hedge fonlar ve diğer finansal kurumlarda çalışanların performansı, belirli bir maaş yerine, yıllık bir ‘*ikramiye (bonus) sistemi*’ ile ödüllendirilmektedir. Yıl içinde yapılan kısa vadeli karlar üzerine kurulu olan ikramiye sistemi, risk almayı ve devasa boyutlardaki borçlanmayı cesaretlendirmektedir. Hatta bazı zamanlarda hissedarlar da, trader’ların kaldıraç kullandığını ve çok fazla risk aldığını görmekten fazlasıyla mutlu olmaktadır. Bunun gerekçesi, riske ettikleri fazla bir şeyin olmamasıdır. Finansal kuruluşlar, faaliyetlerini sürdürebilmek için borç alınan paraya diğer şirketlere nazaran çok daha fazla bağımlıdırlar. Hissedarların şirketin günlük faaliyetleri konusunda *oyunda fazlaca payı*<sup>5</sup> yoktur. Trader’ların oynadığı paranın çoğu borç alınmıştır; yani başkasına aittir. Trader’ları büyük riskler almaktan alıkoymak yerine, tam

<sup>5</sup> Genellikle Warren Buffett’a atfedilen bu terim, iş ve finans dünyasında ‘*skin in the game*’ yani ‘*oyunda pay sahibi olma*’ anlamında kullanılmaktadır ve küresel kriz sonrası gerek politikacılar gerekse akademisyenler arasında yaygın hale geldiği görülmektedir.

tersini yapmak için daha fazla nedenleri bulunmaktadır. Eğer girilen riskin karşılığı alınır, hissedarlar da çok kazanmaktadır. Eğer bu durum gerçekleşmezse, asıl yük parayı bankaya borç vermiş olanların -son kriz de ise hükümetin ya da daha doğru bir ifadeyle vergi mükelleflerinin- omuzlarına yüklenmektedir. Başkalarının parasıyla oynayarak kazanma potansiyeli dikkate alındığında, bu alınmaya değer bir risktir. Böylece hissedarlar, oyuna çok az şey koyarak daha çok geri almak için kumar oynamaktadırlar (Roubini ve Mihm, 2012: 78-197).

Dahası, ani yükseliş zamanlarında, yöneticiler ve hissedarlar aşırı getiriler sağlama baskısı altındadır. Yatırım stratejilerinin riskli olduğunu düşünseler bile, bu stratejileri izlemezlerse yatırımcılarının daha fazla getiri vadeden diğer bankalara gideceğini bilmektedirler<sup>6</sup>. İşler tersine gittiğinde ise, trader ve hissedarların artık riskten kaçınmadığı görülmektedir. Bunun yerine, risklerini daha da artırma ve batan gemiyi kurtarma umuduyla varını yoğunu yatırma eğilimi göstermektedirler. Bankacılık terminolojisinde bu strateji, *zararlarını gidermek hırsıyla aşırı riskli pozisyonlar almak* (gambling for redemption) olarak bilinmektedir. İşler kötüye gidecek olursa hükümetin yardıma koşacağı inancı bu tür davranışları daha da şiddetlendirmektedir. Devlet sigorta ağının varlığı finansal kurumları daha fazla risk alma yönünde cesaretlendirmektedir. Sonuç olarak, finans kurumları, küresel finans sistemini istikrarsızlığa sürükleyebilecek aşırı riskli davranışlara eğilimlidirler (Roubini ve Mihm, 2012: 197-198).

Teoride ahlaki tehlikeyi kontrol altında tutabilmek için son bir güvenlik duvarı daha vardır; bankalar ve diğer finans kuruluşlarına borç veren insanlar. Ne yazık ki, ‘*mevduat sigortasının*’ (deposit insurance) varlığı ve merkez bankalarının ‘*nihai kredi mercii*’<sup>7</sup> (lender of last resort (LLR)) desteği *piyasa disiplininin* (market discipline) işlemlerini engellemektedir. Tüm finansal kurumlar mevduat sigortası kapsamında olmasa bile, finansal krizlerden herkes tarafından hatırlanacak tek bir ders varsa o da; işler kötüye gittiğinde günü kurtarmak için mutlaka bir nihai kredi mercii’nin ortaya çıkacağıdır. Büyük

<sup>6</sup> Bu durumu en iyi Citigroup eski İcra Kurulu Başkanı (Chief Executive Officer (CEO)) olan Chuck Prince 2007’de özetlemiştir: “*Müzik durduğunda -likidite açısından- işler karmaşıklaşacaktır. Müzik çaldığı sürece, ayağa kalkıp dans etmeniz gerekir. Biz hala dans ediyoruz*” demiştir.

<sup>7</sup> Nihai kredi mercii; merkez bankalarının, para otoritesi olma sıfatları ve finansal istikrarı sağlama yükümlülüklerinden ötürü, sistemde ortaya çıkan fon açıklarının piyasadan karşılanamaması durumunda, katılımcıların son borç mercii olarak merkez bankasına başvurup, bu ad altında düzenlenmiş imkanlardan faydalanmalarını ifade eden kavramdır (TCMB, 2016a).

Buhran'dan bu yana, merkez bankaları düzenli olarak nihai kredi mercii görevi görmüştür. FED mevduat sigortası kapsamı dışında kalan yatırım bankalarına da, gereğinde, görülmemiş seviyede likidite sağlamıştır. Nihai kredi mercii'nin varlığının bilinmesi, finansal kurumların bankalara hücum ihtimaline karşı bir koruma (tampon (buffer)) olarak büyük tutarda likit aktif bulundurma eğilimini azaltmaktadır. Mevduat sahipleri de mevduatları garanti altında olduğu için, finansal kurumlar üzerindeki denetimlerini gevşetmektedir. Dünyanın her yerinde bir kriz karşısında merkez bankalarının mutlaka imdada koştuğu görülmektedir (Roubini ve Mihm, 2012: 78-79; Bocutoğlu, 2014a: 93). Nitekim 2007-09 küresel krizinin özellikle şiddetlendiği ve derinleştiği bir aşamasında, ABD Hazinesi ve diğer hükümetler tarafından bu yolun kullanıldığı görülmektedir.

Her ne kadar devlet sigorta ağının varlığı mevduat sahiplerini ve diğer alacaklıları korumada ve finansal krizleri önleme ya da iyileştirmede yardımcı olsa da, bu konuya şüpheyile yaklaşılmaktadır. Bunun iki gerekçesi vardır: (i) ahlaki tehlike ve (ii) ters seçim. Devlet sigorta ağının varlığı, taraflardan birinin bir faaliyetle ilgilenmesinin diğer tarafa ciddi zararlar verdiği durumu ifade eden ahlaki tehlike yaratmaktadır. Devlet sigorta ağıyla ilişkili olan ahlaki tehlike, finansal kurumları daha fazla risk alma yönünde cesaretlendirmektedir. Devletçe sigortalı finansal kurumlar, sigortasız oldukları durumda alacaklarından daha fazla risk alma güdüsüne sahiptirler ve eğer bunun akabinde iflas ederlerse faturanun vergi mükelleflerinin üzerine kalacağını bilmektedirler. Finansal kurumlar şöyle bir bahisle karşı karşıyadır: “*Yazı gelirse ben kazanırım, tura gelirse vergi mükellefleri kaybeder*”. Devlet sigorta ağının bir diğer sorunu ise ters seçimden kaynaklanmaktadır. Devlet sigorta ağı tarafından korunan mevduat sahipleri ve alacaklıların, finansal kurumlar üzerindeki disipline edici etkisi az olacağından, söz konusu kurumlar yüksek riskli faaliyetlerle ilgilenebileceklerdir. Devletçe sağlanan korumanın varlığı onların dolandırıcılık ve suistimalden kurtulmalarını kolaylaştıracaktır (Mishkin, 2011a: 281-282).

#### **1.2.2.4. Deregülasyon, Glass-Steagall Yasası'nın Yürürlükten Kaldırılması**

1933 tarihli GSA'nın 1999 yılında ilga edilmesinin (yürürlükten kaldırılmasının) küresel finansal krize yol açan nedenlerden biri olup olmadığı hakkında literatürde görüş ayrılıkları bulunmaktadır. Bu alanda çalışan bazı düşünürler GSA'nın yürürlükten

kaldırılmasını kriz sebepleri arasında sayarken; bazı düşünürler de bu görüşün yanlış olduğunu, yürürlükten kaldırılan yasanın kriz nedenleri arasında gösterilemeyeceğini öne sürmektedir. Bu konudaki tartışmalarda bir uzlaşuya varılamadığı görülmektedir. Aşağıdaki GSA ile küresel kriz arasındaki bağlantının açıklanmasına çalışılmıştır.

Daha önce de belirtildiği üzere, 1929 Büyük Buhranı esnasında, finansal sisteme getirilmiş olan regülasyonlar, 1980 yılından itibaren ya hafifletilmiş veya kaldırılmıştır. Bunlardan en dikkat çekenini ise daha önce açıklanan 1933 tarihli GSA'dır. Tekrardan hatırlatmak gerekirse; bu yasa ticari bankalar ile yatırım bankaları arasında kesin bir ayırım yapmış ve faaliyet alanlarını sıkıca belirlemiştir. GSA, bankaların menkul kıymetler endüstrisi ile riskli ortaklıklar kurmasını engellemek amacıyla ticari bankacılığı bu endüstriden ayırmıştır.

Dönemin ruhuna uygun olarak kabul edilen düzenlemeler, 1980'lerden itibaren ABD finansal hizmetler endüstrisine dar gelmeye başlamıştır. ABD finansının, ABD dışı finans karşısında hem rekabet gücü kazanması hem de pazar payını artırması amacıyla, finansal hizmetler endüstrisi üzerindeki kontroller gevşetilmiş ve 1980'li yıllardan itibaren delinmeye başlayan GSA nihayet 1999 yılında çıkarılan GLBA ile tamamen ortadan kaldırılmıştır. Bu gevşetme sürecinde, gerek ticari gerekse yatırım bankaları birlikte hareket etmiş ve sürecin sonunda finansal hizmetler endüstrisinde bir '*mega tekelleşme*' ortaya çıkmıştır. 2007 yılı itibarıyla ABD'de, en büyük beş ticari banka ile en büyük beş yatırım bankasının varlıkları toplamı, ABD'nin 2007 GSYİH'nın % 81'ine ulaşmıştır ki bunun nakdi karşılığı 11.4 trilyon dolar etmektedir. Bu büyüklükte bir finansal güce sahip olan ABD finansal hizmetler endüstrisinin, '*lobi faaliyetleri*' aracılığıyla yasama organı üzerinde etkili bir baskı kurduğu düşünülmektedir. Nitekim, GSA'nın yürürlükten kaldırılmasında lobi faaliyetlerinin etkisi açıkça görülmektedir. Serbest piyasa ilkelerine göre örgütlenen ABD ekonomisinin, finansal hizmetler endüstrisinde bu ölçüde bir tekelleşmeye izin vermesi, serbest piyasa mantalitesine aykırı düşmektedir (Bocutoğlu 2014b: 26).

GSA'nın iptal edilmesi yatırım ve ticaret bankalarını bir araya getirdiğinde, yatırım bankacılığı kültürü üstün gelmiştir. Yalnızca yüksek borç sermayesi ve haddinden fazla risk yüklenilmesi yoluyla sağlanabilecek yüksek getirilere talep söz konusudur. Yasanın

iptali; hiç olmadığı kadar büyük bankalar tarafından idare edilen, daha az rekabetçi ve daha yoğun bir finansal hizmetler endüstrisi yaratmıştır. Son krizde görüldüğü gibi, ABD'nin bütün önemli bankaları batmasına izin verilemeyecek kadar büyük hale gelmişlerdir ve hükümet tarafından kurtarılacaklarını bildikleri için de aşırı derecede risk yüklenmişlerdir (Stiglitz, 2012: 263).

ABD'de GSA'nın 20 yıllık süreçte sistematik olarak aşındırılması; finansal hizmetler endüstrisinin tekelleşmesine, tekelleşen finansal hizmetler endüstrisinin finansal gücünün artmasına, finansal gücü artan endüstrinin lobi faaliyetleri yoluyla siyasi erki etkilemesine ve bu yolla regülasyonların gevşetilmesine, azalan regülasyonların finansal hizmetler endüstrisinde çıkar çatışması, muhasebe kayıtlarında oynamalar ve kredi derecelendirme kuruluşları ile kural dışı ilişkilerin geliştirilmesi şeklinde iş ahlakında zafiyete, tekelleşen finansal hizmetler endüstrisinin batmasına izin verilemeyecek kadar büyük hale gelmesi nedeniyle kriz anında kamu tarafından mutlaka kurtarılacağı düşüncesi ahlaki tehlikenin doğmasına ve bu nedenle sistemin aktörlerinin aşırı risk almasına ve hatalı kararlar vermekten çekinmemesine yol açmıştır. Bütün bu süreçler bir araya gelerek 2007-09 küresel finans krizinin ortaya çıkmasında önemli bir rol oynamıştır. GSA'nın yürürlükten kaldırılması, finansal hizmetler endüstrisindeki kazançları özelleştirmiş, kayıpları ve riskleri Amerikan vergi ödeyenleri üzerinden kamulaştırmıştır. Fakat burada belirtmek gerekir ki, 1999 yılında ilga edildiği haliyle GSA, finansal sistemi denetim altına alma kapasitesine sahip değildir. Bu durumda krize yol açan etken; aslında GSA'nın 1999 yılında ortadan kaldırılması değil, yasanın 1980'li yıllardan itibaren delinerek etkisiz hale getirilmesinin doğurduğu finansal tekelleşme ve kargaşadır. Dolayısıyla bu konuda dikkatlerin nokta olarak 1999 yılına değil, 1980-1999 arasındaki sürece odaklanması daha doğrudur (Bocutoğlu 2014b: 26-27).

Bocutoğlu (2014b: 6; 2014c: 7-8) küresel krizin sebepleri konusunda ileri sürülen görüşlerden hareketle, konut kredilerinin spekülasyona dönüştürülmesine izin verilmesi, regülasyona tabi olmayan bazı kredi derecelendirme kuruluşlarının bono derecelendirmesi yapmasına izin verilmesi, eşik altı kredilerin denetlenmesinde zaaf gösterilmesi, aşırı kaldıracı sınırlamada başarısızlık, çıkar çatışmalarını gözetim altında tutmada başarısızlık, hedge fonları ve girişim sermayesinin regülasyonunda başarısızlık, GSA'nın yürürlükten kaldırılması, gölge bankacılık sistemi, finansal regülasyonlar ve rehberlikteki yaygın



başarısızlıklar, sistemik önem taşıyan çoğu finansal kurumdaki anonim şirket idaresi ve risk yönetiminin başarısızlığı ve konut kredisi standartlarının çökmesi gibi krize gerekçe olarak gösterilen nedenlerin '*finansal piyasaların deregülasyonu ve regülatörlerin görevlerini yerine getirmemeleri*' başlığı altında toplanabileceğini belirtmektedir. Bu durumda yazara göre krizin ortaya çıkış mekanizması şu şekilde kurgulanmıştır: ABD'de finansal piyasaların de-regülasyonu ile tekelleşen ve ahlaki tehlikeye bulaşan finansal hizmetler endüstrisinde, kredi genişlemesi ve aşırı kaldıraç kullanımı küresel finansman ile birleşerek, finansal yenilikler (finansal türev ürünler) aracılığı ile fiyat balonlarına yol açmış, balonların patlamasıyla da finansal kriz ortaya çıkmıştır. Krizin yönü finansal piyasalardan reel sektöre doğru olup, Soros (2004)'un ifadesiyle kriz, dışsal şoklar tarafından değil, bilhassa finansal piyasaların içindeki dinamikler tarafından gerçekleştirilmiş ve küreselleşen finansal piyasalar aracılığıyla küresel ölçeğe aktarılmıştır.

Greenspan tarafından yürütülen FED'in 'köktenci serbest piyasacı' yaklaşımı da gevşetme sürecini hızlandırmıştır. FED Başkanlığı görevinde 19 yıl kalan ve tam bir serbest piyasa savunucusu olan Alan Greenspan; GSA'nın bazı hükümlerini uygulamayarak, finansal hizmetler endüstrisinin kendi kendini regüle etmesini (self-regulation) destekleyerek ve genişletici para politikaları ile ucuz faiz ve fiyat balonlarına yol açarak krizin tetiklenmesine katkıda bulunmuştur. ABD'de regülasyonların devamlı olarak azaltılmasında Greenspan ve ekibinin önemli payı bulunmaktadır. Otuz yıl boyunca, piyasaları zahmetli regülasyonlardan uzak tutmak, muhafazakarlar arasında doğru bir politika olarak kabul edilmiştir. Greenspan, piyasaları düzenlemek için FED'in gücünü kullanmayı reddeden bir tutum izlemiştir. Kongre 1994 yılında çıkardığı '*Konut Sahipliği ve Öz Sermaye Koruma Yasası*' (Home Ownership and Equity Protection Act (HOEPA)) ile yüksek riskli kredileri düzenlemeye tabi tutmaya niyetlenmiştir. Bu yasaya göre Greenspan, yüksek riskli kredi veren finans kurumlarını regüle etme yetkisine sahiptir, fakat o bu yetkiyi kullanmaktan kaçınmıştır. Greenspan, bu riskli sınıfa verilen kredilerdeki artışın tamamen iyi bir gelişme olduğuna inanmaktadır; ona göre bu durum piyasaların serbestçe çalıştığının göstergesidir (Bocutoğlu, 2014a: 93-107; Bocutoğlu 2014b: 26).

Küresel finans krizi, finansal hizmetler endüstrisinin teşvik ettiği kendi kendini düzenlemenin işlemediğini ortaya koymuştur. Bu kapsamda krize yol açanın bir kaza değil, aksine kontrolden çıkmış bir endüstri olduğu görülmektedir.

#### **1.2.1.5. Finansal Birleşmeler ve Batmasına İzin Verilemeyecek Kadar Büyük Finansal Kuruluşlar**

ABD finansal hizmetler sektöründe yaşanan birleşmeler (mergers) ve devralmaların (acquisitions) faydalarının mı yoksa maliyetlerinin mi daha fazla olduğu konusu üzerinde tartışmalar devam etmektedir. Bilindiği üzere, birleşme ve devralmalar; işlem ölçekleri büyüdükçe her bir işlem maliyetlerinin azalması anlamına gelen *ölçek ekonomileri* (economies of scale) ile bir bilgi kaynağını farklı ürün ve hizmetler sağlamada kullanma yeteneği olarak ifade edilen *alan ekonomisi* (economies of scope) avantajı sağlamaktadır.

Finansal birleşmeler (financial consolidations) ve finansal yenilikler (financial innovations), 1994'te çıkarılan Riegle-Neal Eyaletlerarası Bankacılık ve Şubeleşme Etkinliği Yasası (Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act (IBBEA)) ve 1999'da çıkarılan GLBA ile birlikte hız kazanmıştır. Bu durum '*daha büyük, daha karmaşık ve birbiri ile bağlantılı*' finansal organizasyonlara neden olmuştur. Birleşmeler finansal kurumları sadece büyütmemekte, aynı zamanda bu kurumların sağlayabileceği ürün ve hizmetlerin bileşimini de artırmaktadır. Birleşmelerin iki sonucu vardır: Birincisi, farklı türdeki finansal araçlar birbirlerinin alanına girmekte, bu da onları daha benzer kılmaktadır. İkincisi, birleşmeler FED'in, bankacılık yanında başka birçok finansal hizmet sağlayan büyük, karmaşık bankacılık organizasyonları (LCBOs: Large, Complex Banking Organizations) olarak adlandırdığı bir gelişmeye yol açmıştır. GSA düzenlemelerinin bankacılık birleşmeleri ve diğer finansal hizmet endüstrilerine getirdiği kısıtlamaların ortadan kaldırılması, bu gelişmeyi kolaylaştırmıştır (Mishkin, 2011a: 265-283).

Finansal birleşmelerin, devlet sigorta ağının varlığından ötürü, finansal düzenlemeye olan etkisi iki türlüdür: Birincisi, finansal birleşmenin bir sonucu olarak

‘batmasına izin verilemeyecek kadar büyük’ (too-big-to-fail (TBTF<sup>8</sup>)) sorunu artmaktadır. Buna gerekçe olarak, finansal kurumların ölçeğinin artması sonucu çok fazla sayıda büyük kurum olması ve bu kurumların iflas etmesi durumunda finansal sistemin ‘*sistemik risk*’ (bütün sistemi saran risk) ile karşılaşacak olması gösterilebilir. Nitekim, artık daha fazla finansal kurumun TBTF gibi davranmaları olasıdır ve bu büyük kurumların daha fazla risk alması yönündeki ahlaki tehlike güdüsünün artması, finansal sistemin kırılganlığını da artırmaktadır. İkincisi, bankaların diğer finansal hizmet sunan firmalar ile birleşmesi demek, devlet sigorta ağının artık garantili menkul kıymet satışı, sigorta ve gayrimenkul gibi yeni faaliyetleri de kapsayacak şekilde genişlemesi anlamına gelmektedir. Dolayısıyla, bu faaliyetlerde risk alma güdüsünün artması da finansal sistemin yapısını zayıflatmaktadır (Mishkin, 2011a: 283).

**Şekil 11: Finansal Birleşmeler ve TBTF Finansal Kuruluşlar**



**Kaynak:** Yazar tarafından çizilmiştir.

TBTF finansal kuruluşlar, büyük ve karmaşık olmaları ve finansal sistemde yer alan diğer kuruluşlarla olan bağlantıları nedeniyle, faaliyetlerini sürdürememe durumlarının ortaya çıkması halinde sistemik risk yaratma potansiyeli taşımaktadırlar. Bu nedenle, genellikle söz konusu finansal kuruluşların iflasına diğer kuruluşlar gibi yaklaşılmamakta ve iflas olasılığı halinde kamu kaynakları kullanılarak sermaye desteği sağlanmaktadır. Bu durum TBTF kurumların daha fazla risk alması yönündeki ahlaki tehlike güdüsünün artmasına yol açmakta ve finansal sistemin kırılganlığını artırmaktadır. Söz konusu kuruluşlara yönelik alınan tedbirler sayesinde, büyük ve sistemik önemi bulunan kurumların iflası ile reel ekonomi üzerinde oluşacak olumsuz etkiler önlenebilmekte, ancak

<sup>8</sup> TBTF teriminin Türkçe karşılığı olarak; batmasına izin verilemeyecek kadar büyük ya da başarısızlığa uğrayamayacak kadar büyük ifadeleri kullanılmaktadır.

kamu kaynaklarının kullanılması nedeniyle vergi mükelleflerine ciddi maliyetler yüklenmektedir (TCMB, 2013c: 123).

Colander ve diğerleri (2009), son on yılda finansal sistemin birbiri ile bağlantılılık derecesinin büyük ölçüde arttığını belirtmektedir. Her ne kadar birbiri ile daha yüksek derecede bağlantılı sistemler risk bileşenlerinin dağıtılması gibi belirli görevlerin yerine getirilmesinde daha etkin olsalar da, şoklara ve sistemik başarısızlıklara da yatkın hale gelmektedirler. Bu durum verili bir sistemin kriz yaratmaya ne kadar yatkın olduğunu ima eden finansal kırılganlığı artırıcı bir rol oynamaktadır. Benzer şekilde, finansal yeniliklerin de finansal sistemi kırılgan hale getirdiği görülmektedir. Küresel finansal piyasaların içindeki mevcut bağlantılar, ABD'nin eşik-altı problemlerinin finansal sistemin diğer bileşenlerine yayılmasına yol açmıştır. Çoğu finansal yenilik, daha önce birbiri ile bağlantısı olmayan oyuncular arasında yeni bağlantılar kurmuş ve bir tür bağlantı etkisi yaratmıştır. Küresel finansal sistemin birbiri ile aşırı derecede bağlantılı hale gelmesi ise mevcut krizin küresel ölçeğe yayılmasında kilit rol oynamıştır.

Finansal kurumlar çok büyük ve diğer finansal kurum ve piyasalarla çok fazla bağlantılı olduğunda, söz konusu kurumların başarısızlığı tüm finansal sistemin çöküşüne yol açabilmektedir. Bu durum 2008 yılında küresel finansal kriz sırasında, yatırım bankaları Bear Stearns ve Lehman Brothers ile sigorta şirketi AIG için tam olarak gerçekleşmiştir. FED ve diğer merkez bankaları son borç verme mercii rolü gereğince 2007-09 küresel krizin özellikle şiddetlendiği bir aşamasında sorunlu finansal kurumlara fon sağlamıştır.

Küresel finans krizi ile birlikte, belirli kurumların başarısız olmak için çok büyük<sup>9</sup> oldukları gibi, kurtarılacak için de çok maliyetli oldukları anlaşılmıştır. Dahası bu kurumlardan bazılarının, yönetilmek için de oldukça büyük oldukları ortaya çıkmıştır. Hükümetin kurtarma planı sonrası AIG'in yönetimini devralan Edward Liddy'nin belirttiği gibi, “...Yardım çağrısına cevap verdiğimde ve AIG'e Eylül 2008'de katıldığımda, bir şey

---

<sup>9</sup> Eğer bir finansal kurum TBTF ise, bu kurumun aynı zamanda *kurtarılamayacak kadar büyük* (too big to save (TBTS)), *var olamayacak kadar büyük* (too big to exist (TBTE)) ve *yönetilemeyecek kadar büyük* (too big to manage (BTM)) olduğu varsayılmaktadır (Moosa, 2015).

*hemen göze çarpıyordu: Şirketin genel yapısı, bünyesindeki tüm işlerin bir bütün olarak iyi yönetilebilmesi için, fazlasıyla karışık ve hantaldı, şeffaf değildi’’ (Stiglitz, 2012: 196).*

Daha büyük, daha karmaşık ve birbiri ile bağlantılı finansal kuruluşlar için ahlaki tehlikenin yasalardaki en son değişiklikler ile sınırlandırılmasının, son küresel finansal krizin ardından, gelecekte düzenleyicilerinin karşılaşacağı anahtar konulardan biri haline geldiği görülmektedir. Ayrıca küresel finansal kriz sırasında devlet güvenlik ağının genişletilmesi ve onun ardından gelen düzenleyici reform çağrıları göz önünde bulundurulduğunda, banka dışı finansal kurumların riskli varlıkları tutmaları konusunda büyük kısıtlamalar ile karşı karşıya kalmaları da muhtemel gözükmemektedir.

#### **1.2.1.6. Yeni Türev Ürünler ve Sistemik Risk Oluşumu**

Günümüz finansal piyasalarında kullanılan araç çeşitliliğinin hızla artmakta olduğu görülmektedir. Son yıllarda oldukça popüler yatırım araçları olan türev (derivative) ürünler; değerleri diğer varlıklardan türetilmiş olup, en basit ifadeyle, gelecekteki bir olayın sonuçları üzerine bahse girmek olarak tanımlanmaktadır. Çalışmanın bu kısmında finansal hizmetler endüstrisinde ortaya çıkan yeni finansal türev ürünlerin küresel krizde oynadığı rol üzerinde durulmuştur.

1990’larda Emtia Vadeli İşlemler Alım-Satım Komisyonu (Commodity Futures Trading Commission (CFTC)) başkanı Brooksley Born, türev ürünlerin düzenlenmesi için talepte bulunmuştur. Trilyon dolardan fazla kayıpla küresel finans piyasalarının tamamını tehdit eden LTCM’nin 1998 yılında New York FED tarafından desteklenmesinin ardından, bu konu aciliyet kazanmıştır. Ancak Hazine Bakanı Robert Rubin, yardımcısı Larry Summers ve Alan Greenspan itirazlarında başarılı olmuştur. Türev ürünlerin denetimsiz kalmasını kesinleştirmek için finansal hizmetler sektöründekiler yasama üzerinde çok başarılı lobicilik faaliyetlerinde bulunmuşlardır (Stiglitz, 2012: 246).

Greenspan gibi serbest piyasa savunucularından biri olan Cumhuriyetçi Senatör Phil Gramm, GSA’nın ve bu yolla finansal regülasyonların ortadan kaldırılması için başlatılan çabalara önderlik etmiştir. 2000 yılında Bütçe Yasası’na eklediği ‘*Emtia Vadeli İşlemler Modernizasyonu Yasası*’ (Commodity Futures Modernization Act (CFMA)) ile,

vadeli işlemler piyasasının çok büyük bir kısmını fiilen regülasyon kapsamından çıkarmıştır. Böylece kredi temerrüt takası (credit default swap (CDS)) ve diğer tezgah üstü (over the counter (OTC)) türevleri düzenlemelerden muaf tutulmuştur (Bocutoğlu, 2014a: 94).

Daha öncede belirtildiği üzere, CDS'ler son derece karmaşık CDO'ları satın alan yatırımcıların bu borç senetlerinin geri ödenmemesi durumunda sigorta satın alınmasını sağlamaktadır. Başka bir ifadeyle, kredi alanın temerrütte düşmesi durumunda menkul kıymet sahiplerine ödeme sağlayan CDS'ler, belirli bir risk primi karşılığında, yatırımcının karşılaşılabilecek riskleri üçüncü bir tarafa transfer etmesine olanak tanıyan finansal sigorta sözleşmeleridir. Türev olarak bilinen bu opak, gizemli ve çoğu zaman aldatıcı olan araçlar hakkında 2002 yılında Warren Buffett tarafından bir rapor kaleme alınmıştır. Buffett türevleri, hem bunlarla işlem yapanlar hem de ekonomik sistem için “*zaman ayarlı bombalar, kitle imha gücü olan finansal silahlar*” olarak tarif etmiştir. Küresel finansal sistem için tehlike oluşturdukları, şimdi gizli olsalar da, potansiyel olarak öldürücü oldukları uyarılarında bulunmuştur (Roubini ve Mihm, 2012: 83-210).

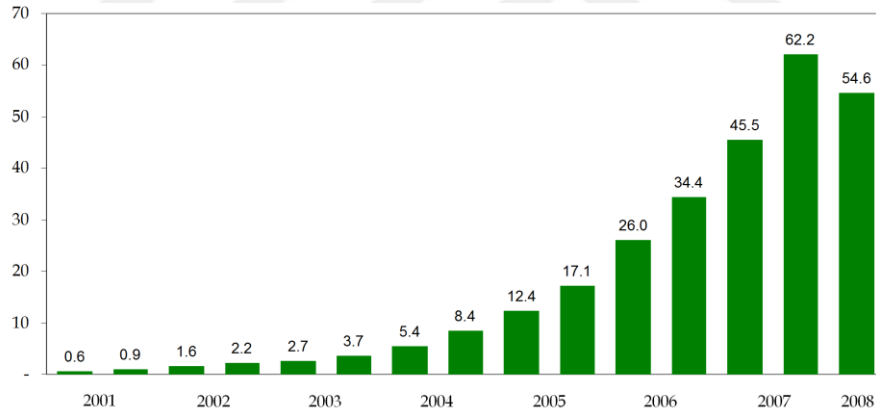
Colander ve diğerleri (2009)'nin belirttiği üzere, tıpkı nükleer fizikte olduğu gibi, finansal mühendislik tarafından geliştirilen araçlar da çok farklı amaçlar için kullanılabilir. Şöyle ki, riski hedge etmek için geliştirilen faydalı bir enstrümanın örneğin yüksek kaldıraç için kullanılması durumunda, finansal bir kitle imha silahına dönüşmesi mümkündür. Nitekim yeni türev ürünler, riski dikkate almadan sadece yüksek kar elde etmek amacıyla kullanılabilir. Finansal piyasalarda çeşitlenen ve ticari hacmi çok büyüyen finansal türev ürünlerin akademik belkemiğini matematiksel portföy ve risk yönetimi modelleri oluşturmaktadır. Finansal türev ürünlerin fiyatlaması ve risk yönetiminde; bir türev ürünün, o ürünün doğal risk ihtimalini nötralize edecek diğer bir varlıkla korunması tavsiye edilmektedir.

Son yıllarda da türevler, CDS benzeri farklı yeni çeşitleri sayesinde, riski yönetme (hedge etme) yöntemi olmaktan çıkarak, spekülatif araçlar haline gelmişlerdir. CDS, bir sigorta poliçesiyle karşılaştırılmasına rağmen, aslında tamamen farklı özelliklere sahiptir. Yatırımcının, bir borçlunun kredilerinde temerrüde düşmesi olasılığı karşısında koruma satın almasına izin verdiği için, sigortayı andırmaktadır. Bu gerçekleşecek olursa, sigorta

satıcısı, alıcının zararlarını tazmin etmek durumunda kalacaktır. Fakat bir sigorta poliçesi sahibinin aksine, CDS alıcısının fiilen bahis konusu olan varlığın bir parçasına sahip olması gerekmemektedir. Daha kötüsü, birisinin temerrüde düşeceği üzerine bahse girmiş olan herkesin bunun gerçekleşmesini sağlamak için yeterince fazla nedeni var demektir. Böyle durumlarda, bir CDS satın almak, sahibi olunmayan bir ev için konut sigortası alınmasına ve sonra da evin ateşe verilmesine benzemektedir. Bu nedenle CDS piyasası kumar oynanan bir piyasa dönüşmüştür. Bu piyasa neredeyse sıfırdan şaşırtıcı derecede bir büyüklüğe ulaşmıştır. 2008 yılına gelindiğinde toplam değeri 60 trilyon doları aşan CDS'ler, tüm finansal sistemi tehdit eden 'sistemik risk'<sup>10</sup>'in en önemli kaynağı haline gelmiştir (Roubini ve Mihm, 2012: 83-214; Bocutoğlu, 2014a: 94).

CDS piyasası 2003 yılında hızla büyümeye başlamış ve 2007 sonlarında dört yıl önceki boyutunun yaklaşık on katı büyüklüğe ulaşmıştır (Grafik 5).

**Grafik 5: 2001-2008 Dönemi CDS Piyasası**



**Kaynak:** Sommers, 2009: 9

CDS yazarak kazanılan muazzam ücretler, AIG gibi sigorta şirketlerinin yüz milyarlarca dolar değerinde bu riskli sözleşmeleri yazmasını teşvik etmiştir. AIG, CDS işlemleri aracılığıyla, yarım trilyon doları aşan değerde toksik CDO dilimini sigortalamıştır. Fakat CDS sigortalarını satmış olan bu büyük finans kurumları, bu işlemler

<sup>10</sup> Sistemik risk (systemic risk), finansal sistemin bir kısmı veya tamamında meydana gelen bir zafiyetten ötürü finansal hizmetlerin iktisadi faaliyet üzerinde ciddi olumsuz sonuçlara yol açabilecek şekilde kesintiye uğraması olarak tanımlanmaktadır. Herhangi bir finansal kuruluşun finansal yetersizliğinin sistemik bir risk kaynağı olup olmadığı, bu yetersizlikten kaynaklanan etkinin finansal sistemin tamamına ve dolayısıyla ekonominin geneline sirayet edebilmesine bağlıdır (TCMB, 2016a).

için gerekli olan karşılıkları ayırmamışlardır. Bu durum tüm finans sistemini sistemik bir risk altına sokmuştur. Dünyanın en büyük sigorta şirketi olan AIG'yi de iflasın eşiğine getirmiştir. AIG, bu dilimlerin zararını karşılayacak durumda değildir ve batması durumunda, varlıklarını sigorta etmiş olduğu kurumları da birlikte iflasa sürükleyeceği için, ABD hükümeti devreye girerek AIG'yi kurtarmıştır. Ancak borç yükü Amerikan vergi mükelleflerinin omuzlarına yüklenmiştir (Roubini ve Mihm, 2012: 77-211).

Bilindiği üzere, türev ürünler değerleri diğer varlıklardan türetilmiştir. Bu kapsamda türev ürünler iki ucu keskin kılıç gibidirler. Bir taraftan riski yönetmek için kullanılabilirler. Diğer taraftan, Buffet'ın belirttiği ve AIG örneğinde olduğu gibi, hem AIG'yi hem de ekonominin büyük bir bölümünü eşzamanlı olarak tahrip ederek, finansal kitle imha silahlarına dönüşebilirler. Yukarıda açıklandığı üzere, AIG diğer bankaların çöküşüne karşı bir sigorta işlevi gören CDS olarak adlandırılan özel bir türev ürünü satmıştır. Bu CDS'ler belirli firmaların iflası üzerine yazılan sigorta poliçeleri gibiydiler. AIG'nin iflası bütün finans sistemini alaşağı olma riskiyle karşı karşıya getirmiştir. Pek çok banka çeşitli piyasa risklerine karşı AIG'den sigorta aldığını düşündüğü için, bunun karşılığında da aksi halde alacaklarından daha çok risk yüklenme olanağını bulmuştur. AIG'nin çöküşü onları yüksek oranda korumasız bırakacaktır. AIG'nin başarısızlığı *karşı taraf riskinin* (counterparty risk) önemini göstermiş ve sigortayı düzenleyenlerin temerrüde düşme olasılığının ne denli hayati sonuçları olabileceğine ışık tutmuştur (Stiglitz, 2012: 267-274).

#### **1.2.1.7. Gölge Bankacılık Sistemi**

Konut balonunun patlamasından sonra ortaya çıkan sonuçlar neredeyse hiç kimsenin tasavvur edemeyeceği kadar kötü olmuştur. Bunun nedeni finans sisteminin hiç kimsenin bütünüyle tahmin edemeyeceği şekilde değişmiş olmasıdır. Bu kapsamda, *gölge bankacılık sistemi* (shadow banking system) küresel finansal krizde oynadığı rol ile dikkatleri üzerine çekmiştir. Kriz sonrası gerek finansal reform gündeminde gerekse akademik çalışmalarda geniş bir yer bulmuştur. Bu kısımda düzenleyici boşluklar ve gölge bankacılığın yükselişinin küresel finans krizine nasıl yol açtığı açıklanmaktadır.



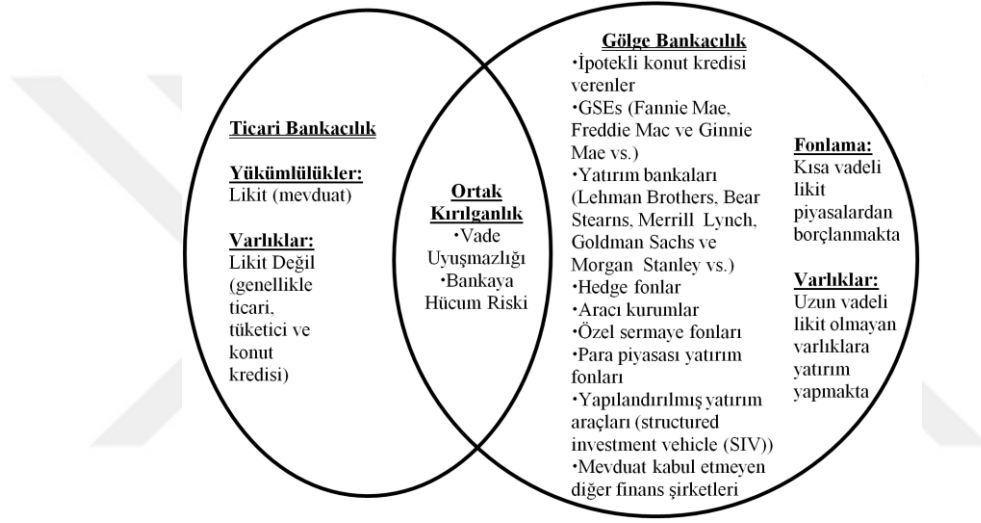
Bilindiği üzere, bankalar, en basit ifadeyle, kısa vadeli parayı ödünç alıp daha sonra bu parayı ipotek kredisi ve diğer uzun vadeli yatırımlar şeklinde ödünç veren finansal araçlardır. Bankanın yükümlülükleri (mevduat formunda) likitken; buna karşılık varlıkları (genellikle ticari, tüketici ve konut kredisi şeklinde) likit değildir. Diğer bir ifadeyle, likit olan mevduatlar, hemen nakde dönüştürülemeyecek likit olmayan yatırımlara çevrilmiştir. Bankanın likit olan yükümlülükleri (bilançonun pasif tarafı) ile likit olmayan uzun süreli varlıklarının (bilançonun aktif tarafı) vadeleri birbirinden farklı olup, bu farka '*vade uyumsuzluğu*' (maturity mismatch) denmektedir. Bu farklılık, bütün mudiler aynı anda paralarını geri almak için bankaya hücum etmedikleri sürece, sorun teşkil etmemektedir. Fakat Büyük Buhran örneğinde bu durum yaşanmış ve paniğe kapılmış mudiler aynı anda bankalara hücum etmiştir. Bu durumdaki bir bankanın varlıklarını, ipotek ve diğer kredilerini satması mümkündür. Fakat bankacılık sistemini genel bir panik sarmışsa, tüm bankalar aynı şeyi yapmaya çalışacak ve bu satışlar normal zamanlarda olabileceğinden çok daha küçük bir kısmını getirecektir. Dolayısıyla, pratikte likidite hücumuna kurban olan bankaların hızla likidite durumdan temerrüde düşmeye geçtikleri gözlenmektedir.

Bu durumda iki enstrüman bankaların imdadına yetişmektedir. Daha öncede açıklandığı üzere bunlardan ilki mevduat sigortası, ikincisi de nihai kredi mercii olan FED'dir. Bankalara yönelen bir hücum durumunda; bir yandan FED, bankaların mudilerine ödeme yapabilmeleri için yeterli nakde erişmelerini mümkün kılarken; öte yandan da mevduat sigortası, mudilere güvence vererek bankalara hücumu daha işin başında önlemektedir. Bankalar nihai kredi mercii olarak FED ve mevduat sigortası desteği almaları karşılığında, bazı regülasyonları kabul etmişler; 'likidite yeterliliği', 'kaldıraç oranı' ve 'sermaye yeterliliği' şeklinde ortaya çıkan ve banka karlarını sınırlandıran gözetime boyun eğmişlerdir. Buna ek olarak, Basel I ve Basel II gibi uluslararası düzenlemeleri de kabul etmişlerdir (Bocutoğlu, 2014a: 94).

Basel I'in aksine, Basel II'deki tavsiyelerin tümü uygulanmamıştır. Buna gerekçe olarak bankacılık sistemindeki herkesin istikrar ve güvenlik aramıyor olması gösterilebilmektedir. 1980'lerden sonra finansal hizmetler sektörüne giren çok sayıda insan, bankacılık ipinde aşağıda bir güvenlik ağı olmaksızın yürümeyi göze aldıkları takdirde yeterince çok para kazanabileceklerini fark etmişlerdir. Düzenlemelerin dışında kalarak da bankacılık yapmanın yolları vardır; fakat bu seçim sıradan bankalara sağlanan

koruyucu önlemlerin dışında kalmayı gerektirmektedir. Finansal kuruluşlar sıkı düzenlemelerden kaçmak için banka dışı aracılık faaliyetlerine yönelmiştir. Böylece daha fazla kar elde etmek üzere kasten düzenlemelerden kaçınma anlamına gelen ‘düzenleyici arbitraj’<sup>11</sup>, (regulatory arbitrage) kullanılmaya başlanmıştır. Bu arayış ‘gölge bankacılığın’ ya da diğer bilinen adıyla ‘paralel bankacılığın’ yükselmesine neden olmuştur (Roubini ve Mihm, 2012: 88).

**Şekil 12: Geleneksel Bankacılık Sistemi ve Gölge Bankacılık Sisteminin Karşılaştırılması**



**Kaynak:** Roubini ve Mihm, 2012’den yararlanılarak yazar tarafından çizilmiştir.

Gölge bankacılık sistemi (shadow banking system); banka olmayan ama banka gibi görünen, faaliyet gösteren, borç alıp veren, yatırım yapan ve diğer her yönden banka gibi hareket ettiği halde, hiçbir zaman bankalar gibi düzenlenip denetlenmeyen finansal kuruluşlardan oluşmaktadır. Mevduat bankaları ve gölge bankaların farklılıklarına rağmen, her iki tip banka da banka hücumlarına maruz kalmaktadırlar. Çünkü, gölge bankaların çoğunun tek bir ortak özelliği vardır: ‘derin bir vade uyumsuzluğu’ (Şekil 12). Çoğunlukla kısa vadeli likit piyasalardan borçlanmakta, daha sonra uzun vadeli likit olmayan varlıklara yatırım yapmaktadırlar. Vade ve likidite dönüşümü yapan banka dışı finansal kuruluşlar olarak tanımlanan gölge bankalar, tıpkı yukarıda açıklanan bankalara hücum durumunda

<sup>11</sup> Düzenleyici arbitraj, finansal faaliyetlerin bir amaca yönelik olarak daha fazla düzenlemeye tabi olan alanlardan olmayan alanlara taşınmasıdır (Roubini ve Mihm, 2012: 225).

olduğu gibi, ticari bankalarla aynı kırılganlığı taşımaktadırlar. Bu kriz, her türden finans kurumunun likit bazda kısa vadeli borçlanıp, uzun vadeli likit olmayan varlıklara yatırım yaptığı bir bankacılık krizidir. Panik vurduğunda, geleneksel bankalar ve gölge bankalar kısa vadeli kredilerini yenileyememiş, likit olmayan hale gelmişlerdir. Gölge bankalar bu halleriyle krizin merkezinde yer almışlardır (Roubini ve Mihm, 2012: 85-89).

ABD’de konut balonu patladığında, bankalar ve banka-dışı finansal kurumların zararları finansal sistemde yaygın iflaslara yol açmıştır. İpoteğe dayalı varlıkların çoğu bankalar ve banka benzeri role sahip diğer kuruluşları da içeren finansal kuruluşlar tarafından tutulduğu için, 1907 paniğinde anahtar rol oynayan tröstler gibi, bu banka olmayan bankaların (gölge bankaların) ipotekli kredilerle bağlantılı kayıpları finansal sisteme olan güvenin çökmesine yol açmıştır. Tıpkı 1907 paniğini başlatan düzenlenmemiş tröstler gibi, gölge bankaların da ticari bankalardan daha az ve gevşek düzenlenmiş olmaları, yatırımcılara daha yüksek kazanç vermelerini sağlamış; fakat onları bir kriz anında oldukça korumasız bırakmıştır (Krugman ve Wells, 2013: 407).

ABD’de konut piyasasındaki düşüş, ödenmeyen ipoteklerin yükselmesine yol açmıştır. Şöyle ki MBS ve CDO’ların değerlerinin çöküşü; bankaların ve diğer finansal kurumların varlıklarının değerini ve net değerlerini (öz sermayeleri) azaltarak, bilançolarını zayıflatmıştır. Bu durumdaki bankalar ve diğer finans kurumları, varlıklarını satarak ve hanehalkı ile şirketlerin kredi kullanılabilirliğini kısıtlayarak, ters kaldıracı başlamışlardır. Ters kaldıraç, LTCM krizi açıklanırken ifade edildiği üzere, finansal kurumların daha az sermayeye sahip olmaları nedeniyle borç verme işlemini azaltmaları olarak tanımlanabilir.

Haziran 2008’de New York FED’in başkanı Timothy Geithner, New York Ekonomi Kulübü’nde yaptığı konuşmasında konut balonu sona erdiğinde ne kadar büyük çapta bir zarar verebileceğini anlatmaya çalışmıştır. Yeni sistemin ne kadar savunmasız olduğuna vurgu yapan Geithner konuşmasında şunları söylemiştir: “*Ekonomik canlılık döneminde finans sisteminin yapısı kökten değişerek geleneksel bankacılık sistemi dışındaki aktiflerin payı muazzam bir artış göstermiştir. Banka dışı bu finans sistemi özellikle para ve kredi piyasalarında çok büyük bir büyüme kaydetmiştir. Uzun vadeli riskli ve görece likit olmayan aktiflere kıyasla yükümlülüklerin çok kısa vadeli olması, bu paralel finans sistemindeki kuruluşlardan çoğunu klasik bir hücumla karşı savunmasız hale*

getirmiştir ve bunlar bankacılık sisteminin riskleri azaltmakta yararlandığı mevduat sigortası gibi koruyucu araçlardan yoksundurlar’’ (Krugman, 2015: 146-147).

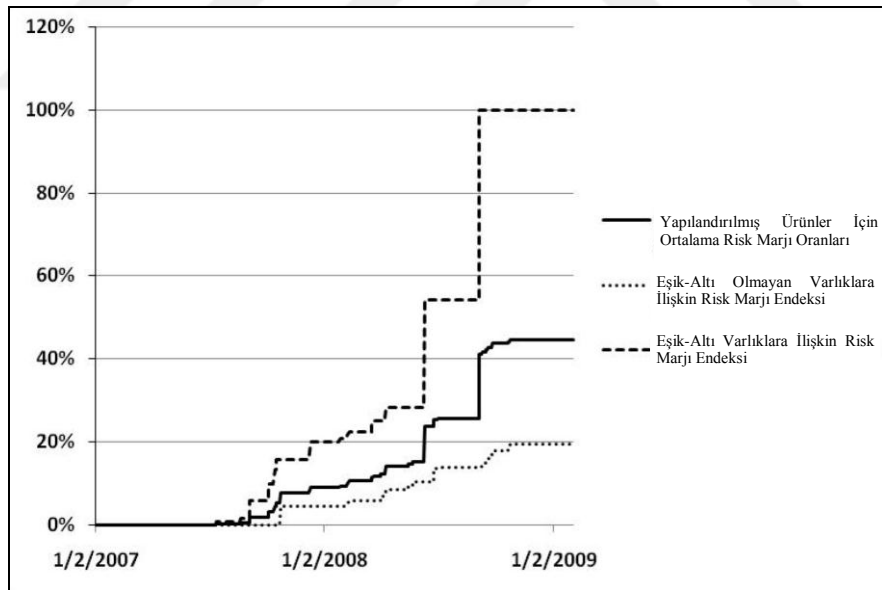
Geithner aynı konuşmasında, gölge bankalara hücumun fiilen nasıl gerçekleştiğini anlatmıştır. Alt gruba kullandırılan kredilerle ilgili kayıpların başlaması gölge bankacılık sistemine duyulan güveni zedelemiştir. Bu da hızla aktif satışı yapılarak borçların azaltılmasını içeren bir kısır döngüye yol açmıştır. Geithner sözlerini şu şekilde sürdürmüştür: “...çoğu muhafazakar biçimde yönetilen fonlardan oluşan yatırımcılar paralarını çekmeye başlayınca, sistem aktiflerin zorunlu biçimde nakde çevrilmesini içeren ve kendi kendisini güçlendiren bir kısır döngüye karşı savunmasız hale gelmiş ve bu da diğer aktif varlıkların fiyatlarını düşürmüştür. Buna yanıt olarak marj zorunlulukları yükseltilmiş veya krediler tamamen durdurulmuştur. Bu da borçların kapatılması için daha fazla aktif satılmak zorunda kalınmasına yol açmıştır. Aktifler endişe içindeki piyasalarda satıldıkça sermaye emniyet marjları erimeye başlamıştır. Bütün sisteme yayılmış aktiflerin, özellikle de ipotekli konut kredileriyle ilgili olanların kalitesizliği bu dinamiğin gücünü artırmıştır.” Geithner konuşmasında düşen aktif değerlerin bilançolara nasıl zarar verdiğine ve kendi kendisini güçlendiren bir süreç içinde yeni aktif satışlarını zorunlu kıldığına vurgu yapmaktadır. Kendi kendisini güçlendiren bu sürecin sonucunda gölge bankacılık sistemine, 1930’ların başında geleneksel bankacılık sisteminin yaşadığına çok benzer biçimde hücum yaşanmıştır (Krugman, 2015: 156).

İpotek ve diğer finansal varlıkların değerindeki keskin düşüşler, gölge bankacılık sistemine hücumu yol açmıştır. Bankalar, repo piyasasında<sup>12</sup> ipotekli konut kredilerine dayanan menkul kıymetleri teminat göstererek kısa vadeli genellikle gecelik borç almışlardır. Finansal kurumların bilançolarının kalitesine ilişkin artan endişeler, borç verenlerin ‘risk marjı’ (haircut) olarak bilinen daha fazla teminat istemelerine neden olmuştur. Risk marjı, teminatın değer kaybetme ihtimali karşısında borç verenin zarara uğramaması için ödenen ilave risk primi şeklinde tanımlanabilir. Finansal kriz esnasında teminatlar üzerindeki marj oranı keskin biçimde yükselmiş, bu da varlıkların yok pahasına satışına yol açmıştır. Bu durumu bir örnekle açıklamak gerekirse; bir borçlunun 100 milyon dolar kredi için repo anlaşması yaptığını, 105 milyon dolar MBS’yi de teminat

<sup>12</sup> Geri satın alım anlaşması (repo), satıcının genellikle bir haftadan kısa bir süre içerisinde geri satın alacağı menkul kıymetleri, FED’in ya da başka bir tarafın satın almasına ilişkin bir düzenleme olarak tanımlanmaktadır.

olarak gösterdiğini düşünelim. Bu durumda risk marjı oranı %5 civarındadır. Geri ödenemeyen ipoteklerdeki artışla birlikte MBS'nin değeri düşmüş, bu da risk marjı oranında bir artışa yol açmıştır. Grafik 6' dan açıkça görüldüğü üzere, krizin başlangıcında, risk marjı oranları sıfıra yakın iken; krizin sonunda yaklaşık %50'ye yükselmiştir. Bunun anlamı aynı miktarda teminatın, artık finansal kurumların önceki ile karşılaştırıldığında yarısı kadar borçlanmasına imkân vermesidir. Bu nedenle finansal kurumlar finansman yaratmak için, yok pahasına satışlara girişmişler ve çok hızlı bir şekilde varlıklarını satmak zorunda kalmışlardır. Varlıkların hızla satışı onların fiyatlarını düşüreceği için, bu zararına satışlar (varlıkların piyasa değerinin altında elden çıkarılması) finansal kurumların varlıklarının değerinin daha fazla düşmesine yol açmıştır. Bu düşüşler teminatın değerini daha fazla düşürmüştü ve böylece finansal kurumları likidite yaratmak için daha fazla mücadele zorlamıştır (Mishkin, 2013: 238).

**Grafik 6: Farklı Kategorilerdeki Yapılandırılmış Ürünler için Repo Piyasası Risk Marjı Oranları**



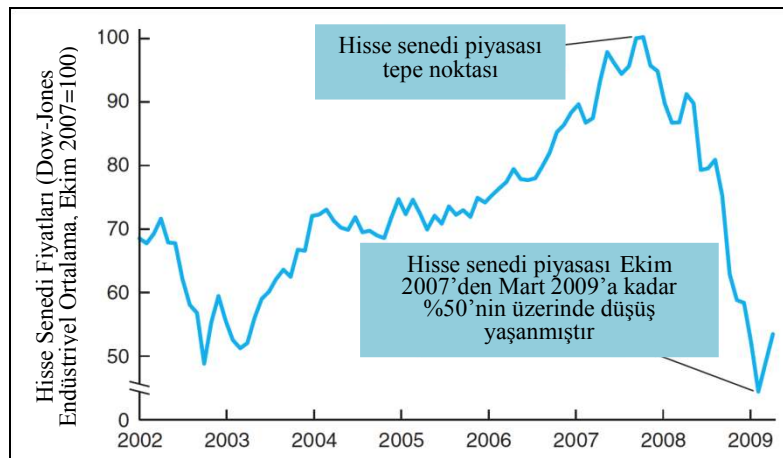
**Kaynak:** Gorton ve Metrick, 2010: 513

Grafik 6, esasen paniğin ortaya çıkışını belgelemektedir. Şöyle ki, repo piyasasında risk marjında yaşanan artış, bankacılık sisteminden çekilen fonlara ve kitlesel ters kaldıracı karşılık gelmektedir. Burada dikkat edilmesi gereken husus; risk marjında artışa yol açan faktör tek bir şokun yaşanması değil, kriz esnasında bir dizi olayın meydana gelmesidir.

Ayrıca eşik-altı varlık sınıfına ilişkin risk marjı oranı en yüksek risk primine sahiptir. Grafikten risk marjı oranının yüzde 100'e ulaştığı da görülmektedir. Bunun anlamı, bu varlıklar repo işlemlerinde teminat olarak kabul edilebilir değildir. Eşik-altı olmayan varlık sınıfına ilişkin risk marjı oranı maksimum yüzde 20'ye ulaşmıştır. Yaşanan panik '*repo piyasasına hücumu*' yol açmıştır. Her mevduat sahibi ters seçimin olası etkilerine karşı kendini korumak için bir risk marjı yüklemektedir. Ama bir bütün olarak sistem için etkileri yıkıcı olabilmektedir (Gorton ve Metrick, 2010).

Sonuç, Büyük Buhran sırasında meydana gelen bankacılık sistemine hücumu benzer olmuştur; muazzam miktarda ters kaldıracı yol açmış ve borç verme işleminde kısıtlamaya ve iktisadi faaliyette bir düşüşe neden olmuştur. Bir yandan hisse senedi piyasasında yaşanan varlık fiyatlarındaki düşüşler -Ekim 2007'den Mart 2009'a kadar %50'nin üzerinde düşüş yaşanmıştır- (Grafik 7), diğer taraftan konut fiyatlarında meydana gelen %30'dan fazla düşüş (Grafik 12), aynı zamanda gölge bankacılık sistemine hücumdan kaynaklanan yok pahasına satışlar bir araya gelerek, hem firmaların hem de hane halkının bilançolarını zayıflatmıştır. Bu kötüleşen finansal sürtünmeler, genişleyen kredi marjında kendini göstermiş ve hane halkı ile işletmelerin kredi maliyetinin yükselmesine ve borç verme standartlarının daralmasına yol açmıştır. Kredilerde ortaya çıkan azalışın anlamı, hem tüketim harcamaları hem de yatırımların düşmesi yani ekonominin daralmasıdır (Mishkin, 2013: 238).

**Grafik 7: Hisse Senedi Fiyatları ve Küresel Finansal Kriz**



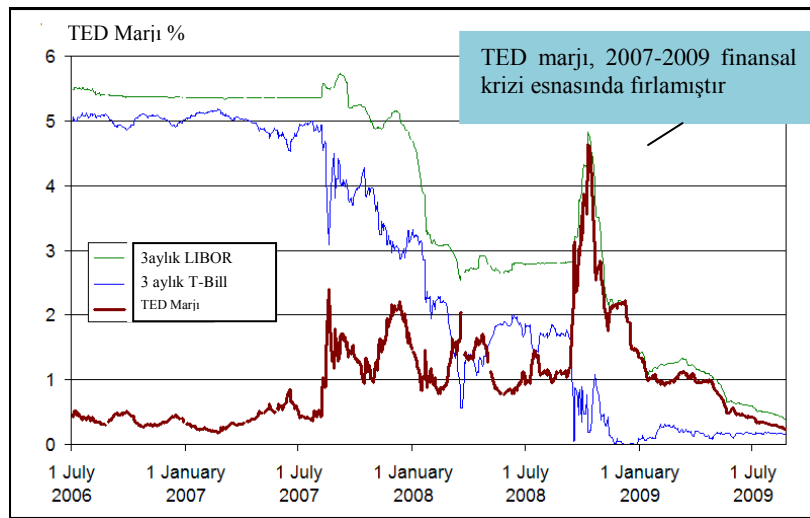
**Kaynak:** Mishkin, 2013: 239

2007-09 finans krizi finansal sisteme olan güvenin çökmesine yol açmıştır. Grafik 8’de bu güven kaybının bir göstergesi olan ‘*TED marjının*’ (Treasury-Eurodollar Spread (TED spread)) 2006-2014 arasında izlediği seyir gösterilmektedir. TED marjı, 3 aylık LIBOR faiz oranı (Londra Bankalararası Faiz Oranı (London Interbank Offered Rate)) ile aynı vadede ABD hazine bonosu (T-Bill (Treasury Bill)) getirisi arasındaki fark olarak tanımlanmakta ve yaygın olarak finansal stresi ölçmek için kullanılmaktadır.

$$\text{TED marjı} = 3 \text{ ay vadeli LIBOR faiz oranı} - 3 \text{ ay vadeli ABD hazine bonosu faiz oranı}$$

Devlet bonolarının çok güvenli olduğu düşünüldüğü için, TED marjı bankaların birbirinden borçlandığında ne kadar risk aldıklarını düşündüklerini göstermektedir. Ekonomide kredi riskinin değerlendirilmesinde kullanılan TED marjı ile para piyasalarının tedirginliği ölçülebilmektedir. TED marjındaki yükseliş piyasa katılımcılarının olumsuz ekonomik ve finansal görünüm beklediği, küresel ölçekte riskten kaçınma eğiliminin arttığı ve risk iştahının düştüğü şeklinde yorumlanmaktadır (Buncica ve Moretto, 2015). Normal şartlarda fark yüzde çeyrek puan civarındadır. Fakat Grafik 8’den görülebileceği üzere, bu fark 2007’de artarak, Ekim 2008’de görülmemiş şekilde yüzde 4.58’e çıkmış ve ancak 2009’un ortalarında normal seviyelerine dönmüştür. Lehman’ın iflasını açıkladığı Eylül 2008’de yaşanan yaygın panik TED marjındaki sıçramadan açıkça görülmektedir.

**Grafik 8: TED Marjı ve Küresel Finansal Kriz**



**Kaynak:** <https://commons.wikimedia.org/w/index.php?curid=4913402>

Daha önce de ifade edildiği üzere, ticari bankaların aksine yatırım bankaları, finansal varlıkların ticaretini yapmakta fakat müşterilerden mevduat kabul etmemektedir. 2008 yılının Eylül ayında, Lehman için sona gelindiği görülmektedir. Firma yüksek riskli ipotekli konut kredilerine büyük miktarda yatırım yapmıştır. 2008 yazı ve sonbaharında ABD konut piyasasındaki düşüş yoğunlaştığında, yüksek riskli ipotekli krediler ile ilgili yatırımlar değerlerinin çoğunu kaybetmiş ve Lehman iflasın eşiğine gelmiştir. Lehman devam eden operasyon ve işlemlerini finanse etmek için, genellikle bir sonraki iş günü ödenmesi gereken gecelik kredi kullanan kısa vadeli kredi piyasasından yoğun şekilde borçlanmıştır. Lehman'ın çöküşe geçen konut piyasasındaki zararlara ne kadar maruz kaldığı hakkındaki söylentiler yayılmaya başladığında, bankanın kredi kaynakları kurumuştur. 15 Eylül 2008 tarihinde iflasını açıklamasıyla ABD tarihinin en büyük iflası meydana gelmiştir.

FED ve ABD Hazinesi Lehman Brothers'ı kurtarsaydı, tüm krizin önüne geçilebilir miydi? Stiglitz, Lehman kurtarılsaydı her şeyin yolunda olacağı iddialarının asılsız olduğunu belirtmektedir. Yazara göre Lehman Brothers bir sebep değil sonuçtu; hatalı kredi uygulamalarının ve düzenleyicilerin yetersiz gözetiminin bir sonucuydu. Lehman Brothers kurtarılsa da kurtarılmasa da küresel ekonomiyi birçok güçlük bekliyordu. Küresel ekonomi; balon ve aşırı borçlanma ile destekleniyordu. Oyunda sona gelindi ve zaten Lehman'ın çöküşünden önce sona ermişti. Çöküş aktif satışı yaparak borçların ödenmesini yani ters kaldıraç sürecini hızlandırmış; böylece kemikleşmiş sorunlar gün yüzüne çıkmıştır (Stiglitz, 2012: 201).

Bir zamanların saygıdeğer yatırım bankası Lehman Brothers'ın çöküşü, dünya çapında finansal paniğe yol açan olaylar zincirini başlatmıştır. Neredeyse küresel finans sistemini alaşağı olma noktasına getirmiştir. Dünya çapında finansal kurumlar, menkul kıymetleştirme yoluyla, temerrüt oranları yükseldikçe değerleri hızla kötüleşen konut kredileri ile ilişkili kayıplara maruz kalmışlardır. Kredi piyasaları donmuş, finansal kuruluşlar da kuralları sıkılaştırmıştır. Dünyanın her yerinde borçlular, bir '*küresel kredi krizi*' (global credit crunch) nedeniyle büyük darbe almış; ya krediye erişimlerini kaybetmişler ya da yüksek faiz oranları ödemek zorunda bırakılmışlardır.



Hisse senedi piyasası düşüşe geçmiş ve birkaç hafta içinde Dow Jones yaklaşık 3.000 puan düşmüştür (Grafik 7). Krizin etkileri finansal piyasalarla sınırlı kalmamış, reel ekonomiye de sıçrayarak etkisi altına almıştır. Lehman düştüğünde, ABD ekonomisi zaten durgunluktadır, fakat krizin hızı izleyen aylarda büyük ölçüde artmıştır. 1930'lardaki Büyük Buhran'dan bu yana ABD ekonomisindeki en kötü çöküş olarak gösterilen '*Büyük Durgunluk*' (Great Recession) ile sonuçlanmıştır. ABD'de istihdam 2010 yılı başında dibe vurmuş 8 milyondan fazla kişi işlerini kaybetmiştir. Avrupa ve Japonya'da benzer sorunlar yaşanmaktadır. 1930'lardan bu yana en kötü durgunlukla karşı karşıya kalınmıştır. Dünya ticareti Büyük Buhran'ın ilk yıllarından çok daha hızlı bir düşüş göstermiştir. Bu tür olayların yirmi birinci yüzyıl Amerikasında yaşanması şaşkınlık yaratmıştır. Oysa yaşanan durum finansal paniğin modern bir versiyonudur; finansal piyasalarda ani ve geniş çaplı bozulma meydana gelmiştir (Krugman ve Wells, 2015: 947-948).

2009 Nobel Ekonomi Ödülü'nün sahibi Paul Krugman, küresel krizin merkezinde gölge bankacılık sisteminin olduğunu belirtmektedir. Yazara göre, gölge bankacılık sistemi önemi açısından geleneksel bankacılıkla rekabet edecek hatta onu aşacak ölçüde genişlediği sırada politikacılar ve devlet yetkilileri Büyük Buhran'ı mümkün kılan türden bir finansal savunmasızlığı yeniden yarattıklarını anlamalı, bu yeni kuruluşları kapsayacak kuralları ve finansal güvenlik ağını oluşturarak gelişmelere tepki vermeliydi. Geleneksel bankaların yaptığı her şeyi yapan ve krizlerde bankalar gibi kurtarılması gereken söz konusu kurumlar, bir banka gibi kurala bağlanmalıydılar. Aslında LTCM krizi gölge bankacılık sisteminin getirdiği tehlikelerle ilgili bir ders işlevi görmeliydi. Sistemin çökmeye ne kadar yaklaştığını fark eden çok sayıda kişinin uyarıları ise göz ardı edilmiş ve kurala bağlama yönünde hiçbir girişimde bulunulmamıştır. Aksine, dönemin ruhu ve George W. Bush yönetiminin ideolojisi kesinlikle kuralsızlaştırmadan yanaydı. Sistemin kırılganlığı konusunda kaygılanması gerekenler bunun yerine finansal yenilikler hakkında övgüyle bahsetmekteydi. Greenspan 2004 yılında yaptığı açıklamada, “...*Yalnızca tek tek finans kuruluşları altta yatan risk faktörlerine bağlı şoklara karşı daha dayanıklı hale gelmekle kalmadı, finans sistemi de bir bütün olarak daha dirençli hale geldi*” demiştir. Finans sisteminin krize gireceğine ilişkin giderek büyüyen riskler ve bir bütün olarak ekonomi önemsenmemiş ya da başka bir ifadeyle kendi haline bırakılmıştır (laissez-faire) (Krugman, 2015: 148-149).

### 1.2.1.8. FED'in Gevşek Para Politikası, Düşük Federal Fon Oranı ve Taylor Kuralı

Regülasyonlardan, piyasalara hükümet müdahalelerinden hoşlanmayan ve tam bir serbest piyasa savunucusu olan Greenspan'ın FED Başkanlığına getirilmesi ve o görevde 19 sene kalması<sup>13</sup> (1987-2006), “*finansal krizlere yol açan balonların oluşumunu engellemek FED'in görevidir*” şeklinde özetlenebilen merkez bankacılığı felsefesinin geri plana atılmasına yol açmıştır. Başkanlığı döneminde izlediği düşük faiz politikası, konut balonunun oluşumunda önemli bir rol oynamıştır. Bu düşük faiz oranları konut piyasasında bir patlama yaşanmasına yol açmış, bu da ABD ekonomisinin 2001 resesyonu sonrası yaşanan durgunluktan çıkmasına neden olmuştur. Greenspan, ekonomiye devasa büyüklükte ucuz para pompalayarak ve parayı piyasada uzun süre tutarak, bir balonun (dot.com teknoloji balonunun) patlamasının etkilerini, bir başka balonu şişirerek ortadan kaldırma yoluna gitmiştir. Aslında Greenspan borsa balonunun yerine konut balonunu geçirerek başarılı olmuştur. Fakat konut piyasasında patlama yaşanırken, finans kuruluşları giderek artan riskler almaya başlamışlardır. Trader'lar FED'in sürekli genişletici para politikası uygulayıp balonları şişireceğini ve balonlar patladıktan sonra da yatırımları kurtarmaya koşacağını bilmektedirler. ‘*Greenspan Put*’u denen bu olgu geniş ölçekte bir ahlaki tehlike yaratmıştır (Bocutoğlu, 2014a: 93).

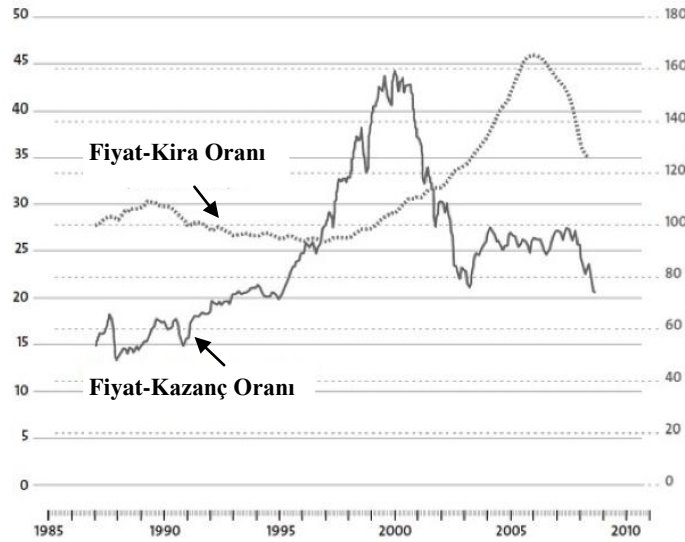
Greenspan şimdiye kadar görevde en uzun kalan FED başkanı değildir. Bu kişi FED'i 1951 ile 1970 arasında yöneten William McChesney Martin Jr.'dır. Bu iki başkanın para felsefelerinin tamamıyla birbirinden farklı olduğu görülmektedir. Başkan Martin, FED'in işinin “*parti devam ettiği sırada içki şişelerini kaldırmak*” olduğunu açıklamıştır. Bununla esas olarak FED'in hızla büyüyen bir ekonomide, enflasyona neden olabilecek aşırı ısınmayı engellemek için faiz oranlarını yükseltmesi gerektiğini kastetmektedir. Fakat söyledikleri FED'in finans piyasalarındaki *akıl dışı taşkınlığı* (irrational exuberance) - Greenspan'ın tabiri- engellemeye çalışması gerektiği şeklinde de yorumlanmıştır. Ancak Greenspan aşırı taşkınlığa karşı uyarılarda bulunmasına rağmen, bu konuda asla fazla bir

<sup>13</sup> Alan Greenspan; 1987 yılında Cumhuriyetçi başkan Ronald Reagan tarafından atanmış ve 1992'de Cumhuriyetçi bir başkan olan George H. W. Bush tarafından tekrar ataması yapılmıştır. 1993'de başkan seçilen Demokrat Bill Clinton, Greenspan'ın süresi sona erdiğinde yeniden atanması için çok büyük baskı altına girmiş ve Greenspan'ı Cumhuriyetçi olmasına rağmen 1996'da ve tekrar 2000'de yeniden atamıştır. Cumhuriyetçi George W. Bush da Greenspan'ı 2004'de tekrar atamıştır.

şey yapmamıştır. Akıl dışı taşkınlık tabirini, tam olarak telaffuz etmeden hisse fiyatlarında bir balon oluştuğunu ima ettiği 1996'daki bir konuşmasında kullanmıştır. Fakat piyasadaki canlanmayı frenlemek için faiz oranlarını yükseltmemiş; hatta borsa yatırımcılarına marj zorunluluğu (margin requirement) getirmeye çalışmamıştır. Bunun yerine, 2000'de olduğu gibi balon sönüncüye kadar beklemiş ve ardından *enkazı temizlemeye* (clean after burst) çalışmıştır (Krugman 2015: 127-128).

Greenspan'ın yükselişin devamına izin verme konusundaki gönüllülüğü, ABD ekonomisine en azından bir yönden gayet iyi hizmet etmiştir. İşsizlik onyıllardır görülmeyen düzeylere inmiş, fakat enflasyon sükunetini korumuştur. ABD'nin 1960'lerden beri yaşamadığı bir refah duygusuna kapıldığı görülmüştür. Fakat konu varlık piyasalarındaki akıl dışı taşkınlık olduğunda, Greenspan aynı ölçüde başarılı olamamıştır. Önce hisse senetlerinde ardından da konutta ortaya çıkan iki muazzam varlık balonu sırasında yöneticilik yapan Greenspan'ın bu konuda ne kadar başarısız olduğu ise küresel krizin patlak verip, görevinden ayrılmasından sonra açığa çıkmıştır (Krugman 2015: 128-129).

**Grafik 9: Shiller Fiyat-Kazanç Oranı ve Case-Shiller Konut Fiyat Endeksi**



**Kaynak:** Krugman 2015, 130

Yukarıdaki Grafik 9, bu iki balonun zamanlamasını ve büyüklüğünü göstermektedir. Çizgilerden biri, hisse senetlerinin makul fiyatlandırılıp

fiyatlandırılmadığına ilişkin yaygın bir gösterge olarak kullanılan hisse senedi fiyatlarının kurumsal kazançlara olan oranını göstermektedir. Diğeri ise, ortalama ABD konut fiyatlarının ortalama kiralara oranını göstermektedir. 1990'lardaki hisse senedi balonunu ertesi on yıl konut balonunun izlediği açıkça görülmektedir. Toplamda konut fiyatları asla hisse senedi fiyatlarında olduğu gibi tarihsel normlarının oldukça ötesine geçmemiştir. Fakat finans sistemi düşen konut fiyatlarının yan etkileri karşısında bir borsa çöküntüsünün yan etkilerine kıyasla çok daha fazla savunmasız kalmıştır (Krugman 2015: 130-131).

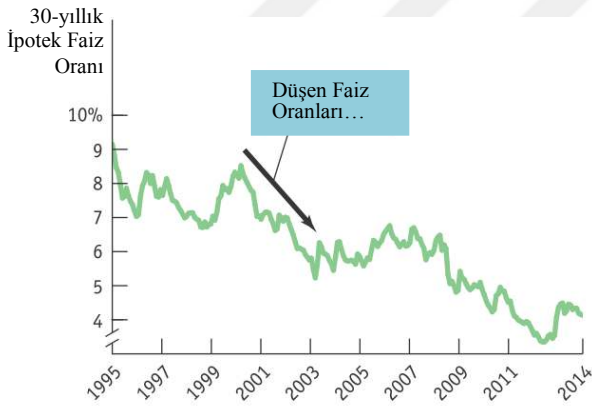
Akıldışı Taşknlık (Irrational Exuberance) kitabının yazarı olan ve 2013 Nobel Ekonomi Ödülü sahibi Robert Shiller, aktif balonunu bir tür *doğal saadet zinciri* (natural Ponzi scheme) olarak tarif etmektedir. Zincire katılacak yeni kişiler kalmadığında her şey tepetaklak olmaktadır. Hisse senetlerinde ise doruk 2000 yazında yaşanmıştır. İzleyen iki yıl içinde hisse senetleri ortalama yüzde 40 civarında değer kaybetmiştir. Bir sonraki balon bunun hemen ardından şişmeye başlamıştır. Bu olayın başlangıcında faiz oranlarının çok düşük oluşu konut alımını cazip hale getirmiş ve konut fiyatlarındaki artışın gerekçelerinden biri olmuştur. 1990'lardaki borsa balonundan sonra FED'in iş piyasasının zayıflığı ve ekonominin genel cansızlığı konusunda derin bir kaygı duyduğu görülmektedir. FED'e göre bütün yaşananlar 1990'ların Japonya'sını çok fazla andırmaktadır. Greenspan daha sonra, '*aşındırıcı deflasyon*' (corrosive deflation) olasılığından kaygılandığını belirtmiştir. Bu yüzden faizleri sonunda federal fon oranını yüzde 1'e indirinceye kadar düşürmeyi sürdürmüştür. Para politikası en nihayetinde konut piyasası aracılığıyla çekiş gücü kazanmıştır. Eleştirenler Greenspan'ın yalnızca borsa balonunun yerine konut balonunu geçirerek başarılı olduğunu söylemektedir. Onlara göre FED, ekonomiyi borsa balonu sonrası çöküntüsünden kurtarmayı ancak doğru zamanda şişen başka bir balona sahip olarak yapabilmıştır (Krugman 2015: 133-137).

ABD'deki konut patlamasının düşük faiz oranlarıyla başladığı konusunda çok sayıda görüş bulunmaktadır. Bu görüşün savunucularına göre hikayenin başlangıcında düşük faiz oranları yer almaktadır. 2003'de ABD faiz oranları; kısmen FED politikası yüzünden ve kısmen de diğer ülkelerden özellikle Çin'den gelen büyük miktarda sermaye girişi nedeni ile tarihi düşük seviyelerine gerilemiştir. Bu düşük faiz oranları konut piyasasında bir patlama yaşanmasına yol açmış, bu da ABD ekonomisinin 2001 resesyonu sonrası yaşanan durgunluktan çıkmasına neden olmuştur. Grafik 10, 1995 ile 2014 yılları

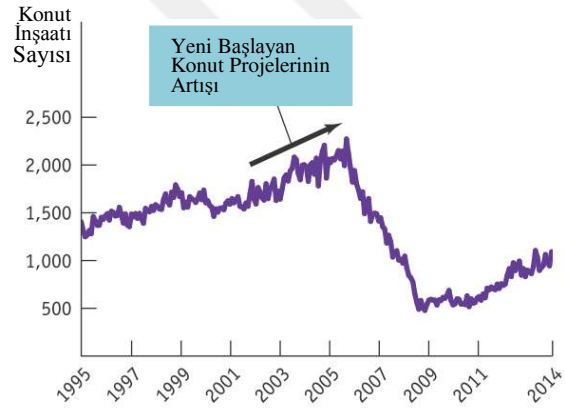
arasında ABD’de bir ev almak için borçlanmanın geleneksel yolu olan 30-yıllık ipotekli konut kredisi faiz oranını ve yeni başlanan konut inşaatı sayısını göstermektedir. Grafiğin (a) panelinden faiz oranlarının ne kadar düştüğü görülmektedir. Düşük faiz oranları, grafiğin (b) panelindeki yeni konut inşaatı sayısındaki artışın da yansıttığı gibi, konut yatırım harcamalarında yükselişe neden olmuştur. Yatırım harcamalarındaki bu yükselme, hem doğrudan etkileriyle hem de çarpan süreci yoluyla ekonomide bir canlanmaya yol açmıştır. Fakat konut piyasasında patlama yaşanırken, finans kuruluşları giderek büyüyen riskler almaya başlamışlardır. Maalesef konut patlaması sürdürülemeyecek bir seviyeye ulaşmıştır. 2006 yılı itibariyle ABD konut piyasasında bir balon yaşanmakta olduğu aşikar hale gelmiştir. İnsanlar gelecekteki fiyatlarla ilgili gerçekçi olmayan beklentilere dayanarak ev satın almışlardır. Balon patladığında ise, konutlar ve ABD ekonomisi düşüşe geçmiştir (Krugman ve Wells, 2015: 765-766).

#### Grafik 10: Faiz Oranları ve ABD’de Konut Patlaması

Panel (a): 30 Yıllık İpotek Faiz Oranı



Panel (b): Yeni Başlayan Konut İnşaatları



**Kaynak:** Krugman ve Wells, 2015: 765

FED’in faiz oranını düşük tutmasının konut balonuna yol açığının en güçlü savunucularından biri John Taylor’dır. Konut balonunun oluşumunda asıl faktörün aşırı gevşek bir para politikası olduğunu vurgulamaktadır. Taylor’a göre 2007 yılında başlayan ve 2008’de kötüleşen kriz FED’in Taylor Kuralı’ndan vazgeçmesinin sonucudur. Stanford’da ekonomist olan John Taylor, 1993’de para politikasının hem iş çevrimleri ve hem de enflasyon kaygılarını dikkate alan basit bir kural izlemesi gerektiğini ileri sürmüştür. Ayrıca FED’in mevcut para politikasının, çok yaklaşık olarak önerilen kuralı

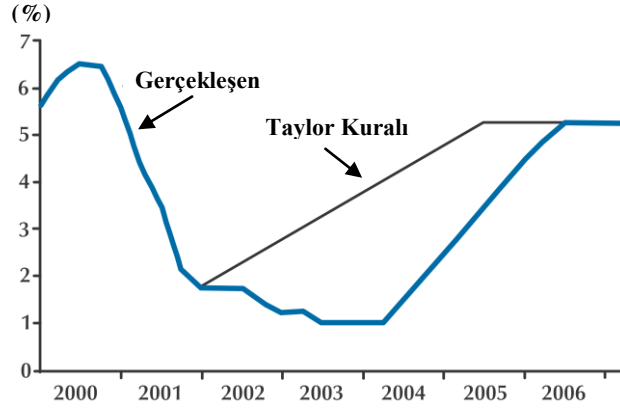
izliyormuş gibi görüldüğünü ifade etmiştir. Para politikası için Taylor Kuralı, hem enflasyon oranını hem de çıktı açığını -bazı durumlarda istihdam oranını- dikkate alan federal fon oranını belirlemekte kullanılan bir kuraldır. Başka bir ifadeyle, federal fon oranının enflasyon ve çıktı açığına bağlı olarak belirlenmesi gerektiğini söylemektedir. FED ve diğer merkez bankalarının çoğu, para politikasını federal fon oranı gibi kısa dönem bir faiz oranı hedefi belirleyerek yönetmektedirler. Bu hedefin nasıl seçileceğine ilişkin Taylor'ın önerdiği orijinal kural aşağıdaki gibidir (Mishkin 2011a: 414-415):

$$\text{Federal Fon Oranı Hedefi} = \text{Enflasyon Oranı} + \text{Denge Reel FED Fon Oranı} \\ + 1/2 (\text{Enflasyon Açığı}) + 1/2 (\text{Çıktı Açığı})$$

Taylor Kuralı'nda enflasyon ve üretim açığının olması, FED'in sadece enflasyonu kontrol altında tutmakla kalmayıp, aynı zamanda üretimin potansiyel üretim etrafındaki konjonktür dalgalanmalarını da minimize etmesi gerektiğini ifade etmektedir (Mishkin 2011a: 415).

Taylor (2007, 2010), 2002-2004 yıllarında federal fon oranının, Taylor Kuralı'na göre yükseltilmesi gerekirken aksine düşürüldüğünü ve bunun da krizin oluşumunda rol oynadığını ileri sürmektedir. Grafik 11, 2000'den 2006'ya kadar Taylor Kuralı'na göre belirlenen federal fon oranı ile gerçekleşen federal fon oranını karşılaştırmaktadır. Grafikteki mavi çizgi gerçekleşen fon oranını gösterirken; düz siyah çizgi Taylor Kuralı'na göre federal fon oranının olması gereken (önerilen) düzeyini göstermektedir. 2002-2004 arası iki çizginin uyumsuzluğu göze çarpmaktadır. İlgili dönemde gerçekleşen federal fon oranı ile Taylor Kuralı'na göre hesaplanan hedef federal fon oranının arasındaki fark açık bir şekilde görülmektedir. Gerçek oran, tahmini oranın oldukça altında seyretmiştir. FED, federal fon oranını Taylor Kuralı'nın söylediğinden çok daha fazla indirmiştir. Taylor, eğer FED'in federal fon oranını düşürmek yerine yükseltilmiş olsaydı, konuttaki canlanmanın 2006 yerine 2003'te sona erebileceği ve dolayısıyla konut fiyatlarının da bu derece yükselmeyeceğini belirtmektedir. Özetle Taylor, ilgili dönemde faiz oranının olması gerekenden çok daha düşük tutulduğunu ve bunun da konut balonunun oluşumuna yol açtığını savunmaktadır.

**Grafik 11: Gerçekleşen Federal Fon Oranı ve Taylor Kuralı**



**Kaynak:** Taylor 2007: 5; 2010: 167

Taylor, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin çoğunda 1980’ler ve 1990’lar boyunca uygulanan kurala dayalı ve kural benzeri politikaların ‘*Büyük Ilımlılık*’ (Great Moderation) olarak alandırılan bir ekonomik başarı dönemi ile sonuçlandığını belirtmektedir. Söz konusu dönemde FED’in politika faiz oranının belirlenmesinde çok yaklaşık olarak Taylor Kuralı’nı takip ettiği görülmektedir. Bunun sonucunda, ABD tarihinde II. Dünya Savaşı sonrasında en uzun ve en güçlü büyüme dönemi yaşanmıştır. Fakat FED, 2000’li yılların başlaması ile birlikte Taylor Kuralı’ndan büyük bir sapış gerçekleştirmiştir. FED, dot-com krizi sonrasında bu kuraldan önemli bir ayrılış sergilemiş, Taylor Kuralı’nın gerektirdiği gibi, çöküşten giderek artan toparlanma işaretlerine karşın, federal fon hedefini yükseltmek yerine bu oranı düşük tutmayı rasyonelleştirecek gerekçeler öne sürmüştür. Taylor, şayet FED aynı kuralı izlemeyi sürdürseydi, 2001 sonrası döneminin konut büyümesi ve bunun sonucunda gelen daralmanın önlenebileceğini ileri sürmektedir (Çetin, 2013: 4; Selgin, 2013: 17).

Kısaca Taylor, düşük federal fonlar oranının, düşük ipotek faizlerine neden olduğunu, bunun da konut talebini harekete geçirdiğini ve eşik-altı ipotekli konut kredilerinin verilmesini teşvik ettiğini, her iki gelişmenin de konut fiyatlarını yükselterek bir balona yol açtığını savunmaktadır<sup>14</sup>.

<sup>14</sup> Dönemin FED Başkanı Ben Bernanke bu iddiaya karşı çıkmaktadır. Bernanke (2010), asıl suçluların; (i) yeni ipotek ürünlerinin çoğalması -bu da ipotek ödemelerini düşürmüştür-, (ii) kredi standartlarının bir gevşemesi -bu gelişme konut piyasasına daha fazla müşteri getirmiştir ve son olarak (iii) yükselen piyasa ülkelerinden gelen sermaye girişleri olduğunu

### 1.2.1.9. Küresel Finansman

ABD'nin sürekli artan cari açığının ve diğer ülkelerde oluşan tasarruf fazlalığının yarattığı küresel ekonomik dengesizlik de krizin yaşanmasında etkili olan ve altı çizilmesi gereken diğer bir faktördür. Küresel finansmanın yol açtığı kredi bolluğu krizinin en önemli tetikleyicileri arasındadır.

Bilindiği üzere, 1990'larda pek çok gelişmekte olan ülke (GOÜ) finansal kriz yaşamıştır. Bu ülkeler ihtiyatlı davranarak rezerv biriktirmeye başlamıştır. Küresel dengesizlikler sermaye akımlarının GOÜ'lerden gelişmiş ülkelere akmasına sebep olmuştur. Ancak, söz konusu akımlar ABD gibi gelişmiş ülkelerin tüketim ve bütçe açığını finanse etmiş ve küresel finansal kriz örneğinde olduğu gibi sermaye akımları konut balonunu şişirmiştir. Obstfeld ve Rogoff (2009), 2000'lerde yaşanan küresel dengesizlikler ve küresel finansal kriz arasındaki bağlantıyı araştırdıkları çalışmalarında, konut piyasasına çok fazla para akıtılmasının büyük oranda ABD'deki sermaye akımlarındaki artışla ilgisi olduğunu ileri sürmüşlerdir. Dolayısıyla yazarlara göre krizin arkasında en başta küresel dengesizlikler yatmaktadır. ABD'de FED'in parasal duruşu, küresel reel faiz oranları, kredi piyasasındaki bozulmalar ve finansal yeniliklerin krizde merkezi bir rol oynadığı belirtilmiştir. Çalışmada, Çin gibi gelişmekte olan piyasalar tarafından takip edilen döviz kuru ve diğer ekonomi politikalarının ABD'nin yurtdışından ucuza borçlanmasına imkan tanıdığı ve böylece sürdürülemez konut balonunu finanse etmeye katkı sağladığı sonucuna ulaşılmıştır.

Ayrıca Kansu (2012)'nin altını çizdiği üzere, petrol fiyatlarındaki artış petrol ihraç eden ülkelerin gelirlerini artırmıştır. Bu ülkelerde oluşan tasarruf fazlalığı da ABD'ye kaymıştır. Bu süreçte başta Çin, Japonya ve diğer GOÜ'lerden kaynaklanan tasarruf fazlası ABD'ye yönelmiştir. Kansu, normal şartlarda bu gelişmelerin ABD açısından olumlu sonuçlar yaratması gerekirken; ABD'ye giren sermayenin istikrardan çok istikrarsızlık kaynağı olduğunu belirtmektedir. Buna gerekçe olarak, giren sermayenin nerede yatırıma dönüştüğünün önemli olması gösterilmektedir. ABD'ye giren sermayenin çoğunun ipotekli konut piyasasına yöneldiği görülmektedir.

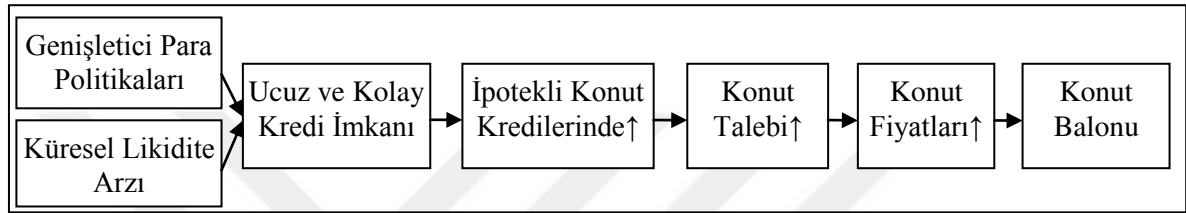
---

ileri sürmüştür. Para politikasının konut fiyat balonundan sorumlu olup olmadığı konusundaki tartışmanın bugün de devam ettiği görülmektedir.



Şekil 13’den görülebileceği üzere, bir yandan genişletici para politikaları diğer yandan küresel likidite arzı sayesinde ucuz ve kolay sağlanan kredi imkanı, ipotekli konut kredilerinde hızlı bir artış yaratarak, konut sektöründeki talebi yükseltmiştir. Bu da konut fiyatlarındaki ani yükselişi körüklemiş ve bir konut fiyat balonuna yol açmıştır. Kısaca, yabancı yatırımcıların balonu sürükleyen borçlanma çılgınlığını finanse etmeye yardımcı olduğu ortaya çıkmıştır.

**Şekil 13: Küresel Finansman ve Konut Balonunun Oluşumu**



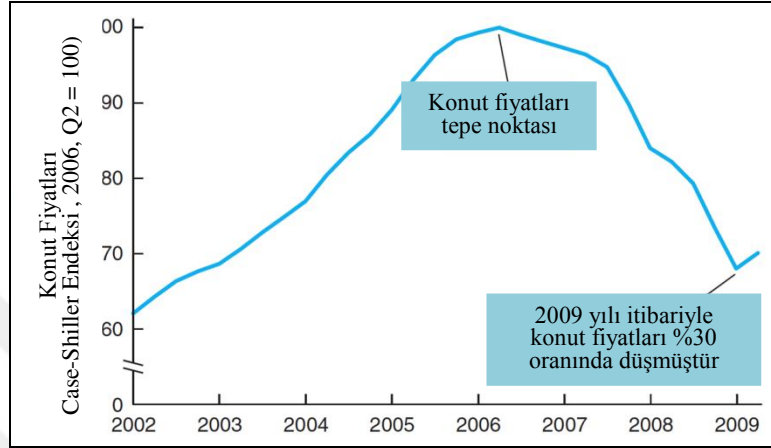
**Kaynak:** Yazar tarafından çizilmiştir.

Grafik 12’de gösterildiği gibi, 2000-2001 ekonomik durgunluğu bittikten sonra, konut sektöründe yaşanan varlık fiyatlarındaki ani aşırı yükseliş tam anlamıyla harekete geçmiştir. Bu durum eşik-altı ipotekli konut piyasasının büyümesini teşvik etmeye yardımcı olmuştur. Artan konut fiyatları; borçluların evlerinin değeri arttığında daha büyük krediler ile evlerini yeniden finanse edebileceği anlamına gelmektedir. Dolayısıyla, yükselen konut fiyatları sayesinde söz konusu borçluların, krediyi ödemek için evlerini satmaları mümkün olduğundan, temerrüte düşme ihtimallerinin de düşük olduğu varsayılmıştır. Bu kredilerden gelen gelir akımlarına dayanan menkul kıymetlerin büyük getiriler sağlaması yatırımcıları memnun etmektedir. Bunun sonucunda eşik-altı kesime kredi vermede dramatik bir artış yaşanmıştır. Söz konusu piyasasının büyümesi; sırasıyla konut talebini arttırmış, konut fiyatlarındaki ani yükselişi körüklemiş ve bir konut fiyat balonuna yol açmıştır (Mishkin, 2013: 236-237).

Case-Shiller endeksi ABD’de konut fiyatları ile ilgili gösterge niteliğinde bir veridir. Grafik 12’den açık bir şekilde görüldüğü üzere, konut fiyatlarında 2002 yılından 2006 yılına kadar tam bir patlama yaşanmış, bu durum eşik-altı ipotekli konut piyasasını körüklemiş ve bir varlık fiyat balonu yaratmıştır. 2006 ilkbaharının sonuna gelindiğinde piyasanın zayıfladığı anlaşılmaya başlamıştır. Konut fiyatları 2006 yılından başlayarak

uzun süren bir düşüşe geçmiştir. 2009 yılı itibariyle konut fiyatları %30 oranında düşerek, yüksek riskli kredi alanların temerrüde düşmesine yol açmıştır. Fiyatlar başlangıçta yavaş, daha sonra artan bir hızla düşmeye başlamıştır.

**Grafik 12: 2002-2009 Dönemi Case-Shiller Konut Fiyatları Endeksi**



**Kaynak:** Mishkin, 2013: 236

Konut fiyatları↑ → kredi değer oranı↓ (LTV) → yüksek derecelendirme

Konut fiyatları↓ → negatif özsermaye, LTV↑ → kredi kalitesi / derecelendirme ↓

Konut fiyatları yükseldikçe, ipotek yaratıcıları ve kredi verenlerin karlılığı arttıkça, eşik-altı ipotek kredisi borçlanıcıları için aracılık yüklenim standartları (underwriting standards) giderek daha fazla düşmüştür. Bu kişiler kredileri kolayca edinebilmiş ve bu nedenle ipotek kredi tutarının gayrimenkulün değerine oranı olarak bilinen *kredi-değer oranı* (loan-to-value ratio (LTV)) yükselmiştir. Borçlular, orjinal kredi değer oranının %80'ini ipotek göstererek, böylece neredeyse hiç peşinat koymaksızın, piggyback<sup>15</sup>, ikinci ve üçüncü ipotekleri alabilmişlerdir (Mishkin, 2013: 237).

2004-2006 arasında FED'in politika faiz oranını yüzde 1'den yüzde 5.25'e çıkarmasına rağmen, uzun vadeli faiz oranları ve ipotek kredi faizleri neredeyse hiç kıpırdamamıştır. Greenspan'ın bu geç kalmış sıkı para politikasının faiz oranlarını yükseltmede ve toplam talebi kısımda hiç bir etkisi olmamıştır. Teorik olarak, FED'in politika faiz oranını artırmasıyla birlikte, uzun vadeli faiz oranlarının ve ipotek kredisi faiz

<sup>15</sup> Piggyback; ilk ipotekle eş zamanlı alınan ikinci ipotekli konut kredisini ifade etmektedir.

oranlarının yükselmesi gerekmektedir. Greenspan, iktisat teorisinin öngörülerine uymayan bu ilginç duruma, yani sıkı para politikasının faiz oranını yükseltmemesine, '*bono piyasası bilmecesi*' (bond market conundrum) adını vermiştir. Daha sonra bu durum şu şekilde izah edilmiştir: Küreselleşmiş ve birbirine entegre olmuş bir dünya ekonomisinde, ABD'nin borç alabileceği faiz oranları artık FED tarafından değil, giderek artan oranda küresel piyasalar tarafından belirlenmektedir. Küresel piyasalarda başta Çin, Japonya ve diğer GOÜ'lerden kaynaklanan belirli bir tasarruf fazlası mevcuttur. Federal hükümetin uzun ve kısa vadeli bonolarının düşük faiz getirileri, yatırımcıların anlaşılır bir şekilde daha yüksek getiri sağlayan kağıtlara yönelmesine sebep olmuştur. Böylece yatırımcılar, ABD Hazinesinin garantisi altında bulunan Freddie Mac ve Fannie Mae'nin borçları ve bu kurumların garanti ettiği ipoteğe dayalı menkul kıymetleri satın almayı tercih etmiştir. Tahminler değişkenlik göstermekle birlikte, ABD'nin ihraç ettiği menkul kıymetlerin %40-50'si yabancı yatırımcıların portföyünde yer almaktadır (Roubini ve Mihm, 2012: 89-90).

Yirmi birinci yüzyılın ilk yıllarında ABD devasa cari açıklar vermeye başlamıştır. Bu, dünyanın geri kalan kısmından, özellikle Çin, diğer Asya ülkeleri ve Ortadoğu'dan ABD'ye çok büyük sermaye girişleri ile sağlanmıştır. 2005 başlarında önemli bir konuşmada, o zaman FED guvernörü olan ve kısa süre sonra FED başkanı olacak olan Ben Bernanke bir hipotez öne sürmüştür. Ona göre bu durumun sorumlusu Birleşik Devletler değildir. ABD'nin cari açığının asıl sebebinin ülkenin sınırlarının dışında yattığı tezini ileri sürmüştür. Çeşitli faktörlerin bir '*küresel tasarruf bolluğu*' (global saving glut (GSG)) yarattığını ve bunun tüm dünyada faizleri aşağı çekerek, ABD'de yatırım harcamalarının tasarrufları geçmesine yol açtığını iddia etmiştir. Peki, bu küresel tasarruf bolluğuna sebep olan nedir? Bernanke'ye göre asıl neden; 1997'de Tayland'da başlayan bir seri finansal krizdir. Bu kriz Asya'nın büyük kısmına sıçramış; daha sonra 1998'de Rusya'yı, 1999'da Brezilya'yı ve 2002'de Arjantin'i vurmuştur. İzleyen korku ve ekonomik yıkım, göreceli fakir ülkelerin bir kısmında yatırım harcamalarında bir düşüşe ve tasarruflarda bir artışa yol açmıştır. Bunun sonucunda, daha önce ABD gibi gelişmiş ülkelere sermaye girişi yaşayan bu ülkeler, büyük miktarda sermaye çıkışları yaşamaya başlamışlardır. Genel olarak sermaye ABD'ye akmıştır. Bernanke'ye göre bunun nedeni ülkenin finansal piyasalarının derinliği ve gelişmişliğinin onu bir cazibe merkezi yapmış olmasıdır. Aslında Bernanke, ABD'nin dünya finansal piyasalarında bulunan ucuz paraya mantıklı bir şekilde tepki verdiğini iddia etmiştir (Krugman ve Wells, 2013: 502)

Roubini ve Mihm (2012: 90)'in ifadesiyle, bu analiz suçu ABD'deki problemlerden uzaklaştırmaktadır. Yazarlara göre yatırım arayışındaki bu tasarruf havuzu soluğu ABD'de almış ve ülkeyi kendi imkanlarının çok üzerine taşımıştır. Daha sonra anlaşılmıştır ki; yurt dışından gelen ucuz para, bir konut balonunun oluşmasına yardım etmiş ve bu balonun patlaması da yaygın finansal ve ekonomik zararlara sebep olmuştur.

Varlık fiyatları, temel değerlerinin çok üzerine yükseldiğinde sürdürülemez hale gelmiş ve düşüşe geçen fiyatlar konut fiyat balonunun patlamasına yol açmıştır. Konut fiyatlarının 2006 yılındaki zirve değerinin ardından düşüşe geçmesiyle birlikte (Grafik 12), finansal sistemdeki çürüme gün yüzüne çıkmaya başlamıştır. Konut fiyatlarındaki düşüş, birçok yüksek riskli borçlunun ipoteklerinin batık durumda olduğunu görmesine yol açmıştır. Başka bir ifadeyle, konutun değeri ipoteğin miktarının altına düşmüştür. Ödenmeyen ipotekler hızla yükselmiş ve sonunda milyonlarca ipotek hacze düşmüştür (Mishkin, 2013: 237).

Yüksek riskli ipotek kredileriyle ilgili borçların önemli bir kısmının ödenemez duruma gelmesi, ipotek kredilerine dayalı menkul kıymetlere ve diğer varlığa dayalı ticari kağıtlara yatırım yapan sadece yurt içindeki değil, yurt dışındaki bankaların ve diğer finansal kurumların da büyük kayıplar yaşamalarına neden olmuştur. Aşırı likiditenin yarattığı olumlu ortam, likiditenin yok olmasıyla birlikte yerini finansal piyasalardaki paniğe bırakmıştır. Bu krizde görüldüğü gibi, yenilikçi finansal ürünler; piyasaların birbirleriyle olan bağlantısını arttırarak, risk algısının hızla değişmesiyle birlikte piyasanın bir bölümünde başlayan sorunların piyasanın diğer bölümlerine yayılmasına yol açmış ve finansal istikrarı bozacak bir duruma getirmiştir. Yüksek riskli ipotek piyasasında başlayan sorunlar, artan risk ve belirsizlikle birlikte, piyasanın diğer bölümlerine de yayılmış ve finansal sisteme sıçrayarak finansal krize yol açmıştır (Kansu, 2012).

#### **1.2.1.10. Kaldıraç Kullanımı**

Bilindiği üzere, kaldıraç (leverage) borcun yatırımın tamamlayıcısı olarak kullanılmasıdır. Başka bir ifadeyle, bir finansal kuruluşun yatırımlarını ne ölçüde borç alınan fonlarla finansa ettiği anlamına gelmektedir. Bir ekonominin oyuncularının faaliyetlerini finanse etmek amacıyla borçlanmaya yöneldiklerinde, iflasa yatkın hale

geldikleri bilinmektedir. Borç ve kaldıracı ne kadar ağırlık verilirse, finansal sistemin de o kadar kırılgan hale dönüştüğü gözlenmektedir. Çalışmanın bu kısmında kaldıraç kullanımı ile küresel kriz arasındaki bağlantının açıklanmasına çalışılmıştır.

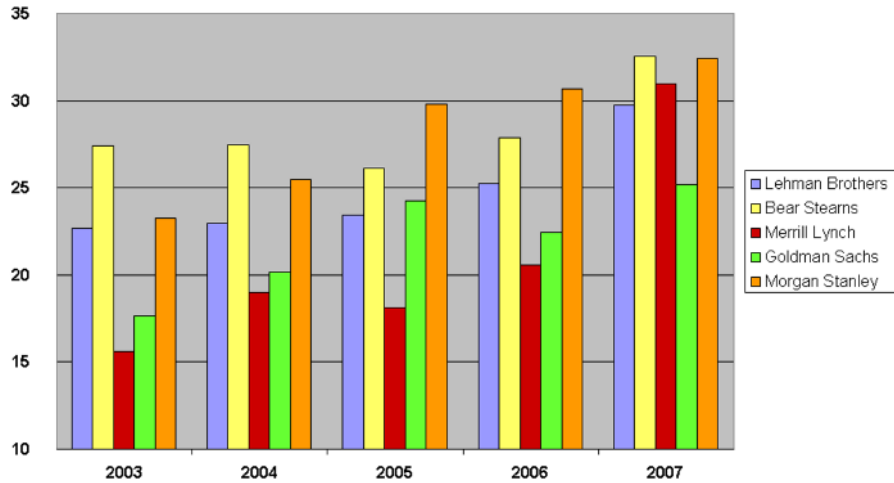
Krize yol açan pek çok balonun, bir yenilik veya teknolojik ilerleme patlamasının sonucunda ortaya çıktığı görülmektedir. Böylesi başlangıçlarda, finansal felaketler öngörülebilir bir yolda ilerlemektedir. Kredi giderek ucuzlayıp bollaştıkça, talep gören varlığın satın alınması giderek kolaylaşmaktadır. Talebin artarak arzın üstüne çıkması sonucu fiyatlar yükselmektedir. Balonun merkezindeki varlıklar tipik olarak teminat olarak gösterilebildiği ve teminatın fiyatı yükselmeye devam ettiği için, bu durum her geçen gün daha fazla borçlanılabilmesine olanak tanımaktadır. Başka bir ifadeyle, kredi alanlar kaldıracın gücünden yararlanabilmektedir. Bu süreç 2000'den başlayarak ABD'de tam anlamıyla gerçekleşmiştir. Konut fiyatları kayda değer bir şekilde artarken ücretler yerinde saydıkça, insanlar daha fazla kredi kullanmak için evlerini teminat olarak göstermişler; bu şekilde evlerini ATM gibi kullanmışlardır. Konut fiyatları tırmandıkça, kredi alanlar ek teminatlar kullanıp daha çok borçlanabilmiştir. 2005'in son çeyreğinde, kullanılan ev teminatlı krediler, bir trilyon dolarla zirve yaparak milyonlarca ailenin ekonomik gücünün çok ötesinde harcama yapmasına olanak sağlamıştır. Aynı zamanda insanların tasarruf oranı sıfıra inmiştir; bu oran Büyük Buhran'dan sonra ilk kez eksiye düşmüştür. Her ne kadar sürdürülemez olsa da, bu borçlanma ile finanse edilen tüketim ekonomik büyümeyi beslemiştir (Roubini ve Mihm, 2012: 25-26).

Böylesi bir dinamik, akabinde bir kısır döngü yaratmaktadır. Ekonomi büyüdükçe gelirler artmakta ve şirketler daha çok kar elde etmektedir. Risk konusundaki endişeler rekor düzeyde azalmakta, borçlanma maliyeti düşmekte, insanlar ve şirketler daha çok borçlanıp, harcama yapar hale gelmektedir. Tipik ani yükseliş sonrası çöküş (boom-bust cycle) döngüsünde olduğu gibi yükselişin hiçbir zaman sona ermeyeceği düşünülmektedir. Örneğin Amerikan konut sahipleri, ev fiyatlarının her yıl yüzde 20 artacağı fikrine dayanarak daha çok borçlanmışlardır. Aynı inanç, gölge bankacılık sistemine, hedge fonlarına, yatırım bankalarına, sigortacılara, para piyasası fonlarına ve konut fiyatları yükseldikçe değer kazanan varlıklara yatırım yapan diğer kurumlara da egemen olmuştur. Fakat, balona konu olan varlık grubunun arzının talebi aştığı noktada, balonun büyümesi durmaktadır. Fiyatların yükselmeye devam edeceğine olan inanç yok olmakta ve

borçlanmak giderek zorlaşmaktadır. Ateşin oksijene ihtiyaç duyduğu gibi, balon da borçlanmaya (kaldıraca) ve kolay paraya ihtiyaç duymaktadır. Bunlar kurduğunda ise fiyatlar düşmeye başlamakta ve borç bulunamaz hale gelmektedir. Bu süreç ABD’de, yeni konut arzı talebi aştığında başlamıştır. Fiyatlar yükseldiğinde inşa edilmiş olan çok sayıda konut talep bulamaz hale gelmiştir. Çünkü aşırı yüksek fiyatlar ve yükselen ipotekli konut kredisi faizleri, alıcıların bu piyasaya daha fazla gömülmesini engellemiştir (Roubini ve Mihm, 2012: 26-27).

Grafik 13’de, 2003 ve 2007 yılları arasında ABD’de beş büyük yatırım bankasının (Lehman Brothers, Bear Stearns, Merrill Lynch, Goldman Sachs ve Morgan Stanley) kaldıraç oranları yer almaktadır. Grafikten görülebileceği üzere, finans sistemindeki kaldıraç oranları ürkütücü boyutlara ulaşmıştır. Yatırım bankalarının kaldıraç oranı 33’e 1 seviyesine kadar yükselmiştir. Yani bankanın kullandığı paranın sadece 33’te 1’i kendi sermayesinden oluşmaktadır. Bu da, varlıklarındaki yüzde üçlük bir değer kaybının, iflas etmelerine yol açabileceği anlamına gelmektedir. Söz konusu bankalar varlık değerlerinin yükseldiği durumlarda, buna cevap olarak bilanço boyutlarını artırmışlar ve daha fazla kaldıraç kullanarak daha fazla borçlanırlar hale gelmişlerdir.

**Grafik 13: 2003-2007 Dönemi Yatırım Bankaları Kaldıraç Oranları**



**Kaynak:** [https://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/9/9f/Leverage\\_Ratios.png](https://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/9/9f/Leverage_Ratios.png)

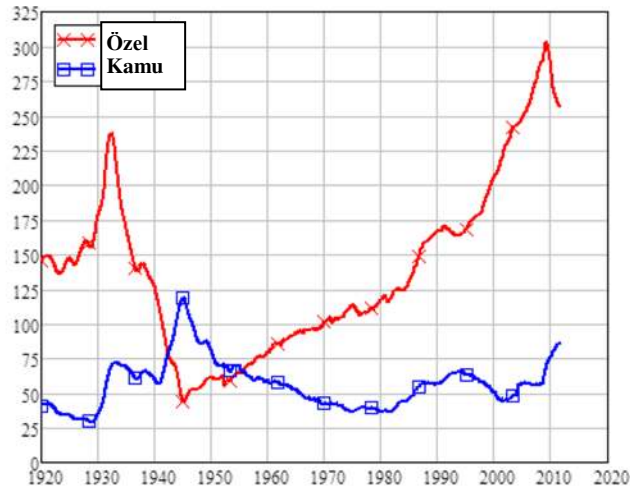
Aşırı yükseliş çöküşe dönüştüğünde, balonun kökenindeki varlık fiyatının düşmesi, panikle yapılan teminat tamamlama çağrısını (margin call) tetiklemekte, kredi

kullananlardan ek teminat ya da nakit talep edilmektedir. Bu da kredi kullananları, bazı mal varlıklarını yok pahasına elden çıkarmaya zorlayabilir. Kısa sürede varlık arzı talebin çok üstüne çıkmakta, fiyatlar daha da düşerek ve kalan teminatın değerinin dibe vurmasına yol açmaktadır. Bu da ilave teminat tamamlama çağrısını ve riski azaltma çabalarını harekete geçirmektedir. Çıkış için hücum sırasında herkes daha güvenli ve daha likit varlıklara yönelmekte ve balonun odağındaki varlıktan uzak durulmaktadır. Panik başladığında, balon sırasında fiyatların asıl değerinin üzerine çıkışı gibi, çöküş sırasında da fiyatların asıl değerinden oldukça altına indiği görülmektedir (Roubini ve Mihm, 2012: 27)

Bu süreç 2007 ve 2008’de tam anlamıyla gerçekleşmiştir. Ev sahipleri ipotekli konut kredilerini ödeyemedikçe, bu kredilerden türetilmiş olan menkul kıymetlerin değeri hızla düşmüş ve çöküş başlamıştır. Yüksek borçlu finansal kurumların uğradığı zararlar onları maruz kaldıkları riski azaltmak için harekete geçirmiştir. Bankalar kredi vermeyi durdurmuşlar ve böylelikle bütün ekonomiye yayılan bir likidite ve kredi krizi sorununu tetiklemişlerdir. Finansal sistemdeki güven çöküşü finansal firmaların büyük zararları ile birleşince ciddi bir ters kaldıraç döngüsüne (varlıktan paraya geçerken kredilerin geri çağırılması) ve tüm ekonomide bir kredi krizine yol açmıştır. Bireyler ve kurumlar mevcut kredilerini yenileyememiş, yeniden finanse edememiş, mal ve hizmetlere çok daha az harcama yapar hale gelmişlerdir. Dolayısıyla ekonomi küçülmeye başlamıştır. Finansal krizi başlatan şeyler reel ekonomiye de yayılmış, çok yönlü zarara neden olmuştur.

ABD’de 1960 yılından itibaren bankaların kaldıraç oranı sürekli olarak artış göstermiştir. 1981’de ABD özel sektör borcunun GSYİH’ya oranı %123 iken, 2008 yılı itibariyle %290’a fırlamıştır (Grafik 14). Benzer şekilde, 1981’de ABD’deki vatandaşların borcu GSYİH’nın %48’i iken, 2007’ye gelindiğinde %100’e yükselmiştir. Bu borcun çoğu konut sektöründe kaldıraç şeklindedir. Konut alanlar giderek daha pahalı evleri daha az anapara koyarak satın alır hale gelmiştir. Bu dönemde sadece bireylerin ve kurumların borçlanması artmamıştır, aynı zamanda finansal sektör de borçlanmaya çok büyük çapta yüklenir olmuştur. 1981 ile 2008 yılları arasında borcun GSYİH’ya oranı beş katından fazla artış göstererek %22’den %117’ye çıkmıştır (Roubini ve Mihm, 2012: 90-91).

**Grafik 14: ABD’de Özel Sektör Borcunun GSYİH’ya Oranı**



**Kaynak:** [http://www.debtdeflation.com/blogs/wp-content/uploads/2012/01/010212\\_2140\\_TheDebtwatch1.png](http://www.debtdeflation.com/blogs/wp-content/uploads/2012/01/010212_2140_TheDebtwatch1.png)

Kaldıraçla satın alınmış bir menkul kıymetin değerinin sabit kalması veya yükselmesi durumunda herhangi bir sorun ortaya çıkmamaktadır. Buna karşılık menkul kıymetin değerinin düşmesi, ilgili kurumun kaldıracı esas teşkil eden sermayesinin buharlaşmasına yol açabilir. Örneğin, bir hedge fonunun bankadan 95 milyon dolar borç alıp, kendi bütçesinden 5 milyon dolar eklediği ve 100 milyon dolar CDO satın aldığı bir örnekte, varlığın piyasa fiyatının 95 milyon dolara düşmesi demek, öz kaynağın yok olması anlamına gelmektedir. Endişelenen yatırım bankasının teminat tamamlama çağrısı yapması ve kaldıraçlı satın alma yapan hedge fonunun teminatı tamamlayamaması durumunda, bu ilgili hedge fonunu elindeki değerli varlıkları satmaya zorlayacaktır. Eğer satın almak için kaldıraç kullanılan varlık spekülasyon bir balonun konusu olmuşsa ve fiyatlar sürdürülemez seviyelere ulaşmışsa, bu durum teminat tamamlama çağrılarının bütün hedge fonlarına ve diğer finans kurumlarına yayılmasına, kitlesel satışlara, varlık fiyatlarının düşmesine ve krizin körüklenmesine yol açacaktır (Roubini ve Mihov, 2012: 91-93).

Colander ve diğerleri (2009) tarafından belirtildiği üzere, finansal kuruluşların kaldıraç oranları kriz öncesi görülmemiş düzeylere yükselmiştir. Bu kısmen Basel II düzenlemelerinden kaçınmak için *yapılandırılmış yatırım araçları* (structured investment vehicle (SIV)) aracılığıyla sağlanmıştır. Yazarlar kaldıraç kullanımı, kurumlar arası bağlantılar ve sistemik riskin bütüncül bir bakış açısıyla araştırılması gerektiğine işaret etmektedir. İhtiyati sermaye gereksinimleri mutlaka gerekmektedir. Birbirine bağlı



kurumların aşırı kaldıraç seviyeleri kamuoyunda kabul edilemez sosyal riskler yaratmaktadır. Sistemik risk tehlikesi düzenlemelerin bireysel kurumlardan sistem çapında düzenlemeye genişletilmesi anlamına gelmektedir. Sistemik krizlere eğilimli bir sistemde, düzenlemenin de sistemik bir perspektife sahip olması gerekmektedir. Akademik araştırmacılar ve denetleyici kurumlar finansal sektör içinde bağlantılara bakmalı ve bir kurumun içindeki sorunların sistemin diğer kısımlarındaki hatta ulusal sınırların ötesindeki yansımalarını araştırmalıdır. Büyük bir bankanın kurtarılmasına karar vermeden önce, bunun ağ (network) bağlantıları hesaba katmalıdır. Söz konusu kurumun iflasının yaygın domino etkilerine mi yol açacağı, yoksa bulaşmanın sınırlı mı olacağı anlaşılmalıdır (Colander ve diğerleri, 2009).

Bilindiği üzere, sermaye yeterliliği, finansal kurumların risk alma güdüsünü azaltmanın diğer bir yoludur. Bir finansal kurumun büyük miktarda sermaye bulundurmaya zorlanması, söz konusu kurumun iflas etmesi durumunda kaybını artırmakta ve böylece daha az riskli faaliyetlerle ilgilenmesine neden olmaktadır. Ekonomide kötü bir şok meydana geldiğinde, sermaye bir nevi koruma işlevi görmektedir. Bu da finansal kurumun başarısız olmasını daha az olası hale getirmekte ve bu sayede finansal kurumların güvenliğine ve sağlamlığına doğrudan katkıda bulunmaktadır.

#### **1.2.1.11. Basel II'nin Yetersizlikleri ve Düzenleyici Arbitraj**

Bilindiği üzere, bankalar Basel I ve Basel II gibi uluslararası düzenlemeleri kabul etmişlerdir. 1974'te G-10<sup>16</sup>'un merkez bankası yöneticileri Basel Bankacılık Gözetim Komitesi (Basel Committee on Banking Supervision (BCBS))'ni oluşturmuştur. İsviçre'nin Basel kentinde Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank for International Settlements (BIS))'nin himayesinde toplanan banka denetçileri komitesidir. Bu komitenin görevi, banka ve diğer finans kurumlarının düzenlemeye tabi tutulması ve izlenmesi için daha iyi yöntemler geliştirmektir.

Bu komite, ilk uzlaşısı olan Basel Sermaye Uzlaşısını (Basel Capital Accord) ya da Basel I'i hayata geçirmiştir. Buna göre, bankaların değişik varlık sınıflarını, bunları elde

---

<sup>16</sup> Onlar Grubu (G-10); Belçika, Kanada, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya, Hollanda, İsveç, İsviçre, İngiltere ve ABD'den oluşmaktadır.

bulundurmakla maruz kalınan göreceli risklerin daha iyi değerlendirilmesi için ayrıştırması gerekmektedir. Bu sistem, bankaların muhafaza ettikleri varlıkların risklerine göre ne kadar sermaye bulundurması gerektiğini belirlemektedir. Komite, 1988’de dünyanın her yerindeki bankaların ellerinde bulundurdıkları değişik varlık türlerinin nisbi risklerini saptamak için gereken prensipleri ortaya koyan bir sermaye yeterliliği sistemi (capital adequacy system) getirmiştir. Sermaye Yeterlilik Rasyosu (Capital Adequacy Ratio (CAR)) ya da diğer bir bilinen adıyla Sermaye Riski (Ağırlıklı) Varlıklar Oranı (Capital to Risk (Weighted) Assets Ratio (CRAR)); kısaca bankanın öz sermayesinin risk ağırlıklı varlıklarına oranıdır. Anlaşmanın esası, bankaların minimum yüzde 8 sermaye standardını sağlaması, yani riske göre düzeltilmiş (risk ağırlıklı) varlıklarının (risk-adjusted assets (RAA)) toplam değerinin yüzde 8’ine ya da daha fazlasına eş değer sermaye tutmasını gerektirmektedir. Bu durum daha riskli varlıkların sermaye yüklerinin daha fazla olacağı anlamına gelmektedir. Basel I yönergelerine göre, pratikte riski düşük, yüksek güvenli ABD hazine bonolarını elinde tutan banka ile riski yüksek, çürük şirket tahvillerine (junk-bond<sup>17</sup>) yatırım yapan başka bir banka söz konusu varlıklara değişik risk faktörleri atayacaktır.

Zaman içerisinde, Basel Uzlaşısı’nın yetersizlikleri belirginleşmeye başlamıştır. Çünkü risk ağırlıklarının belirlenmesiyle oluşturulan resmi banka riski, bankanın karşılaştığı gerçek risklerden önemli ölçüde farklı olabilmekte ve bu durum düzenleyici arbitraja yol açmaktadır. ‘*Düzenleyici arbitraj*’ (regulatory arbitrage), bankaların aynı risk temelli sermaye gerekliliğine sahip ancak nispi olarak daha riskli olan varlıkları (örneğin düşük kredi notuna sahip bir firmaya verilen kredi gibi) defterlerine kaydettikleri; diğer taraftan düşük riskli varlıkları (örneğin yüksek kredi notuna sahip bir firmaya verilen kredi gibi) defterlerinden çıkardıkları bir süreçtir. Bu nedenle Basel Uzlaşısı, amacının aksine, risk alımının artmasına yol açmıştır. Yabancı yatırımcılar da ülkeler arasındaki düzenleme farklılıklarını istismar ederek düzenleme arbitrajına yönelip sermayelerini yüksek düzenleme standartları olan ülkelere daha düşük olanlara transfer etmişlerdir (Mishkin ve diğerleri, 2013: 238).

---

<sup>17</sup> Çürük tahviller (junk bonds), Baa (veya BBB) düzeyinin altında dereceye sahip, ödenmeme riski yüksek olan tahvillerdir.

Düzenleme arbitrajı, firmaların düzenleme sistemlerindeki boşluklardan yararlanarak istenmeyen düzenlemelerin etrafından dolaşmayı denedikleri uygulamalardır. Bir başka deyişle, paranın kuralların daha gevşek olduğu ülkelere ve piyasalara kaymasıdır. Arbitraj olasılıkları çeşitli taktikler kullanılarak değerlendirilir: işlemleri tekrar yapılandırma, menkul kıymetleştirme ve coğrafi yer değiştirme gibi. Düzenleme arbitrajının kısa vadeli kazanç olasılıkları karşı konulamayacak kadar büyüktür (Stiglitz, 2009: 275-276).

Basel Bankacılık Denetim Komitesi, bu eksiklikleri gidermek için Basel-II olarak bilinen yeni bir sermaye uzlaşısı yayınlamıştır. 2006'da Basel Sermaye Anlaşması'ndaki revizyonlarla birlikte Basel II ortaya çıkmıştır. Fakat yapılan tüm revizyonlara rağmen, Basel II'nin de ciddi kusurlarının olduğu görülmüştür.

Küresel finansal kriz, yeni anlaşmanın birçok eksikliğini ortaya koymuştur (Mishkin ve Eakins, 2012: 432):

1. Basel-II, finansal bozulma dönemleri için bankaların yeterli sermayeye sahip olmasını gerektirmiyordu. Bankaların daha yüksek kalitede ve daha fazla sermayeye ihtiyaçları varken; pek çok bankanın yerleştirmiş olduğu sermaye tamponu, konut çöküşü ve kredi krizinin getirdiği türden bir şoktan korumaya yetecek büyüklükte değildir.
2. Risk ağırlıkları büyük oranda kredi derecelendirmesine dayanmaktaydı ki finansal kriz öncesinde ne kadar güvenilmez olduğunu kanıtlamıştır.
3. Basel-II'nin en önemli eleştirisi oldukça *döngüsel* (procyclical) oluşudur. Yani, bankaların iyi zamanlarda daha az, fakat kötü zamanlarda daha fazla sermaye tutmasını gerektirmektedir. Bu da, kredi döngülerini şiddetlendirmektedir. Şöyle ki, ekonomik yükseliş dönemlerinde bankaların ellerinde tuttıkları varlık fiyatlarının yükselmesiyle eş zamanlı olarak, sermaye ihtiyaçlarını azaltmaları ve daha fazla risk almaları yönünde teşvik etmiştir. Krizde ise, süreç tersine işlemiştir. Varlık fiyatları düşmüş ve bankalar aniden sermaye bulmanın çok zor olduğu bir anda daha çok sermayeye ihtiyaç duyar hale gelmiştir. Bu durum, özellikle küresel finansal krizin ardından ciddi bir endişe kaynağı olmuştur. Krizin bir sonucu olarak, bankaların sermaye dengeleri aşınmış ve erozyona uğramıştır, bu da

ekonomi üzerinde büyük bir negatif etki yaratan kredi vermede kısıtlamaya yol açmıştır. Basel-II borç vermedeki bu kısıtlamayı daha da kötüleştirmiş ve ekonomiye daha fazla zarar vermiştir.

4. Basel-II, finansal kriz sırasında finans kuruluşların çöküşüne yol açan likiditenin kuruması tehlikesine yeterince odaklanmamıştır. Banka ya da banka dışı tüm finans kuruluşlarının gelecekteki düzenlemelerinin esas amaçlarından biri likidite riskinin yönetimine daha fazla vurgu yapılması olmalıdır. Bunun bir yolu, kurumların kısa vadeli borçlanmaktan kaçınmasını; başka bir deyişle, yükümlülüklerinin vadesi ve süresini ciddi biçimde uzatmalarını zorunlu kılmaktır.

Bu eksikliklerin bir sonucu olarak, 2010 yılında Basel Komitesi, yeni bir anlaşma olan Basel-III'ü geliştirmiştir. Basel-III sermayenin niteliğinin ve niceliğinin artırılması amacıyla sermaye standartlarını yükseltmektedir. Bunu, sadece sermaye standartlarını büyük ölçüde artırarak değil, aynı zamanda sermayenin kalitesinin geliştirilmesi yolu ile de sağlamaktadır. Bu amaç doğrultusunda sermaye gereksinimlerini, iyi zamanlarda yükselterek ve kötü zamanlarda ise düşürülerek, daha az döngüsel hale getirmektedir. Ayrıca kredi derecelendirmenin kullanımıyla ilgili yeni kurallar getirmekte ve finansal kurumların daha istikrarlı fonlama kullanmasını gerektirerek, bu sayede onları likidite şoklarına karşı daha dayanıklı yapmayı amaçlamaktadır (Mishkin ve Eakins, 2012: 432).

## İKİNCİ BÖLÜM

### 2. KÜRESEL KRİZDEN ÇIKIŞ SÜRECİ, KRİZ SONRASI VARLIK FİYAT BALONLARI YÖNETİMİ VE REGÜLASYON

Bilindiği üzere, dünya genelinde finansal piyasaların en önemli oyuncularını, para politikasının yönetiminden sorumlu olan merkez bankalarıdır. Merkez bankalarının davranışları faiz oranlarını, kredi miktarını ve para arzını etkilemektedir. Böylece sadece finansal piyasalar üzerinde etki yaratmamakta, fakat aynı zamanda toplam üretim ve enflasyon üzerinde de etkili olmaktadır. ABD'nin merkez bankası olan FED dünyanın en önemli merkez bankası olarak kabul edilmektedir. Bu bölümde birinci başlıkta, kriz yönetiminde temel bir rol üstlenen FED'in geleneksel para politikası ile krize tepkisi incelenmiş ve bu stratejinin kriz sürecinde neden yetersiz kaldığı açıklanmıştır. Daha sonra geleneksel olmayan para politikalarına başvurmak durumunda kalan FED'in bu kapsamda uyguladığı politikalar ve neticesinde değişen varlık kompozisyonu detaylı biçimde incelenmiştir. Takip eden kısımda ihtiyari maliye politikası örneği olan 2009 Kurtarma Yasası ve etkileri değerlendirilmiştir. İkinci başlıkta küresel finans krizi sırasında yaşanan olaylardan para politikası stratejisi adına çıkarılabilecek yedi temel ders maddeler halinde analiz edilmiştir. Üçüncü başlıkta ise küresel kriz sonrasında en güncel tartışmalardan biri olan merkez bankalarının varlık fiyat balonlarına nasıl tepki vermeleri gerektiği konusunda literatürde yer alan iki farklı görüşe ilişkin teorik açıklamalar değerlendirilmiştir. Dördüncü başlıkta küresel kriz sonrasında bireysel kurumların tek tek güvenliği ve sağlamlığına odaklanan mikro-ihtiyati denetimin gerekli fakat yeterli olmayışının ortaya çıkması ile gündemin birincil sıralarına taşınan makro-ihtiyati politika uygulamalarından bahsedilmiştir. Beşinci ve son kısımda kriz sonrası regülasyon kapsamında 2010 Dodd-Frank Yasası hakkında bilgiler verilmiştir.

## **2.1. Küresel Finansal Krizden Çıkış Süreci: Para ve Maliye Politikası Araçları**

### **Araçları**

Bilindiği üzere, istikrar politikası resesyonların zorluklarını azaltmak ve aşırı genişlemelerin olumsuz sonuçlarını ortadan kaldırmak için kamu politikalarının kullanılması anlamına gelmektedir. İstikrar politikalarının iki temel aracı ise para ve maliye politikasıdır. Maliye politikası genel harcamayı etkilemek için devlet harcama ve vergilerinde tasarlanmış değişiklikler iken; para politikası faiz oranlarını değiştirmek ve genel harcama seviyesini etkilemek için tasarlanmış dolaşımdaki para miktarındaki değişikliklerdir. Genişlemeci para politikası faiz oranını düşürme yoluyla, toplam talebi ve dolayısıyla toplam çıktıyı artıran para politikasıdır. Genişlemeci maliye politikası ise kamu harcamalarını artırarak, vergileri azaltarak veya transferler harcamalarını artırarak toplam talebi artıran maliye politikası olarak tanımlanmaktadır. Bu kısımda krizden çıkış sürecinde uygulanan para (geleneksel ve geleneksel olmayan) ve maliye politikalarına yer verilmiştir.

#### **2.1.1. Geleneksel Para Politikası Araçları ve Küresel Kriz**

Küresel kriz sonrasında finans piyasasının reel sektöre aracılık işlevini yerine getirememesi ve reel ekonomik aktivitenin sert biçimde yavaşlaması merkez bankalarının politika faiz oranlarını hızlı şekilde düşürmelerine yol açmıştır. 2007 yazında küresel krize tepki olarak FED, ilk aşamada para politikasını çok agresif bir şekilde genişletmeye başlamıştır.

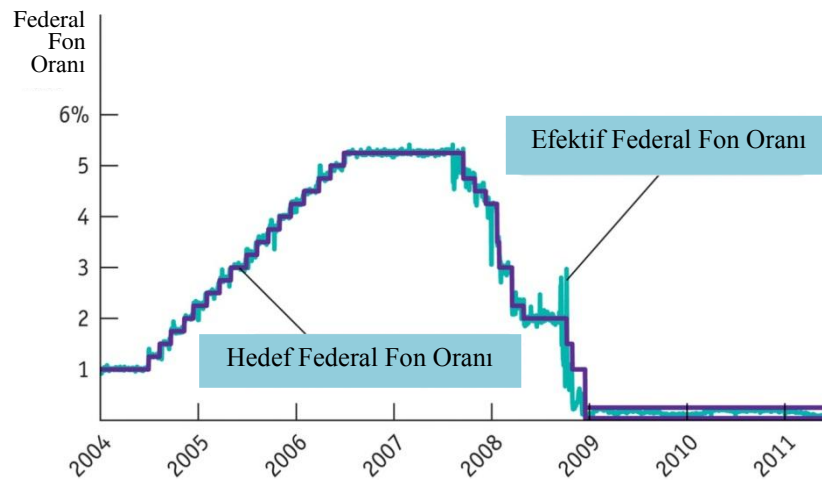
2007 sonlarında ve 2008 başlarında federal fon oranının<sup>18</sup> FED tarafından çok sert biçimde indirildiği görülmektedir. FED'in faiz oranını düşürmek için bu kadar agresif davranmasının gerekçesi finansal piyasalarda yaşanan karışıklığın büyük bir durgunluğa yol açabileceği konusunda duyduğu endişedir. Finansal piyasalardaki kriz FED'i kaygılandırmış ve ekstra genişlemeci para politikası ile tepki vermesine neden olmuştur.

<sup>18</sup> FED, para politikasının tutumunun birincil göstergesi olarak federal fon oranlarına (bir bankadan bir diğer bankaya verilen gecelik rezerv kredilerinin faiz oranına) artan ölçüde odaklanmaktadır. Şubat 1994'ten beri FED, FOMC toplantılarının her birinde bir federal fon oranı ilan etmektedir. Bu durum, ekonominin bütünündeki faiz oranlarını etkilediği için piyasa katılımcıları tarafından yakından izlenmektedir.

Nitekim finansal piyasalarda ortaya çıkan krizin ekonominin geneli üzerindeki yaratabileceği olumsuz etkileri engellemek amacıyla federal fon oranını bir seri adımla önemli ölçüde düşürmüştür. Bilindiği üzere FED'in doğrudan en çok kontrol ettiği gecelik faizler olan federal fon oranı, bankaların birbirlerine borçlanırken uyguladıkları kısa dönem faiz oranını göstermektedir.

2008 sonlarında kısa dönem devlet borçlanma faizleri neredeyse sıfıra düşmüştür. Konut fiyatlarındaki keskin düşüş, birçok finansal kuruluşa büyük zararlara yol açmıştır. Bu da yatırımcıları devlete ait olmayan birçok varlığın güvenilirliği hakkında endişelendirmiştir. Yatırımcılar güvenceye uçuş şeklinde Hazine tahvillerinin güvenilirliğine koştukça, fiyatlar yükselmiştir. Herhangi bir bononun fiyatı artıkça kazandırdığı faizin düşmesi sebebiyle, bu durum Hazine tahvillerinin verdiği faiz oranlarını çok düşük seviyelere getirmiştir. Gerçekten de 2008 Ekim ayının üçüncü haftasında bir aylık Hazine tahvilleri sadece %0.26 faiz verirken, 10 Ekim 2008'de üç aylık Hazine tahvilleri kısa bir süre %0 faiz vermiştir. Yaşanılan korku, faiz oranları arasındaki ilişkilerin kaybolmasına sebep olmuştur. Gerçekten de Rusya'nın borcunu ödeyemediği ve büyük bir hedge fonu olan LTCM'nin battığı 1998 yıllarında da benzer olaylar meydana gelmiştir. İlerleyen kısımlarda göreceğimiz üzere FED, geleneksel para politikasının etkisiz hale gelmesinden dolayı geleneksel olmayan politikalara dönmüştür (Krugman ve Wells, 2013: 417).

**Grafik 15: 2004-2011 Dönemi Hedef ve Efektif Federal Fon Oranları**



**Kaynak:** Krugman ve Wells, 2015: 900

Grafik 15, FOMC tarafından belirlenen ve Eylül 2007'den başlayarak bir seri adım ile düşürülen federal fon oranı ile piyasada her gün geçerli olan ortalama efektif faiz oranını göstermektedir. Grafikten FED'in önceki politikasının tersine hareket ettiği gözlenmektedir. Daha önceleri FED genelde oranları düşürmeyip enflasyonun problem olabileceği endişesi ile yükseltmiştir. Fakat Eylül 2007'den başlayarak finansal kriz ile savaş önceliği almıştır. FED Eylül 2007'de ortaya çıkmakta olan finansal krizden endişelenmiş ve hedef federal fon oranını düşürmeye başlamıştır. Bu, onun daha önce uyguladığı enflasyonu kontrol amacı ile art arda faiz artırımları politikasının tersi bir uygulamadır.

FED, para politikasının geleneksel araçlarından olan, federal fon oranını, krizin arifesindeki yüzde 5,25 oranından yalnızca yüzde 1'e indirmiştir. Doğrudan kredilerin ölçülerinden biri olan mevduat kuruluşlarının FED'den aldığı toplam krediler kriz öncesinde sıfıra yakinken, 400 milyar doların üzerine çıkmıştır. Normal dönemlerde bu hamleler kredi kullanımının çok daha kolaylaşmasına yol açmaktadır. Federal fon oranındaki bir düşüş tüm yelpazede faiz oranlarının düşmesi demektir, yani ticari kredilerin, kurumsal kredilerin, konut kredilerinin faizleri de düşecektir. Bankalara verilen kredilerin geçmişten bu yana finans sistemindeki her türlü likidite eksikliğini hafiflettiği bilinmektedir. Fakat yaşanan normal bir dönem değildir ve tarihsel örnekler geçerli olmamıştır (Krugman, 2015: 159).

Krizin patlak vermesiyle FED'in piyasaları likiditeye boğduğu görülmektedir. Bu sayede faiz oranları sıfıra yakın seviyelere çekilmiştir. Ancak düşük faiz oranları ekonomiyi yeniden harekete geçirmeye yetmemiştir. İlk başta, FED tarafından finansal krize tepki olarak atılan adımların, büyümedeki yavaşlamayı hafiflettiği ve bir durgunluğu önlediği şeklinde değerlendirilmiştir. Bununla birlikte, ekonomi FED'in beklediğinden çok daha zayıf olduğunu kısa bir süre sonra tüm dünyaya kanıtlamıştır. 2007 yılı Aralık ayında başlayan durgunluk, savaş sonrası dönemin en ağır durgunluğu olarak görülmektedir. FED'in gücünün sınırları küresel finans krizi patlak verdiğinde çarpıcı biçimde sergilenmiştir. Krizin ekonomiler üzerinde yarattığı zararları onarmak konusunda var olan para politikası stratejileri ve hedeflerinin yetersiz olduğu kısa zaman içinde anlaşılmıştır. Özellikle gelişmiş ekonomilerde gözlenen derin durgunluk ve düşük enflasyon, nominal politika faizlerinin sıfır veya sıfıra yakın seviyelere indirilmiş olmasına rağmen



engellenememiştir. ABD para politikasında Japon tarzı bir tuzak olduğu ortaya çıkmıştır. FED kendisini fiilen geleneksel para politikasının reel ekonomi üzerindeki tüm önderlik gücünü yitirdiği Japon tarzı bir likidite tuzağının içinde bulmuştur.

### **2.1.2. Geleneksel Para Politikası Araçlarının Etkinsizliği: Borç Deflasyonu, Likidite Tuzağı ve Nominal Faiz Oranlarında Sıfır Alt Sınırı**

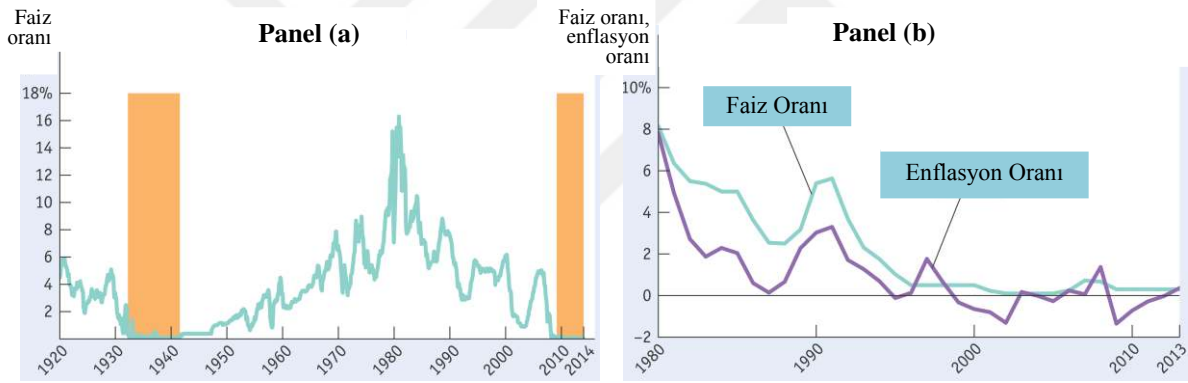
Deflasyon, fiyatlar genel seviyesindeki düşüş anlamına gelmektedir. Fiyatların düşmesi iyi bir şey değil midir? Neden deflasyon bir problemdir ve niçin sona erdirmesi bu denli güçtür? Deflasyon da tıpkı enflasyon gibi kaybedenler ve kazananlar üretmektedir (fakat zıt yönde). Düşen fiyat seviyesi yüzünden gelecekteki bir dolar bugünün bir dolarından daha fazla reel değere sahiptir. Dolayısıyla borç para verenler deflasyon altında kazanırlar, çünkü borç alanların ödemelerinin reel değeri yükselmektedir. Aksine, borçlananlar ise kaybederler, çünkü borçlarının reel yükü artmaktadır. Yani beklenmedik deflasyon borç verenlere yardım ederken; borç alanların canını yakmaktadır. Büyük Buhran'ın başlarında meşhur bir analizde Irving Fisher (1930) deflasyonun borç alan ve verenler üzerindeki etkilerinin bir ekonomik yavaşlamayı daha da kötüleştirebileceğini iddia etmiştir. Deflasyon aslında reel kaynakları borç alanlardan almakta ve onları borç verenlere tekrar dağıtmaktadır. Fisher, deflasyondan kaybeden borçlananların nakit sıkıntısı yaşadıklarını ve borç yükleri arttığı için harcamalarını sert bir şekilde kesmeye zorlanacaklarını ileri sürmüştür. Bununla birlikte borç verenlerin vermiş oldukları borcun değerinin artması ile harcamalarını sert bir şekilde artırma ihtimalleri ise düşüktür. Fisher nihai etki olarak deflasyonun toplam talebi düşürüp, ekonomik bir yavaşlamayı derinleştireceğini ve bunda bir kısır döngü içerisinde yeni deflasyonlara yol açacağını belirtmiştir. Toplam talebi düşürmedeki deflasyon etkisi '*borç deflasyonu*' (debt deflation) olarak bilinmektedir. Kısaca borç deflasyonu; deflasyon nedeniyle mevcut borcun reel yükündeki artıştan kaynaklanan toplam talepteki azalmadır. Deflasyon nedeniyle reel borçları artan borçluların harcamalarını kısmalarından ve reel varlıkları şimdi daha değerli olan borç verenlerin de harcamalarını artırmamalarından ötürü gerçekleşmektedir. Toplam talep üzerinde daraltıcı bir etkiye sahip olan borç deflasyonu, Büyük Buhran'da çok önemli bir rol oynamıştır. Burada yükselen reel borç yükü bir ekonomik bozulmayı daha da ağırlaştırmaktadır (Krugman ve Wells, 2013: 463; Croushore, 2015: 352).

Deflasyon bazı sorunlara yol açmaktadır. Bunlardan en önemlisi yukarıda bahsedilen borç deflasyonuna neden olabilmesidir. Bir diğeri, deflasyon yaşayan bir ekonomide faiz oranının sıfır sınırı ile karşılaşmasının olası olmasıdır. Eğer bu meydana gelirse, ekonomi likidite tuzağına girecek ve para politikası etkisiz olacaktır. Nominal faiz oranının %-1'e düşmesi yani borç verenlerin borç alanlara borçları üzerine %1 ödeme yapması mümkün değildir. Hiç kimse negatif bir faiz oranından borç vermeyi istemez. Çünkü parayı sadece nakit olarak tutmaları bile daha iyi durumda olmaları anlamına gelmektedir. Bir kimsenin karşılaştığı seçenekler borç verip negatif bir nominal faiz oranı almak ya da nakit tutup %0 nominal faiz oranı almak ise, bu kimse nakit tutmayı tercih edecektir. Böyle bir senaryo iktisatçıların '*sıfır alt sınırı*' (zero lower bound (ZLB)) olarak adlandırdıkları durumu göstermektedir. Kısacası, kısa dönem nominal faiz oranında sıfır sınırı söz konusudur. Bu durum, para politikasının etkinliğini ve merkez bankacılığının sınırlarını zorlayabilmektedir (Krugman ve Wells, 2013: 463).

Farz edelim çıktı potansiyel çıktının altında ve işsizlik oranı doğal oranın üzerinde olacak şekilde ekonomi bir durgunluk yaşamakta olsun. Normalde merkez bankası, faiz oranlarını düşürerek ve böylece toplam talebin artmasına yol açarak karşı önlem alabilir. Bununla birlikte eğer faiz oranları zaten sıfır ise, merkez bankası bu oranı daha fazla düşüremez. Bankalar borç vermek istemezler, tüketiciler ve firmalar da harcama yapmak istemezler. Çünkü negatif enflasyon oranı ve %0 nominal faiz oranı ile nakit tutmak, pozitif bir reel faiz oranı sonucunu doğurmaktadır. Para tabanındaki ilave herhangi bir artış ya banka kasalarında ya da firmalar ve bireyler tarafından harcanmadan nakit olarak tutulmaktadır. Bu nedenle, nominal faiz oranı bir kere sıfıra düşerse, para arzındaki ilave artışlar firmaların ve bireylerin sadece ilave nakdi tutmalarına yol açmaktadır. Durgunlukla savaşmak için geleneksel para politikasının -faiz oranlarını düşürmek- nominal faiz oranlarının sıfır sınırı ile karşı karşıya kalması yüzünden kullanılamaması durumu '*likidite tuzağı*' (liquidity trap) olarak bilinmektedir. Likidite tuzağı durumunda FED parasal tabanı artırdığında, parasal tabandaki ekstra artış ya insanlar tarafından nakit olarak tutulmakta ya da bankalar tarafından serbest rezerv olarak tutulmaktadır. Dolayısıyla para arzı artmamakta ve federal fon oranı daha fazla düşmemektedir. Likidite tuzağı geleneksel para politikasını 'etkisiz' hale getirmektedir. FED'in ekonomiyi resesyondan çıkarmak amacıyla para arzını artırmak ve toplam talep eğrisini kaydırmak için gerekli gücü bulunmamaktadır (Krugman ve Wells, 2013: 463-464; Croushore, 2015: 352).

Ödünç verilebilir fon talebinde sert bir düşüş yaşanması durumunda bir likidite tuzağı meydana gelebilmektedir. Bu durum birinci bölümde anlatılan Büyük Buhran esnasında gerçekleşmiştir. II. Dünya Savaşı öncesinde deflasyonun yani düşen bir toplam fiyat seviyesinin neredeyse enflasyon kadar yaygın olduğu görülmektedir. Gerçekten de II. Dünya Savaşı arifesinde ABD tüketici fiyat endeksi 1920'deki seviyesinden %30 daha düşük gerçekleşmiştir. II. Dünya Savaşından sonra ise enflasyon tüm ülkelerde standart haline gelmiştir. Fakat 1990'larda deflasyon Japonya'da tekrar görülmüş ve ortadan kaldırılmasının zor olduğu anlaşılmıştır. Potansiyel deflasyon endişeleri 2000'lerin başlarında ve tekrar 2008'in sonlarında, ABD para politikasında çok önemli bir rol oynamıştır. Grafik 16'da, ABD tarihindeki sıfır sınırı ve Japonya'nın kayıp on yılını temsil eden grafikler verilmiştir.

**Grafik 16: ABD Tarihinde Sıfır Sınırı ve Japonya'nın Kayıp On Yılı**



**Kaynak:** Krugman ve Wells, 2015: 939-940

Panel (a), 1920-2014 döneminde kısa dönem faiz oranlarını, özellikle üç aylık Hazine tahvilleri faiz oranını göstermektedir. Sol taraftaki gölgeli alanın gösterdiği gibi, 1930'ların büyük bölümünde, faiz oranları sıfıra çok yakın seyretmiştir. 1933'ten II. Dünya Savaşı'na kadar ki dönemde ABD ekonomisi ya sıfır sınırına çok yaklaşmıştır ya da karşı karşıya kalmıştır. Bu durum genişletici para politikası için çok fazla bir alan bırakmamıştır. II. Dünya Savaşı sonrasında yaşanan sürekli enflasyon genellikle oranları sıfır sınırının üzerinde tutmuştur. Bu dönemde enflasyonun tüm dünyada standart hale gelmesi nedeniyle ZLB sorunu, kamuoyunun deflasyondan ziyade enflasyon beklemesinden ötürü, büyük oranda ortadan kalkmıştır. Ancak, konut balonunun patlaması ve ardından gelen finansal kriz sonucunda, kısa dönem devlet borçlanma faizleri 2008

sonlarında neredeyse sıfıra düşmüştür. Geleneksel para politikasının etkisiz hale gelmesinden dolayı, FED'in daha önceki politikalarında dramatik bir değişiklik yaparak geleneksel olmayan politikalara döndüğü görülmektedir.

Panel (b)'de gösterilen Japon ekonomisinin yakın tarihi ise, deflasyon problemi ve likidite tuzağına ait modern bir örnek sunmaktadır. Japonya 1980'lerin sonlarında hisse senedi ve konut fiyatlarında çok büyük bir patlama yaşamış ve daha sonra bu iki balonun patladığını görmüştür. Sonuç 'kayıp on yıl' olarak adlandırılan uzun süreli bir durgunluk olmuştur. Bu da enflasyonu yavaş yavaş düşürmüş ve sonunda sürekli deflasyona yol açmıştır. Ekonomik zayıflık ile savaşıma gayreti içindeki Japonya Merkez Bankası (Bank of Japan (BOJ)), faiz oranlarını arka arkaya düşürmüştür. En sonunda sıfır sınırına ve *sıfır faiz oranı politikasına* (zero interest rate policy (ZIRP)) ulaşmıştır. Gecelik faiz oranları gerçekten de sıfıra eşitlenmiştir. Ekonominin hala durgunlukta olması yüzünden faiz oranlarını daha fazla düşürmek arzu edilse de, bu mümkün olmamıştır. Çünkü Japonya sıfır sınırı ile karşı karşıya kalmıştır. Özetle, Japonya'daki uzun süreli ekonomik durgunluğun 1990'ların sonundan itibaren deflasyona yol açması sonucunda, BOJ bu duruma faizleri düşürerek tepki vermiş fakat sonunda sıfır sınırına dayanmıştır. Japonya'da 1990'ların başlarında yaşanan bankacılık krizinin on yıldan daha uzun süren bir ekonomik durgunluğa (economic stagnation) yol açtığı görülmüştür.

Amerikan ekonomist ve politika yapıcılar -dönemin FED guvernörü Ben Bernanke dahil- Japonya'ya deflasyonu nasıl elimine edebilecekleri ve likidite tuzağından nasıl çıkabilecekleri konusunda tavsiyelerde bulunmuştur. 2004 yılında yaptığı bir konuşmada Bernanke, likidite tuzağına yakalanan bir merkez bankasına üç tane geleneksel olmayan politika önerisinde bulunmuştur: (i) faiz oranlarını uzun süre düşük tutacaklarına dair bir taahhütte bulunmalarını, (ii) merkez bankasının satın aldığı menkul kıymetlerin türünde değişime gitmelerini ve (iii) açık piyasa işlemleri aracılığıyla birçok farklı menkul kıymetin satın alınması yani niceliksel genişleme ile meşgul olmalarını söylemiştir. Küresel finansal kriz sonrasında, ABD ekonomisi likidite tuzağına girdiğinde FED'in başkanı olan Bernanke, 2004 yılında yaptığı konuşmasındaki üç öneriyi de hayata geçirmiştir (Croushore, 2015: 352).

### **2.1.3. Geleneksel Olmayana Dönüş: Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları**

Yukarıda açıklandığı üzere, küresel finansal kriz FED'in ekonomiyi istikrara kavuşturma yeteneğini engellemiştir. Kısa vadeli nominal faiz oranlarının sıfır alt sınırına ulaşması, FED'in kredi sıkışıklığını aşmak için faiz politikasını kullanmasını zorlaştırmıştır. Finansal sistem donmuş, ZLB sorunu ortaya çıkmış ve bunun neticesinde geleneksel olmayan araçların kullanılma ihtiyacı doğmuştur.

Bernanke ve Reinhart (2004), para politikasının eğer “merkez bankası bilançosunun bileşimi değiştirilmek” isteniyorsa, likidite tuzağındayken bile etkili olabileceğini iddia etmiştir. FED'in yalnızca hazine bonosu bulundurmak ve geleneksel bankalara kredi vermekle yetinmek yerine, yatırım bankaları, para piyasası fonları, hatta finansal alan dışındaki işletmeler gibi diğer oyunculara da kredi verebilmesinin mümkün olduğunu belirtmişlerdir. 2008 yılı boyunca Bernanke yönetimdeki FED tam olarak bunu yapmak için karmaşık harflerle kısaltılmış özel kredi olanaklarından oluşan uygulamalar başlatmıştır (Krugman, 2015: 160-161).

FED, finansal kuruluşlara para enjekte ederek ve özel sektör borcunu satın alarak krize tepki vermiştir. Ağustos 2007'den başlayarak finansal sisteme nakit sağlamak amacı ile bir seri gayret içine girerek, borç verdiği kuruluşların çeşitliğini artırmış ve özel sektör borcunu satın almıştır. Buna ilave olarak, FED ve Hazine Bakanlığı batmasına izin verilemeyecek kadar önemli gördükleri bazı firmaları kurtarmak için devreye girerek, örneğin yatırım bankası Bear Stearns'in satışını desteklemiş ve sigorta şirketi AIG'yi kurtarmıştır. Buna karşılık Eylül 2008'de politika yapımcıları önemli bir yatırım bankası olan Lehman Brothers'ın iflasına izin verilebileceğine karar vermişlerdir. Fakat kısa bir süre sonra bu kararlarından pişman olmuşlardır. Lehman'ın iflas ettiği günlerde yaygın panik, TED marjındaki sıçramanın ifade ettiği üzere, finansal piyasaları sarmıştır. Yoğunlaşan krize tepki olarak ABD hükümeti daha fazla müdahil olmuş ve finansal sistemi desteklemek için ABD Hazinesi bankalara sermaye enjekte etmeye başlamıştır. Lehman'ın batışını, Fannie Mae ve Freddie Mac'in kamulaştırılmasını ve AIG'e yapılan mali yardımı takiben, Bush yönetimi toplam 700 milyar dolarlık bir kurtarma paketiyle bankaların yardımına koşmuştur (Stiglitz, 2012: 78; Krugman ve Wells, 2013: 408).

Bu genel açıklamaların ardından, takip eden kısımda geleneksel olmayan para politikası araçları (nonconventional monetary policy tools) detaylı analiz edilecektir.

Daha önce bahsedildiği gibi, normal zamanlarda para arzını genişletmek ve faiz oranlarını düşürmek şeklindeki geleneksel para politikası araçları ekonomiyi istikrara kavuşturmak için yeterli olabilmektedir. Ekonomi geniş çaplı bir finansal kriz yaşadığında ise geleneksel para politikası araçları iki nedenden dolayı görevini yerine getiremeyebilir (Mishkin, 2014: 37): İlk olarak, finansal sistem donmakta, sermayenin üretken kullanım alanlarına tahsisi yapılamamakta ve böylece yatırım harcamaları ve ekonomi çökmektedir. İkincisi, ekonomiye gelen negatif bir şok ZLB sorununa yol açabilmekte, 2008 yılı sonunda yaşandığı üzere, merkez bankası kısa vadeli faiz oranlarını düşürmek istese de sıfır sınırına dayandığı için bu mümkün olamamaktadır. Bu nedenlerden ötürü, merkez bankaları ekonomiyi canlandırmak için geleneksel olmayan para politikası araçları olarak bilinen faiz dışı araçlara ihtiyaç duymaktadır.

Şimdiye kadar geleneksel para politikası araçlarının ZLB sorunu meydana geldiğinde artık etkili olmadığını ve kısa vadeli faiz oranları sıfır sınırına dayandığı için merkez bankasının söz konusu oranları düşüremediğini gördük. Nitekim bu durumda merkez bankaları geleneksel olmayan para politikası araçlarına yönelmektedir. Söz konusu araçlar aşağıda detayları verilen dört formdan oluşmaktadır (Mishkin, 2014: 37-45):

1. Likidite sağlama (liquidity provision): Merkez bankaları verdiği kredileri hem bankalar hem de diğer finansal kuruluşlar için genişletmektedir.
2. Varlık alımları: Hanehalkı için borçlanma maliyetlerini düşürmek amacıyla, hem hükümet kağıtları (government securities) hem de özel sektör varlıklarının (private assets) satın alınmasıdır.
3. Niceliksel genişleme (quantitative easing): Bu olanak merkez bankalarının bilançolarını büyük ölçüde genişletmektedir.
4. Beklentilerin yönetimi: Merkez bankaları politika faizini uzun bir süre çok düşük seviyelerde tutma taahhüdü vermektedir.

Mishkin'in belirttiği üzere, likidite sağlama ve varlık alımları niceliksel genişleme olarak adlandırılan merkez bankası bilançosunda bir genişlemeye yol açmaktadır. Merkez bankası bilançosunun genişlemesinin tek başına ekonomi üzerinde büyük bir etkiye sahip

olması pek mümkün değildir, fakat kredi genişlemesi (credit easing) olarak adlandırılan bilanço kompozisyonunun değişimi kredi piyasalarının işleyişini arttırarak büyük bir etki yaratabilmektedir.

#### **2.1.3.1. Likidite Sağlanması**

Geleneksel para politikası araçları finansal piyasaları iyileştirmek ve finansal krizi kontrol altına almak için yeterli olmadığından ötürü, FED finansal piyasalara likidite sağlamak için borç verme olanaklarında eşi benzeri görülmemiş artışlar sağlamıştır.

##### **2.1.3.1.1. Reeskont Penceresinin Genişletilmesi**

Bilindiği üzere, bankaların FED’den borç rezerv alabilme olanağı ‘*reeskont penceresi*’ (discount window) olarak adlandırılmaktadır. Krizin başlangıcı olan Ağustos 2007’nin ortalarında FED’in reeskont faiz oranını (bankalara verdiği kredilerin faiz oranını) 50 baz puan indirdiği görülmektedir. FED, 17 Ağustos 2007’de 100 baz puan olan birincil kredi oranı ile hedef federal fon oranı arasındaki spread farkını 50 baz puana indirmiş ve çok kısa vadelerde yararlandırılan bu kredinin vadesi 30 güne kadar uzatılmıştır. Daha sonra 16 mart 2008’de spread farkını 25 baz puana düşürerek, kredilerin vadesi 90 güne uzatılmıştır.

Reeskont politikasının en önemli avantajı, merkez bankasının son borç verme mercii olma rolüne izin vermesidir. Böylece finansal panikleri önlemek için bir araç olarak kullanılabilir. Bununla beraber, reeskont kredisi kullanma kararları bankalar tarafından verildiği için, FED tarafından tam olarak kontrol edilememektedir (Mishkin, 2011: 383).

Ancak burada dikkat edilmesi gereken bir konu vardır. Reeskont penceresinden borçlanma adeta ‘*leke (damga)*’ (stigma) olarak görülmektedir. Bu krediyi kullanan kuruluşların finansal sağlamlığı konusunda bir sinyal niteliği taşımaktadır. Çünkü borçlanan bankanın söz konusu fonlar için umutsuz durumda olduğuna, başının dertte olabileceğine yönelik bir gösterge olarak değerlendirilmektedir. Reeskont penceresinden

borçlanan kurumların finansal durumlarında bir zayıflık olduğu ve finansal yapılarının ciddi anlamda bozulduğu düşünülmektedir. Dolayısıyla kriz sırasında bu kredinin kullanımı sınırlı kalmıştır ve kendisinden beklenen faydayı gösterememiştir (Mishkin, 2013: 425).

#### **2.1.3.1.2. Dönemsel Açık Artırma İmkani**

Ekstra borçlanmayı teşvik etmek için, 2007 yılının Aralık ayında FED mevduat kuruluşlarına çeşitli teminatlar karşılığında sabit miktarda vade fonlaması olan Dönemsel Açık Artırma İmkani (Term Auction Facility (TAF)) uygulamasını başlatmıştır. FED'den borçlanmanın daha yaygın olarak kullanılması için, FED tarafından belirlenen reeskont penceresinden farklı olarak, *rekabetçi ihale* (competitive auction) yoluyla belirlenen bir orandan bankalara sabit tutarlarda kredi kullandırılmasıdır. Burada rekabetçi ihale ile teklif verilmesi ve ihalede verilecek kredi tutarının önceden ilan edilmesi reeskont penceresinde ortaya çıkan '*damga*' sorununu da önemli ölçüde ortadan kaldırmaktadır. TAF reeskont penceresinden daha yaygın olarak kullanılmıştır. Çünkü bankaların reeskont penceresinden daha düşük bir oranla borçlanmalarına imkan tanımıştır. Ek olarak, bir ceza oranı yerine rekabetçi bir şekilde belirlenmiştir. TAF ihaleleri 20 milyar dolarla başlamış fakat kriz kötüleştikçe FED dramatik biçimde miktarları artırmıştır. Toplam 400 milyar doların üzerinde TAF satışı yapılmıştır. Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank (ECB)) tarafından da benzer uygulamalar yapılmıştır. Haziran 2008'de 400 milyar Euro'nun üzerinde bir ihale gerçekleştirilmiştir (Mishkin, 2014: 37-38)

Mevduat kurumlarını hedefleyen ve bunlara gecelikten daha uzun dönemler için hazır nakit garanti eden başka yollar sağlayan TAF programının, likidite sıkışıklığını ya da yok pahasına satış döngüsünü, zorla nakde dönüşleri ve düşen varlık fiyatlarını durdurma konusunda fazla işe yaramadığı görülmüştür. Nitekim, FED'in almış olduğu önlemlerin kısa vadeli fon piyasasındaki etkileri TED ve LIBOR-OIS marjları izlenerek daha net görülebilir (Grafik 18). TAF'ı yürürlüğe koyan yetkililerin LIBOR-OIS farkını azaltmayı hedefledikleri göz önünde bulundurulduğunda, TAF'ın bu anlamda sınırlı bir etkiye sahip olduğunu söylemek mümkündür.



### 2.1.3.1.3. Yeni Borç Verme Programları

FED, likidite sağlama fonksiyonunu bankacılık kurumlarına geleneksel kredi verme işlevinin ötesine geçirerek finansal sisteme genişletmiştir. Bu eylemler yatırım bankalarına borç vermenin yanı sıra ticari kağıt, ipotēge dayalı menkul kıymetler ve diēer varlığa dayalı menkul kıymetlerin satın alınmasını teşvik etmek için borç vermeyi de kapsamaktadır. Buna ek olarak FED, Bear Stearns'in satışına yardımcı olmak için J.P. Morgan'a borç vermiş ve AIG'nin iflasını önlemiştir.

FED tarafından 2007-09 finans krizi sırasında borç verme programlarının genişletilmesi gerçekten dikkate değerdir. FED'in bilançosunun 2008 yılı sonuna kadar 1 trilyon doların üzerinde genişlemesine yol açmıştır. Bu yeni programlar değişik kısaltmalara sahiptir: TAF, TSLF, PDCF, AMLF, MMTF, CPFF ve TALF (Tablo 1).

### 2.1.3.2. Varlık Alımları

Normal zamanlarda FED'in açık piyasa işlemleri özellikle kısa vadeli olan devlet iç borçlanma senetlerinin satın alınmasını kapsamaktadır. Ancak, kriz sırasında FED belirli kredi türleri için faiz oranlarını düşürmek amacıyla üç yeni varlık alım programını başlamıştır (Mishkin, 2014: 39-40):

- 2008 yılının Kasım ayında FED, Hükümet Destekli Varlıkları Satın Alma Programı (Government Sponsored Entities Purchase Program)'nı ya da bilinen adıyla *QE1* (Niceliksel Genişleme 1 (Quantitative Easing 1)) programını başlatmıştır. Bu sayede, Fannie Mae ve Freddie Mac tarafından garanti edilen 1.25 trilyon dolar MBS satın almıştır. Bu satın almalar yoluyla, konut piyasasını canlandırmak için konut ipotek faiz oranlarını düşürerek MBS piyasasının desteklenmesi amaçlanmıştır.
- 2010 yılının Kasım ayında FED, ayda yaklaşık 75 milyar dolar olmak üzere toplam 600 milyar dolar uzun vadeli Hazine menkul kıymetlerini satın alacağını duyurmuştur. *QE2* (Niceliksel Genişleme 2 (Quantitative Easing 2)) şeklinde bilinen bu satın alma programı ile uzun vadeli faiz oranlarının düşürülmesi amaçlanmıştır. Her ne kadar küresel finansal kriz sırasında

Hazine menkul kıymetlerinin kısa vadeli faiz oranları sıfır sınırına ulaşsa da, bu durum uzun vadeli faiz oranları için gerçekleşmemiştir. Yatırım projeleri uzun bir ömre sahip olduğundan, uzun vadeli faiz oranları yatırım kararlarında kısa vadeli faizlerden daha önemlidir. Bu nedenle FED'in uzun vadeli faiz oranlarını düşürmek için, uzun vadeli devlet tahvillerini satın alması yatırım harcamaları ve ekonomiyi canlandırmaya yardımcı olabilmektedir.

- FED, 2012 yılının Eylül ayında *QE3* (Niceliksel Genişleme 3 (Quantitative Easing 3))'ü uygulamaya soktuğunu açıklamıştır. Bu programda FED, aylık 40 milyar dolar tutarında MBS alacağı sözünü verirken, Aralık ayında, aylık 45 milyar dolar tutarında uzun vadeli Hazine tahvili alımlarının eklenmesiyle toplamda aylık 85 milyar dolarlık tutara ulaşmıştır.

#### **2.1.3.3. Niceliksel Genişleme**

FED'in kriz ile mücadele için getirdiği bir diğer uygulama *niceliksel genişleme* (quantitative easing) ya da *kredi genişlemesidir* (credit easing).

Niceliksel genişleme, geleneksel para politikaları ekonomiyi canlandırmakta yetersiz veya etkisiz kaldığında merkez bankaları tarafından uygulanan bir politikadır. Bu politikanın temel amacı, fiyatların düştüğü ve ekonomik durgunluğun bir arada yaşandığı durumu tanımlayan deflasyonla mücadele etmektir. Bilindiği üzere, ekonomide durgunluk riskinin arttığı dönemlerde merkez bankaları ekonomiyi canlandırmak için faiz oranlarını indirmekte ve bu sayede bankaların hane halkları ve firmalara daha fazla kredi vermelerini sağlamaktadır. Para politikası ile faiz düzeyi indirilerek, ekonomi dolaylı olarak canlandırılmaya çalışılmaktadır. Bununla birlikte ekonomide belirsizliklerin ve risklerin arttığı dönemlerde merkez bankalarının faiz indirmesi iktisadi faaliyetin hızlanmasını sağlayamamaktadır. Başka bir deyişle, merkez bankaları faizleri ne kadar indirirse indirsin faizler firmaları yatırım yapmaya, hane halklarını harcama yapmaya teşvik edecek seviyeye gelmemektedir. Böyle bir durumda merkez bankaları, bankaların ve diğer kurumların ellerinde bulunan finansal varlıklarını (tahvil, bono, varlığa dayalı menkul

kıymet vb.) satın alıp bu banka ve kurumlara likidite sağlayarak niceliksel genişleme politikası uygulayabilmektedir (TCMB, 2012c: 5).

Likidite sağlanması ve varlık alımları programları FED'in bilançosunun benzeri görülmemiş şekilde genişlemesine yol açmıştır. Finansal krizin Eylül 2007'de başlamasından krizin 2009 sonunda bitişine kadar FED'in varlıklarının tutarı 800 milyar dolardan 2 trilyon doların üzerine yükselmiştir. Bilançodaki bu genişleme niceliksel genişleme olarak adlandırılmaktadır. Çünkü parasal tabanda büyük bir artışa yol açmıştır. Yüksek güçlü para olarak da bilinen parasal tabanındaki bu artış genellikle para arzının genişlemesine neden olmaktadır. Yakın vadede de ekonomiyi canlandırmak için etkili bir güç olabilmekte, fakat enflasyon riskini de artırabilmektedir. Ancak bu kanıya varmak iki nedenden ötürü kuşkuyla gözükmektedir. Birincisi, FED'in bilançosundaki ve parasal tabandaki devasa genişleme, para arzında büyük bir artışa neden olmayabilir. Çünkü bunun çoğu sadece aşırı (serbest) rezerv (excess reserves) olarak tutulmaktadır. İkincisi, federal fon oranı zaten sıfır alt sınırına ulaştığı için, bilanço ve parasal tabanın genişlemesi kısa vadeli faiz oranlarını daha fazla düşürememekte ve böylece ekonomiyi canlandıramamaktadır. Üçüncüsü, parasal tabanın artışı bankaların borç vermeyi artıracakları anlamına gelmemektedir. Çünkü kredi vermek yerine sadece aşırı rezervlerine ekleme yapabilmektedirler. Gerçekten de, bu durum tam olarak küresel finansal kriz sırasında gerçekleşmiştir. Parasal tabandaki yükseliş öncelikle aşırı rezervlerde artışa yol açmış ve banka borç vermesi ise artmamıştır. Benzer bir durum hisse senedi ve gayrimenkul piyasalarında yaşanan balonun patlamasının ardından BOJ parasal genişlemeye başvurduğunda meydana gelmiştir. Japonya örneğinde ekonomi iyileşme göstermezken enflasyon da negatife dönmüştür (Mishkin, 2014: 40-41).

O halde parasal genişleme ile ilgili şüpheler FED'in geleneksel olmayan para politikası eylemlerinin ekonomiyi canlandırmada etkisiz olduğu anlamına mı gelmektedir? Dönemin FED Başkanı Bernanke bu soruya cevabın hayır olduğunu belirtmektedir. Ona göre FED politikalarıyla, FED bilançosunun genişletilmesine değil; aksine kredi genişlemesinin sağlanmasına çalışılmıştır. FED bilançosunun kompozisyonun değiştirilmesi suretiyle kredi piyasalarının belirli kesimlerinin işleyişinin iyileştirilmesi amaçlanmıştır. Nitekim Bernanke, FED politikalarının parasal genişleme olarak karakterize edilmemesi gerektiğini belirtmektedir. FED'in bilanço kompozisyonunun

değiştirilmesinin çeşitli şekillerde ekonomiyi canlandırması mümkündür (Mishkin, 2014: 41).

- İlk olarak, FED'in tutukluk yapan kredi piyasalarının belirli bir kesimine likidite sağlaması, bu piyasanın çözünebilir hale gelmesine yardımcı olabilecek ve böylece sermayenin verimli kullanım alanlarına tahsisi ve dolayısıyla ekonominin canlandırılması sağlanabilecektir.
- İkinci olarak, FED belirli kıymetleri satın aldığı anda, söz konusu menkul kıymetlere talebi artırmakta; bu da ilgili menkul kıymetlere ilişkin faiz oranlarının düşmesine katkıda bulunmaktadır. Böylece, kısa vadeli faiz oranları sıfır sınırında olsa bile, varlık alımları özellikle kredi piyasalarındaki borçlular için faiz oranlarını düşürerek harcamaları uyaramaktadır.

Küresel finansal kriz sırasında, finansal sistemin farklı bölgelerindeki likiditenin geri kazanımına yardımcı olmak için FED tarafından tasarlanan yeni borç verme olanakları yaratıldıkları tarih ve işlevleri ile aşağıdaki tabloda listelenmiştir.

**Tablo 1: Küresel Finansal Kriz Sırasında FED'in Borç Verme Olanakları**

| <b>Borç Verme Olanakları<br/>(Lending Facility)</b>                                 | <b>Yaratılma Tarihi</b> | <b>İşlevi</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Dönemsel Açık Artırma İmkânı<br>(Term Auction Facility (TAF))                       | 12 Aralık 2007          | FED'den borçlanmanın daha yaygın olarak kullanılması için, FED tarafından belirlenen reeskont penceresinden farklı olarak, rekabetçi ihale (competitive auction) yoluyla belirlenen bir orandan bankalara sabit tutarlarda kredi verilmesidir.                                                  |
| Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme İmkânı<br>(Term Securities Lending Facility (TSLF)) | 11 Mart 2008            | Yeterli Hazine menkul kıymetlerinin kredi piyasalarında teminat işlevi görmesini sağlamak için, piyasa yapımcılarına geniş bir teminat karşılığında gecelik vadeden daha uzun dönemler için Hazine menkul kıymetlerinin kredi olarak verilmesidir.                                              |
| Takas Hatları<br>(Swap Lines)                                                       | 11 Mart 2008            | FED'in dolarları başka merkez bankalarına yabancı para karşılığında takas yapması, böylece bu merkez bankalarının kendi ülkelerinde ihtiyaç duyanlara dolar kredisi açmasının sağlanmasıdır. Bu sayede dolar borcu olan herkesin borcunu ödemesi ya da uzatmasına yardımcı olmak amaçlanmıştır. |

|                                                                                                                                                                                        |               |                                                                                                                                                                                                                                                     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Piyasa Yapıcılara Tanınan Kredi İmkanı<br>(Primary Dealer Credit Facility<br>(PDCF))                                                                                                   | 16 Mart 2008  | Yatırım bankaları dahil piyasa yapıcılara sağlanan bu imkanla piyasa yapıcı bankalar, daha geniş bir teminat çerçevesinde ticari bankalara sağlanan reeskont penceresine benzer bir uygulama ile FED’den borç alabilme imkanına kavuşmuştur.        |
| AIG’ye verilen krediler                                                                                                                                                                | 16 Eylül 2008 | AIG’ye 85 milyar dolar kredi verilmiştir.                                                                                                                                                                                                           |
| Varlığa Dayalı Ticari Kağıtlar Para Piyasası Yatırım Fonu Likidite Kolaylığı<br>(Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility<br>(ABCPMMMLF) veya (AMLF)) | 19 Eylül 2008 | Para piyasası yatırım fonlarından varlığa dayalı ticari kağıtları satın alabilmeleri için piyasa yapıcılarına kredi verilmesidir. Böylece bu fonlar, kendi yatırımcılarından geri ödeme miktarlarını karşılamak üzere bu kağıtları satabilmektedir. |
| Ticari Kağıt Fonlama Kolaylığı<br>(Commercial Paper Funding Facility<br>(CPFF))                                                                                                        | 7 Ekim 2008   | Ticari senet ihraççılarına likidite desteği sağlamak amacıyla ihraç edenlerden ticari kağıt satın alınmasını finanse etmektedir.                                                                                                                    |
| Para Piyasası Yatırımcı Fonlama Kolaylığı<br>(Money Market Investor Funding Facility (MMIFF))                                                                                          | 21 Ekim 2008  | Geniş bir yelpazedeki para piyasası yatırım fonu varlıklarını satın alabilmeleri için özel amaçlı kuruluşlara (special-purpose vehicles (SPV)) kredi verilmesidir.                                                                                  |
| Vadeli Varlığa Dayalı Menkul Değerler Kredi Kolaylığı<br>(Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF))                                                                           | 25 Kasım 2008 | Varlığa dayalı menkul kıymet ihraç edenlere bu menkul kıymetlerin teminat olarak gösterilmesi ile kredi verilmesidir. Böylece bu piyasasının işleyişinin geliştirilmesine çalışılmıştır.                                                            |

**Kaynak:** Mishkin, 2013: 427

#### 2.1.3.4. Beklentilerin Yönetimi

FED’in küresel kriz sonrasında ‘*sözle yönlendirme*’ (forward guidance) politikasını başlatarak, piyasaları beklenti kanalı üzerinden yönlendirmeye çalıştığı görülmektedir.

Gelişmiş ülke merkez bankalarının ekonomik faaliyeti canlandırmaya yönelik adımlar atabilmeleri için alan kalmaması, merkez bankalarını iletişim alanında farklı uygulamaları benimsemeye sevk etmiştir. Bu noktada sözle yönlendirme kavramı öne çıkmaktadır. Sözle yönlendirme, merkez bankalarının ekonomik görünüme ilişkin değerlendirmelerine bağlı olarak para politikasının gelecekteki olası yönelimi hakkında kamuoyu ile iletişim kurmalarıdır. Gelişmiş ülke merkez bankaları sözle yönlendirmeyi, genişleyici para politikasının devam edeceği yönünde bir sinyal vermek amacıyla

uygulamaktadır. Bu uygulama ile merkez bankaları para politikasının belirsizliğini azaltmayı hedeflemektedir. Şöyle ki, krizle birlikte gelişmiş ülke ekonomilerinde politika faiz oranlarının yüzde sıfıra gelmesi veya bu sınıra yaklaşması sonucunda, merkez bankaları nominal faiz oranını daha da aşağı çekememekte, politika faizini düşük bir seviyede tutma niyetini iletişim yoluyla kamuoyuyla paylaşarak beklentileri yönetmeye çalışmaktadır. Böylelikle uzun vadeli faiz oranları üzerinde aşağı yönlü bir baskı yaratılırken, kredi koşullarını genişletmek için dolaylı bir kanal oluşturulmaktadır (TCMB, 2013d: 2-4).

Küresel finansal krizin ardından, kısa vadeli faiz oranlarının sıfırın altına indirilmesi mümkün olmamasına rağmen, FED uzun vadeli faiz oranlarını düşürmek ve ekonomiyi canlandırmak için başka bir yol izlemiştir. Bu yol FED tarafından federal fon oranını uzun bir süre için sıfır sınırında tutacağına ilişkin bir *‘taahhüt’* (commitment) verilmesi şeklindedir. Bilindiği üzere, uzun vadeli bir tahvilin faiz oranı, insanların uzun vadeli tahvilin vade süresince gerçekleşmesini beklediği kısa vadeli faiz oranlarının ortalamasına eşittir. FED, uzun bir süre federal fon oranını sıfır seviyesinde tutacağına ilişkin gelecekteki politika eylemlerini taahhüt ederek, piyasanın gelecekteki kısa vadeli faiz oranlarına dair beklentilerini yönlendirerek, uzun vadeli faiz oranının düşmesine çalışmaktadır. Columbia Üniversitesi’nden Woodford (2004, 2005), böyle bir stratejiyi *beklentilerin yönetimi* (management of expectations) olarak adlandırmaktadır. FED, 16 Aralık 2008 FOMC toplantısı sonrasında sadece federal fon oranı hedefini düşürdüğünü ilan etmekle kalmamış, aynı zamanda *“zayıf iktisadi koşulların bir süre federal fon oranının son derece düşük seviyelerde tutulacağını garanti etmesi muhtemeldir”* söylemiyle de bu stratejiyi takip etmiştir. FED daha sonra birkaç yıl boyunca FOMC toplantılarında bu dili kullanmaya devam etmiş, hatta 2011 yılı Ağustos ayındaki toplantıda, 2013 yılının ortalarına dair fiili bir tarih taahhüt etmiştir. Her ne kadar Hazine menkul kıymetlerinin uzun vadeli faiz oranları sonradan düşse de, bu düşüşün ne kadarında ekonomide beklentileri yönetmek için FED’in girişimlerinin payı olduğu ise net değildir (Mishkin, 2014: 42-43).

Geleceğe yönelik politika eylemleri taahhütlerinin iki türü vardır: *‘koşullu’* (conditional) ve *‘koşulsuz’* (unconditional). Federal fon oranını 2008 yılından başlayarak uzun bir süre için sıfır seviyesinde tutma taahhüdü koşulludur. Söz konusu kararda ileriye

dönük olarak zayıf ekonomi esas alınmaktadır. Eğer ekonomik koşullar değişirse, FOMC bu taahhüdün terk edilebileceğini ifade etmektedir. Alternatif olarak, FED koşulsuz taahhüt yapmış da olabilir. Bu durumda sadece uzun bir süre için federal fon oranının sıfır seviyesinde devam edeceği belirtilerek, bu karar ekonominin durumu ile ilişkilendirilmemektedir. Koşulsuz taahhüt, koşullu taahhütten daha güçlü olma avantajına sahiptir. Çünkü taahhütün terk edilebileceği önerilmediği için, uzun vadeli faiz oranları üzerinde daha büyük bir etkiye sahip olması muhtemeldir. Ne yazık ki, dezavantajı da söz konusudur. Taahhüdü terk etmenin daha iyi olabileceği şekilde koşullarda bir değişiklik olması durumunda bile, FED geriye dönüp baktığında bunu yapamayacağını hissedebilmektedir (Mishkin, 2014: 42-43).

Mishkin (2013: 429)'in ifadesiyle, koşulsuz taahhüt sorununun ciddiyeti 2003-2006 dönemindeki FED'in deneyimi ile açık bir şekilde gösterilmiştir. 2003 yılında FED, enflasyonun çok düşük olduğu ve bir deflasyon olasılığının önemli olabileceği konusunda endişelenmiştir. 12 Ağustos 2003 FOMC toplantısında, FOMC bu şartlar altında Komite'nin politika uzlaşmasının hatırı sayılır bir süre için muhafaza edilebileceğine inandığını belirtmiştir. Daha sonra FED para politikasını sıkılaştırmaya başlamış ve 30 Haziran 2004 tarihli FOMC toplantısında açıklamalar değiştirilmiştir. Piyasalar FOMC'nin ifadelerini koşulsuz taahhüt olarak yorumlamıştır. Geriye dönüp bakıldığında, bu taahhütün para politikasının çok uzun süre çok gevşek olmasına neden olduğu görülmektedir. Bu da konut balonun şişmesine yardımcı olmuş ve söz konusu balonun patlaması ekonomi üzerinde yıkıcı sonuçlara yol açmıştır.

#### **2.1.4. FED'in Krize Tepkisi ve Değişen Varlık Kompozisyonu**

Merkez bankalarının küresel finansal krizi kontrol altına almak amacıyla aldıkları tedbirler bilançolarının hem bileşimini değiştirmiş hem de devasa boyutta genişlemesine yol açmıştır. Bu konuyu daha iyi anlayabilmek için öncelikle merkez bankası bilançosunu incelemek faydalı olacaktır.

Bilindiği üzere FED de, denetlediği bankalar gibi, varlık ve yükümlülöklere sahiptir. FED'in başlıca varlıkları ABD hükümetinin çıkardığı vadesi bir yıldan az olan ve ABD hazine tahvili (U.S. Treasury bill ya da T-bill) olarak bilinen kısa dönem ABD devlet

bonolarından oluşmaktadır. FED, ABD devletinin tam bir parçası değildir, bu nedenle FED'in tuttuğu hazine tahvilleri, devletin bir yükümlülüğü iken FED'in bir varlığıdır. FED'in yükümlülükleri ise dolaşımdaki para ve banka rezervlerinin toplamı olan parasal tabandan meydana gelmektedir. Tablo 2, FED'in normal varlık ve yükümlülüklerini T-hesabı formunda özetlemektedir. Bilindiği üzere, geleneksel açık piyasa işlemleri kısa vadeli kamu borcu ile sınırlıdır. Bir açık piyasa işleminde FED, ABD hazine tahvillerinin alım veya satımını yapmaktadır. Bu normalde ticari bankalar ile yapılan bir işlemle gerçekleştirilmektedir (Krugman ve Wells, 2013: 398).

Özetle FED çoğunlukla varlıklarını ABD hazine tahvilleri olarak adlandırılan kısa dönem devlet bonoları şeklinde tutmaktadır. Yükümlülükleri ise parasal tabandan oluşmaktadır. Dolayısıyla, normal zamanlarda FED'in finansal pozisyonlarının oldukça basit olduğu söylenebilir. Temel olarak parasal tabana eşit büyüklükte hazine tahvilleri tutmaktadır.

**Tablo 2: FED'in Varlık ve Yükümlülükleri**

| <b>Varlıklar</b>                    | <b>Yükümlülükler</b>                                   |
|-------------------------------------|--------------------------------------------------------|
| Devlet borcu<br>(Hazine tahvilleri) | Parasal taban<br>(dolaşımdaki para + banka rezervleri) |

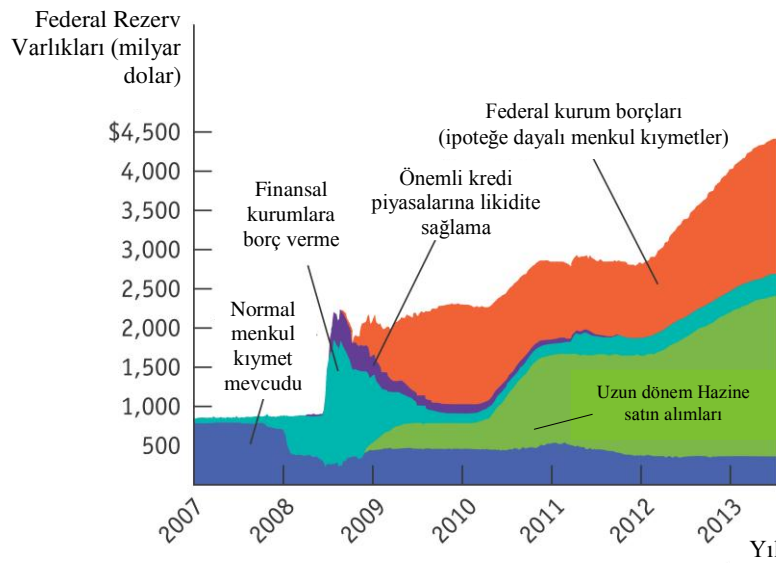
**Kaynak:** Krugman ve Wells, 2013: 398

Fakat burada belirtmek gerekir ki; yukarıdaki Tablo FED'in bilançosunun basitleştirilmiş biçimini göstermektedir. Burada FED'in yükümlülükleri tamamen parasal tabandan oluşurken, varlıkları da tamamen hazine tahvillerinden oluşmuştur. Bu aşırı bir basitleştirmedir. Çünkü FED'in işlemleri detaylar ile birlikte karmaşıklaşmakta ve bilançosu ilave bir takım kalemler içermektedir. Yine de normal zamanlarda bu basitleştirme çok kötü bir tahmin değildir. Genellikle parasal taban FED'in yükümlülüklerinin %90 civarını oluştururken, hazine tahvilleri de varlıkların %90 civarını oluşturmaktadır. Bu açıklamalardan normal zamanlarda FED'in finansal pozisyonunun oldukça basit olduğu, temel olarak parasal tabana eşit büyüklükte hazine tahvilleri tuttuğu anlaşılmaktadır. Bununla birlikte, 2007-09 küresel krizi normal bir dönem değildir. Kredi piyasaları donunca FED piyasaları çalışır tutmak ve sorunlu finansal kuruluşlara borç



vermek için bir seri borçlanma imkânı (lending facilities) yaratmıştır. Bu imkânlar daha önce ifade edildiği üzere değişik isimlerle adlandırılmıştır. Fakat bunların hepsi aynı amaca hizmet etmektedir. Normal kanallar ile nakit sıkıntısını gideremeyen finansal kuruluşlara fon imkânı sağlamak amaçlanmıştır. FED yetkilileri standart işleyiş prosedüründeki bu değişimin daha ciddi bir finansal krizi önlemek için gerekli olduğuna inanmıştır. Fakat bu durum FED'in bilançosunda dramatik bir kaymaya yol açmıştır (Krugman ve Wells, 2013: 408-409).

**Grafik 17: FED'in Değişen Varlık Kompozisyonu**



**Kaynak:** Krugman ve Wells, 2015: 875

2007 ve 2013 yılları arasında FED varlıklarının değişen kompozisyonunu gösteren Grafik 17, normal işlem yönteminden sapmanın derecesi hakkında fikir vermektedir. Şeklin gösterdiği gibi, FED hazine tahvillerinden ayrı olarak büyük miktarda varlık toplamıştır. 2008 ortalarından başlayarak FED'in normal varlığı olan hazine tahvilleri mevcudu sert bir şekilde düşmüş; buna karşılık diğer varlık mevcutları -finansal kurumlara verdiği borç miktarı- çarpıcı ölçüde artmıştır. Şekildeki farklı renklere bölünmüş alanların içeriği aşağıdaki gibidir (Krugman ve Wells, 2015: 874-875):

- *Finansal kurumlara borç verme*: Reeskont penceresinden borç verme anlamına gelmektedir. Aynı zamanda FED'in Bear Stearns gibi firmalara doğrudan verdiği kredileri de içermektedir.

- *Önemli kredi piyasalarına likidite sağlama:* Şirket tahvilleri gibi varlıkların FED tarafından satın alınmasını kapsamaktadır. Firmalara verilen kredi faiz oranlarının yükselmesini engellemek için gerekli görülmüştür.
- *Federal kurumların borçları:* İpotekli konut kredisi veren hükümet destekli kurumlar olan Fannie Mae ve Freddie Mac'in borçlarını içermektedir. Burada FED, ipotekli konut kredisi piyasasındaki çöküşü önlemeyi amaçlamıştır.

Krugman ve Wells (2015: 875), tüm bu olayların oldukça anormal olduğunu ve FED'in normal çalışma şekline büyük bir sapma olarak görüldüğünü vurgulamaktadır. Fakat standart işlem yönteminde ki bu değişikliğin finansal ve ekonomik çöküşü önlemek ve daha şiddetli bir finansal krize engel olmak için gerekli kabul edildiği düşünülmüştür. Bununla birlikte, FED yetkilileri ABD devlet borcunun haricinde varlıklar tutma ihtimalinden rahatsız olmuşlardır. Çünkü özel sektöre bu kadar çok borç para vererek, FED çok büyük miktarda risk almıştır. Daha önce de belirtildiği üzere, genellikle FED sadece çok güvenli bir varlık olarak kabul edilen ABD devlet borcuna yatırım yapmaktadır. Normal şartlarda FED'in ABD hazine tahvilleri dışında neredeyse başka varlık tutmadığı söylenebilir. Fakat aynı şeyi 2008'de verilen borçların birçoğu için söylemek mümkün değildir. Krize tepki olarak FED sorunlu finansal kuruluşlara borç vermek için bir seri borçlanma imkânı yaratmış; bu da bilançosunda dramatik bir kaymaya yol açmış ve bu nedenle varlıklarının bileşimini önemli ölçüde değiştirmiştir. Ancak kriz sona erdiğinde, FED'in en kısa sürede normal yönetime dönmeye çalışacağı ve bu gerçekleşince Tablo 2'deki basit tanımlamanın tekrar geçerli olacağı söylenebilir.

#### **2.1.5. Maliye Politikası Araçları ve Küresel Kriz**

Japonya 1990'ların başında ekonomisini tekrar sağlığına kavuşturma gayreti ile genişlemeci maliye politikasına geçiş yapmıştır. 1980'lerde ülke ekonomisinin aşırı şekilde yükselen hisse ve emlak fiyatları sonucunda çok canlandığı görülmüştür. Bu da servet etkisi aracılığıyla tüketici harcamalarını artırmış ve aynı zamanda yatırım harcamalarını teşvik etmiştir. Daha sonra hisse ve arazi fiyatlarındaki çöküş, spekülasyonun fiyatları çok yükselttiği gerçeğini ortaya çıkarmış ve bu dönemin balon ekonomisi olarak

tanımlanmasına neden olmuştur. Benzer bir balon ABD’de 2000’lerin ortasında konut fiyatlarında yaşanmış ve söz konusu fiyatlar 2006’da düşmeye başlayınca ekonomik bir yavaşlamaya ve aşağıda detayları verilecek olan 2009 Kurtarma Yasası’na sebep olmuştur.

1980’lerin sonuna gelindiğinde Japonya’da süregelen balon patlamış, bu da hisse ve arazi değerlerinin hızla düşüşü ve yatırım harcamalarının azalması ile Japon ekonomisinin resesyona kaymasına yol açmıştır. İzleyen yıllarda Japonya toplam talebi desteklemek için özellikle altyapı inşaat harcamaları şeklinde büyük ölçekli mal ve hizmet alımları gerçekleştirmiştir. Her ne kadar bu harcamalar 2000’den sonra azalsa da, tepe noktasında gerçekten etkileyici seviyelere ulaşmıştır. Şöyle ki, Japonya Amerika’nın yarı nüfusundan daha azına ve GSYİH’sının yarısından çok daha azına sahip olmasına rağmen, 1996’da ABD sadece 180 milyar dolar harcarken, Japonya 300 milyar dolar altyapı harcaması yapmıştır. Uygulanan politikaların bir başarı olup olmadığı ise tartışmalı kalmıştır. Birçok iktisatçıya göre, bütün bu devlet harcamaları olmasaydı, balonun patlamasından sonra Japon ekonomisi 1930 benzeri bir buhrana sürüklenebilirdi. Ekonomi şiddetli bir durgunluk yerine bir yavaşlama yaşamış; büyüme yavaşlamış, işsizlik yükselmiş fakat buhran oluşmadığı görülmüştür.

#### **2.1.5.1. 2009 Amerikan Kurtarma ve Yeniden Yatırım Yasası**

Barack Obama ve danışmanları Ocak 2009’da idareyi ele aldıklarında, görülmemiş boyutlarda bir krizle karşılaşmışlardır. Reel ekonomi konusunda bir şeyler yapılmazsa finansal sistemi istikrara ve sağlığına kavuşturmanın mümkün olamayacağını görmüşlerdir.

2009 yılı başında Obama yönetiminin, yavaşlayan ekonomiyi yeniden canlandırabilme ve toplam talebi artırabilmek amacıyla, ABD hükümetinin derhal harekete geçmesi gerektiği düşüncesinde olduğu görülmektedir. Nitekim 27 Şubat 2009 tarihinde Başkan Obama kısaca *Kurtarma Yasası* (Recovery Act) olarak adlandırılan *Amerikan Kurtarma ve Yeniden Yatırım Yasası* (American Recovery and Reinvestment Act (ARRA))’nı imzalamıştır. Bu yasa, Aralık 2007’de başlayan şiddetli durgunlukla başa çıkabilmek için tasarlanan harcama, yardım ve vergi indirimlerinden oluşan 787 milyar dolarlık bir yardım paketidir. Bazılarına göre, Amerikan aileleri sıkıntı içerisindeyken

hükümetin harcamaları artırmak yerine kesmesi gerekmektedir. Temsilciler Meclisi'nde Cumhuriyetçilerin lideri olan John Boehner, artık hükümetin kemer sıkma zamanının geldiğini, Amerikan halkına bunu başarabileceklerini gösterme vakti olduğunu ileri sürmüştür. Bazı ekonomik analistler teşvik yasası ya da yaygın adıyla kurtarma yasasının faiz oranlarını artırarak ulusal borç yükünü yükselteceğini savunmuşlardır. Diğerlerinin ise karışık yönde şikâyetleri vardır. Onlara göre ekonominin sorunları göz önünde bulundurulduğunda, teşvik paketi çok küçüktür (Krugman ve Wells, 2015: 819).

Örneğin, 2001 Nobel İktisat Ödülü'nü alan Joseph Stiglitz, iyi düzenlenmiş bir teşvik programının yedi prensibi yansıtmayı gerektiğini belirtmektedir (Stiglitz, 2012: 119-122): (i) hızlı olmalıdır, (ii) etkili olmalıdır, (iii) ülkenin uzun vadeli problemlerine yöneltilmelidir, (iv) yatırım odaklı olmalıdır, (v) adil olmalıdır, (vi) krizin yarattığı kısa vadeli acil durumların üstesinden gelmelidir ve son olarak (vii) iş kaybı yaşanan alanları hedeflemelidir. Bu prensipler teşvikin boyutlarına ve nasıl oluşturulması gerektiğine ilişkin çok önemli bir yol göstericidir. Stiglitz, çok az sayıdaki ülkenin bu prensiplere uygun bir teşvik tasarladığını ifade etmiştir. Başarılı bir örnek olarak Avustralya'yı göstermektedir. Söz konusu ülkede konut çöküşü kaynaklı düşüşler makul düzeyde kalmış ve Avustralya gelişmiş sanayi ülkeleri içinde büyümesini sürdürebilen ilk ülke olmuştur. Nitekim Stiglitz, 2009 teşvik paketinin toplam talepteki eksikliği telafi etmeye çalıştığını, fakat bu amacı karşılamaya yönelik yeterli boyutta olmadığını belirtmiştir. Obama yönetiminin teşvik paketinin büyük bir değişim yaratmadığını, daha büyük ve daha iyi tasarlanmış olabileceğini vurgulamıştır. Ona göre, teşvik hem çok küçüktür hem de büyük bölümü vergi iadelerine ayrılmıştır.

Aradan geçen zamanda bu anlaşmazlıkların çözümü için yeterli olmamıştır. Doğrusu, bazı tahminlerin yanlış olduğu da kanıtlanmıştır. Bir taraftan, Obama'nın yasanın ekonomiyi hızlı bir şekilde yükselişe geçireceği görüşü gerçekleşmemiştir. Zira durgunluğun resmi olarak Haziran 2009 yılında sona erdiği belirtilmesine rağmen, işsizlik 2011 ve 2012 yılı boyunca yüksek seviyesini sürdürmüştür. Diğer taraftan, teşvik karışıklarının faiz oranlarının yükseleceği yönündeki tahminleri hayata geçmemiştir; ABD borçlanma maliyetlerinin tarihsel standartlara göre düşük seviyede kaldığı görülmüştür. Fakat teşvik paketinin net etkisi tartışmalı kalmıştır. Muhafızlar ekonomiye yardım etmekte

başarısız olduğunu; buna karşılık savunucular ise onsuz durumun çok daha kötü olacağını iddia etmişlerdir (Krugman ve Wells, 2015: 819).

2009 teşvik paketi maliye politikasının klasik bir örneğidir: toplam talep eğrisini kaydırarak ekonomiyi istikrara kavuşturmak için vergilerin, devlet transfer harcamalarının ve devletin mal ve hizmet alımlarının kullanılmasını kapsamaktadır. Politika yapıcılar konut piyasası çöküşü ve ardından gelen finansal krizin sonucunda hızlıca durgunluğa girmesinden korktukları ekonomi için derhal bir şeyler yapılması gerektiği konusunda uzlaşmışlardır. 2009 teşvik paketi ihtiyari maliye politikasına (toplam talebi yönetmek için devlet harcama veya vergilerinin kasti ve planlı kullanılması) bir örnek teşkil etmektedir. Bilindiği üzere, ihtiyari maliye politikası kurallar yerine politika yapıcıların kasıtlı eylemlerinin doğrudan sonucu olan maliye politikasıdır. Bu yasa ABD hükümetinin ekonomik durgunlukla vergi indirimleri ve/veya harcama artışları ile savaşının 1930'lara kadar giden birçok örneğinin en sonuncusudur. Diğer birçok ülke de kendi ekonomilerini ihtiyari maliye politikası ile yönetmeyi denemiştir. Örneğin 1990'larda Japonya sorunlu ekonomisinin destekleme gayreti içerisinde çok büyük ölçekte mali teşvik uygulamaya başlamış ve yaklaşık 1.4 trilyon dolar harcama yapmıştır.

Bilindiği üzere, toplam talebi artıran maliye politikasına genişlemeci maliye politikası denmekte ve genelde üç şekilden birini almaktadır: (i) devletin mal ve hizmet alımlarında bir artış, (ii) vergilerdeki bir azalma ve (iii) transfer ödemelerinde bir artış. 2009 Kurtarma Yasası'nın uygulanma şekli ise biraz daha karmaşıktır. Bu yasa, federal harcamalarda doğrudan bir artışı, eyalet hükümetlerine harcamalarını sürdürebilmeleri için yardım yapılmasını, pek çok aile için vergi indirimlerini ve işsizlere yardımda bulunulmasını içermektedir.

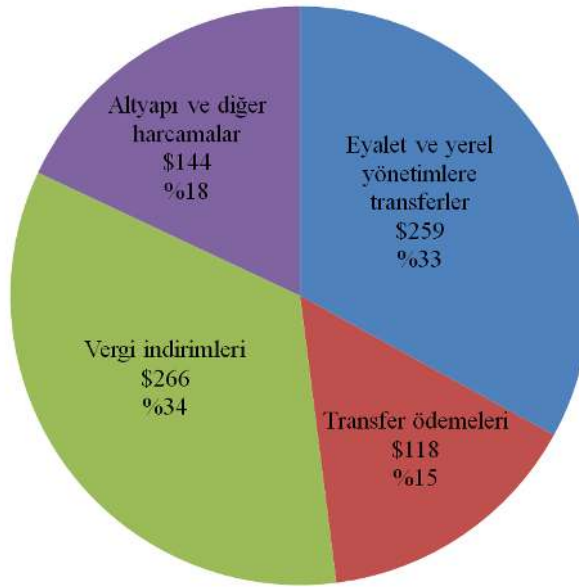
Şekil 14'de vergi kesintileri, transfer ödemeleri ve hükümet harcamalarının dolar değerlerinin toplamından oluşan bir ölçüm yoluyla Kurtarma Yasası'nın bütçe etkisi bileşimi gösterilmektedir. Burada dikkat edilirse, dilimler üç değil dört kategoriye ayrılmıştır:

- *Altyapı ve diğer harcamalar*: Yollar, köprüler, okullar için yapılan harcamaları ve aynı zamanda araştırma ve geliştirme gibi geleneksel olmayan altyapı harcamalarını içermektedir. Bunların hepsi devletin mal ve

hizmet alımları kapsamına girmektedir. Kurtarma Yasası'nın belki de en şaşırtıcı yönü; mal ve hizmetlere ne kadar az doğrudan Federal harcama yapılmış olmasıdır.

- *Vergi indirimleri*: Bilindik formdaki uygulamalardır.
- *Transfer ödemeleri*: Çoğunlukla işsizler için artırılmış olanaklar şeklindedir.
- *Eyalet ve yerel yönetimlere transferler*: Fonların kabaca üçte birini oluşturmaktadır. Durgunluğun önemli bir etkisi, eyalet ve yerel hükümet (belediye) düzeyinde devlet gelirlerinde keskin bir düşüşün yaşanmasıdır. Bu da harcamaların kısılmasına neden olmuştur. Eyalet ve yerel yönetimlere transfer şeklinde yapılan Federal yardımlar, bu harcama kesintilerini azaltmak için tasarlanmıştır.

**Şekil 14: 2009 Amerikan Kurtarma ve Yeniden Yatırım Yasası (ARRA)**  
**Harcama Kategorileri (Milyar dolar)**



**Kaynak:** Krugman ve Wells, 2015: 826

2009 yılından sonra çeşitli Avrupa ülkeleri kendilerini borç kriziyle karşı karşıya bulmuşlar, bu yüzden Avrupa'nın geri kalanından yardım talep etmek zorunda kalmışlardır. Bu yardımın bir koşulu harcamalarda keskin düşüşleri ve vergi artışlarını içeren *kemer sıkma (austerity) politikaları* olmuştur. Özellikle şiddetli harcama kesintileri

uygulamaya zorlanan Yunanistan ekonomisinin çıktıda büyük bir düşüş yaşadığı göze çarpmaktadır.

#### **2.1.5.2. Maliye Politikasının Etkinliğine İlişkin Tartışmalar**

Büyük Durgunluk sonrası makro iktisatçılar arasında kilit politika soruları üzerine kalıcı bir uzlaşma döneminin yaşandığı görülmektedir. *Büyük İlmllilik uzlaşısı* (Great Moderation consensus) kapsamında ekonomiyi istikrara kavuşturma işinin en iyi şekilde FED ve diğer merkez bankalarının faiz oranlarını artırıp azaltması yoluyla sağlanabileceği yönünde yaygın bir görüş birliği söz konudur.

1985 yılından 2007 yılına kadar olan dönem Büyük İlmllilik uzlaşısını oluşturmaktadır. İstikrarı tesis etmenin temel aracının para politikası olduğuna inanılmaktadır. Maliye politikasının likidite tuzağı gibi istisnai durumlar dışında kullanımına ise şüphe ile bakılmaktadır. Fakat Büyük İlmllilik uzlaşısı 2007-09 küresel krizi sonrası yaşanan olayların ardından ciddi ölçüde sarsılmıştır. Likidite tuzağının tam ortasında para politikası etkinliğini kaybetmiş ve maliye politikası yeniden gündeme taşınmıştır. Ekonomi likidite tuzağında olduğunda FED'in kontrol ettiği faiz oranları zaten sifıra çok yakın ve daha aşağı inmesi söz konusu değilse, bu durumda yapılması gereken nedir? Pek çok ekonomist yaşanan derin durgunluk karşısında maliye politikasının kullanılmasını savunmuştur. Bazı ekonomistler ihtiyari maliye politikasının (discretionary fiscal policy) kullanımını ve/veya ZLB sorununa rağmen sonuç elde edebilmek için geleneksel olmayan para politikalarını önermişlerdir. Diğerleri ise şiddetle bu önerilere karşı çıkarak, bu önlemlerin ya etkisiz olacağını ya da istenmeyen yan etkilere yol açabileceklerini savunmuşlardır (Krugman ve Wells, 2015: 990-993).

##### **2.1.5.2.1. Teşvik-Kemer Sıkma Tartışması**

Son yıllarda Euro bölgesinde mali kemer sıkma politikalarının ardından gerçekleşen kamu borç krizi işsizliğin hızla artmasına yol açmıştır. Küresel kriz sonrası meydana gelen ekonomik zararın büyük ve uzun süreli olduğu görülmüştür. Kriz sonrası ekonomik sıkıntıların devam etmesi, küresel durgunluk ve onu takip eden zayıf toparlanma

dönemi; ekonomistler ve politika yapıcılar arasında uygun politika tepkileri hakkında sert tartışmalara neden olmuştur. Bu kapsamda ekonomist ve politika yapıcıları ikiye ayrılmıştır (Krugman ve Wells, 2015: 965-991):

1. Bir tarafta daha fazla *mali teşvik* (fiscal stimulus) yapılmasını, yani *genişlemeci mali önlemleri* (expansionary fiscal measures) savunanlar yer almaktadır. Harcamaları artırmak ve işsizliği azaltmak için daha fazla hükümet harcamaları ve muhtemel vergi kesintileri önerilmektedir. Mali teşvik savunucuları büyük ekonomilerin devam eden kötü performansına vurgu yaparak, yüksek işsizlik ve düşük enflasyon kombinasyonunun genişletici politika ihtiyacına işaret ettiğini belirtmektedir. Onlara göre, para politikası ZLB sorunu nedeniyle sınırlandığından ötürü, bu boşluğu doldurmak amacıyla genişlemeci maliye politikası uygulanmalıdır.
2. Diğer tarafta *mali kemer sıkma* (fiscal austerity) uygulanmasını, yani *daraltıcı mali önlemleri* (contractionary fiscal measures) savunanlar bulunmaktadır. Bütçe açıklarını azaltmak için harcamaların azaltılması ve muhtemel vergi artışları önerilmektedir. Kemer sıkma görüşünün destekleyicileri, Yunanistan'ın borç ödeme sorunlarına dikkat çekerek, tüm sorunların ana kaynağının kamu açıkları ve hükümetin yüksek borç düzeyi olduğunu ileri sürmektedirler. Onlara göre, küresel krizinden sonraki birkaç yıl içinde ABD gibi büyük bütçe açıkları vermeye devam eden ülkeler borçlarını ödeyebilme yeteneklerine ilişkin yatırımcı güvenini kaybetme riski taşımaktadır. Dahası kemer sıkma savunucuları hükümet harcamalarındaki kesintilerin aslında daraltıcı olmadığını, devlet iç borçlanma faiz oranlarını düşük seviyede tutarak yatırımcı güvenini artıracığını iddia etmektedir.

Tartışmanın her iki tarafının savunucuları son yaşanan deneyimlerin diğer tarafın iddialarını çürüttüğünü iddia etmektedir. 2009 yılında ABD de dâhil olmak üzere bir dizi hükümetin likidite tuzağı karşısında derin durgunluk yaşayan ekonomilerini desteklemek için geçici harcama tedbirleri ve vergi indirimlerinden oluşan genişleyici mali teşvik politikalarını kullandığı görülmektedir. Ancak başlangıçtan itibaren bu çabalar son derece şiddetli bir şekilde tartışılmıştır. ABD'de, maliye politikasının kullanımı işsizliği önemli ölçüde azaltmada başarısız olmuştur. Kemer sıkma savunucuları, 2009 yılında ABD ve



diğer büyük ekonomilerce benimsenen mali teşvik programlarına rağmen yüksek işsizliğin devam etmesini maliye politikasının işe yaramadığına dair bir delil olarak savunmuşlardır. Buna karşılık mali teşvik savunucuları ise teşvik paketinin boyutunun çok küçük olduğunu ileri sürmüşlerdir. Öte yandan, teşvik muhaliflerinin faiz oranlarının yükseleceği yönündeki tahminleri ise gerçekleşmemiştir, çünkü ABD borçlanma maliyetleri tarihsel standartlara göre düşük seviye kalmayı sürdürmüştür. Teşvik savunucuları bu programların boyutunun oldukça yetersiz olduğunu ifade etmiştir, hatta birçok ekonomist daha en başından bu konuda uyarılarda bulunmuştur. Ayrıca onlara göre, sorunlu Avrupalı borçluların aksine, kendi para birimlerinin tüm esnekliğine sahip olan Japonya, ABD ve İngiltere için bütçe açıklarının tehlikeleri konusundaki uyarılar abartılıdır. Bu ülkelerde borçlanma maliyetleri yükselmek yerini tarihi rekor düşük seviyelere inmiştir. 2014 yılı itibariyle, entellektüel tartışmada çoğunluk kemer sıkma savunucularının karşısında yer almaktadır (Krugman ve Wells, 2015: 965).

IMF (2012) tarafından yapılan bir çalışmada, genişlemeci para politikası alanı kalmadığı, yani faiz oranlarını daha fazla düşürmenin çok mümkün görünmediği bir ekonomide, kemer sıkma politikalarının çıktı ve istihdamı düşürdüğü uyarılarında bulunulmuştur. Para politikası sıkılaştırmasına ara verilerek, ılımlı bir şekilde gevşetilme yapılması önerilmiştir. Kendi para birimleriyle borçlanan ülkelerde yüksek bütçe açıklarına rağmen faiz oranları düşük kalmaktadır. ECB'nin nakit krizi korkularına son vermek adına harekete geçmesiyle birlikte, kamu borcunun yüksek düzeyde olduğu Euro bölgesi hükümetleri için bile, borçlanma maliyetlerinde keskin bir düşüş görülmüştür.

Blanchard ve Leigh (2013a, 2013b) tarafından yapılan çalışmada, zengin ülkelerin vergi zamları ve harcama kesintileri yoluyla açıklarını küçültme çabalarının, ekonomilerine çok daha büyük zarara neden olduğu ileri sürülmüştür. Söz konusu çalışmanın sonuçları Avrupa'da uygulanan istikrar politikalarını tartışmaya açmış ve büyük bir yankı uyandırmıştır. Elde edilen bulgular örneğin Yunanistan ve Portekiz gibi ağır kemer sıkma önlemleri üstlenen ülkelerin akranlarına göre çok daha kötü performans gösterdiklerine işaret etmektedir. Yazarlara göre, IMF'in kamu harcamalarında kesintiler ve vergi oranlarında artışlar içeren kemer sıkma politikasının etkileri daha hafif tahmin edilmiş olup gerçek etki ise çok daha derin ve büyüktür. Mali çarpanın IMF de dahil olmak üzere politika yapıcıların geçtiğimiz yıllardaki tahminlerinden (0.6) çok daha yüksek olduğu (0.9

veya 1.7 arasında) savunulmuştur. Eğer bu doğru ise, ABD ve Avrupa'daki ülkelerin büyümeyi artırmak için bütçe kesintileri üzerinde ısrar etmek yerine, teşvik paketleri uygulamaları gerektiği belirtilmiştir.

Ancak, bu noktada dikkat edilmesi gereken husus, IMF'nin tutumundaki bu paradigma değişikliğinin oldukça şaşırtıcı olduğudur. Çünkü 1990'lı yıllarda, IMF'nin borç sorunları yaşayan ülkelere kemer sıkmaya dayalı kamu maliyesi reçeteleri önerdiği bilinmektedir. Fakat bugün geline nokta IMF, Hollanda ve Fransa gibi Euro Bölgesi'ndeki ülkelere ılımlı gevşetme yapmaları çağırısında bulunmaktadır.

Stiglitz (2012: 219-220), küresel kriz sürecinde başvurul kurtarma programları hakkında genel bir değerlendirmede bulunmaktadır. Ona göre bir kurtarma planı finansal sistemi, vermesi gereken hizmetleri daha iyi yerine getirmesini sağlamak için yeniden yapılandırılmalıdır. Küresel krizde başvurul kurtarma planlarının ise bunu yerine getirmeyi başaramadığını söylemiştir. Para, yeni işletmeleri destekleyen ya da küçük-orta ölçekli işletmeleri büyüten mali yapılara yönelmemiştir. Kurtarma paketleri mali sermayenin yoğunlaşmasına sebebiyet vererek, TBTF sorununu derinleştirmiştir. Mevcut kurtarma paketi ve 80'lerdeki, 90'lardaki ve de 2000'li yılların başlarındaki kurtarma paketleri; finansal kurumlara riskli kredi verme konusunda tereddüt etmemeleri, her halükarda devletin zararı toparlayacağı yönünde güçlü sinyaller vermiştir. Bankalar üzerinde disiplin uygulanmalı, basiretli bankalar ödüllendirilmeli, sıra dışı riskler alanların başarısızlığa uğramasına izin verilmelidir. Oysaki en kötü risk yönetimi uygulayan bankalar devletten en büyük ödülü almışlardır. Yazar bu durumu, kazançların özelleştirilmesi; buna karşın kayıpların ise toplumsallaştırılması olarak tanımlamaktadır. Kurtarma paketlerinin adil olmadığı algı ve realitesinin - yani finansal hizmetler sektöründekilere karşı adil olmayacak şekilde cömert, vergi mükelleflerine karşı da adil olmayacak biçimde maliyetli oluşunun - krizlerle baş etmeyi zorlaştırdığı ifade edilmiştir.

## **2.2. Para Politikası Stratejisi: Küresel Finansal Krizden Çıkarılan Dersler**

Ağustos 2007 tarihine kadar, parasal ekonomi alanındaki teorik ve ampirik çalışmalarda gelişmeler, akademisyenler ve politika yapıcılarının artık iyi tanımlanmış bir

*‘para politikası bilimi’* (science of monetary policy) olduğunu iddia etmelerine yol açmıştır. Para politikası stratejisinin çoğu unsuru hakkında merkez bankaları arasında genel bir *görüş birliği* (consensus) söz konusuydu. Nitekim para politikası, sadece düşük enflasyon ile değil, aynı zamanda enflasyonun düşük değişkenliği ile de, OECD ülkelerinde son derece başarılı olarak algılanmaktaydı. Buna ek olarak, çıktı oynaklığı bu ülkelerde azalmıştı ve 1980’li yılların başından bu yana söz konusu dönem *‘Büyük İlmilik’* (Great Moderation) olarak adlandırılıyordu. Parasal ekonomistler ve merkez bankacıları kendileri hakkında oldukça iyi hissediyorlardı. Daha sonra, 2007 yılı Ağustos ayında başlayan, eski FED başkanı Alan Greenspan’ın Kongredeki tanıklığında tarif ettiği *‘yüzyılda bir meydana gelebilecek kredi tsunamisi’* tüm dünyayı etkisi altına aldı. 2007-09 finansal krizi sırasında yaşanan tsunami, sadece ekonomik aktiviteyi yerle bir etmekle kalmadı, aynı zamanda Büyük Buhran’dan bu yana dünya çapında yaşanan en ağır ekonomik daralmayı da meydana getirdi. Fakat aynı zamanda merkez bankacılarının ekonomiyi başarılı bir şekilde yönetme yeteneğine duyulan güveni de zedeledi (Mishkin, 2011b: 2).

2007-09 finansal krizi, para politikası stratejisinin temel çerçevesinin bazı detayları hakkında yeniden düşünmeyi gerektirmektedir. Küresel finansal kriz sırasında yaşanan olaylardan para politikası stratejisi adına çıkarılabilecek yedi temel ders söz konusudur. Bunlar aşağıda maddeler halinde verilmiştir (Hahm ve diğerleri, 2012: 7-12; Mishkin, 2011b: 21-30; Mishkin, 2014: 25-30):

1. Finansal sektörde yaşanan gelişmeler, geçmiş dönemler ile kıyaslandığında, iktisadi faaliyet üzerinde çok daha büyük bir etkiye sahiptir;
2. Makroekonomi oldukça doğrusal değildir;
3. Faiz oranlarında sıfır alt sınırı ciddi bir sorun olabilir;
4. Düşük faiz oranları aşırı risk alımını teşvik edebilir;
5. Finansal krizler genellikle mali krize yol açabilir;
6. Bir finansal kriz sonrasında temizliğin maliyeti çok yüksektir ve
7. Fiyat ve çıktı istikrarı, finansal istikrarı garanti etmez.

### 2.2.1. Finansal Sektörde Yaşanan Gelişmelerin Ekonomiye Etkisi

#### Düşünüldenden Daha Büyüktür

Krizden önce de *finansal sürtünmelerin* (financial frictions) konjonktür dalgalanmalarında önemli bir rol oynayabileceği ekonomistler, politika yapıcılar ve merkez bankaları tarafından kabul görmesine rağmen, 2007-09 küresel finans krizi finansal aksaklıkların iktisadi faaliyet üzerindeki olumsuz etkilerinin gelişmiş ekonomiler için başlangıçta tahmin edilenden çok daha kötü olabileceğini açıkça ortaya koymuştur.

Finansal kriz 2007 yılının Ağustos ayında başladığında, krize karşı uygulamaya konulan merkez bankası eylemleri başlangıçta çalışıyor gibi görünmüştür. Merkez bankalarındaki pek çok yetkilinin finansal piyasalarda yaşanan bozulmalardan endişe duymasına rağmen, en kötünün bittiği ve finans sisteminin düzelmeye başlayacağı umulmuştur. Eşik-altı ipotekli konut sektörü, tüm sermaye piyasasının sadece küçük bir parçası olduğu için, söz konusu sektördeki kayıpların önemli olmasına rağmen hala yönetilebilir olduğu düşünülmüştür. Hatta 2008 yazında, merkez bankalarının dikkatlerini yüksek enflasyona çevirdikleri görülmüştür. Örneğin, FED içinde enflasyonu azaltmak amacıyla genişlemeci para politikasının tersine çevrilmesi gerektiğine ilişkin tartışmalar yapılmıştır. Ancak daha sonra finansal sistemi ve ekonomiyi alaşağı eden bir dizi şok meydana gelmiştir: 15 Eylül 2008 tarihinde Lehman Brothers'ın iflasını, 16 Eylül'de AIG'nin çöküşü takip etmiş, aynı gün para piyasası fonuna (Reserve Primary Fund) hücum yaşanmış ve bu süreci ABD Hazinesinin Kongre tarafından birkaç hafta sonra onaylanacak olan Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programı (Troubled Asset Relief Program (TARP))' nı geçirme çabaları izlemiştir. Hükümet zararlı varlıkları satın alacak, likidite enjekte edecek ve aynı zamanda bankaların bilançolarını temizleyecektir. Finansal kriz artık küresel bir krize dönüşmüştür. ABD'de ekonomik aktivitede keskin bir düşüşe neden olmuştur. Reel GSYİH yıllık oranda 2008 yılının dördüncü çeyreğinde %-1.3, 2009 yılı birinci çeyreğinde %-5.4 ve aynı yılın ikinci çeyreğinde %-6.4 oranında azalmıştır. Nitekim dünyanın geri kalanında da benzer bir tablo söz konusudur. Reel GSYİH 2008 yılının dördüncü çeyreğinde %-6.4 oranında ve 2009 yılının ilk çeyreğinde %-7.3 oranında düşmüştür. İşsizlik oranı ABD ve diğer birçok gelişmiş ekonomide %10'un üzerine fırlamış ve sonrasında dünya ekonomisi toparlanmaya başladığında bile, işsizlik oranı yüksek kalmayı sürdürmüştür. Finansal kriz sonucu dünya çapında meydana gelen durgunluğun, 1930'ların

Büyük Depresyon’undan beri yaşanan en ağır ekonomik daralma olduğu ortaya çıkmıştır (Stiglitz, 2012: 204; Hahm ve diğerleri, 2012: 8).

2007-09 küresel finans krizi; finansal sürtünmelerin, makroekonomik analizin merkezinde yer alması gerektiğini göstermiş ve kriz öncesinde merkez bankalarının tahminleme ve politika analizi için kullanmakta olduğu makro ekonometrik modellerde<sup>19</sup> göz ardı edilemeyeceği ortaya çıkmıştır. Bunun bir sonucu olarak, finans ve makroekonomi arasındaki etkileşime olan ilgide bir artış yaşanmıştır. Artık hem akademi dünyasındaki hem de merkez bankalarındaki ekonomistler, finansal sürtünmeleri genel denge modellerinin içine inşa etmek için aktif bir şekilde çalışmaktadır. Finansal sürtünmelerin para politikası bilimi tarafından sağlanan reçetelerde nasıl bir değişiklik yapacağına ilişkin henüz başlangıç aşamasında olan yeni bir literatür söz konusudur. Gertler ve Karadi (2011) ile Curdia ve Woodford (2009) tarafından yapılan çalışmalar bu alandaki literatüre ilişkin örnek teşkil etmektedir (Mishkin, 2011b: 22).

Sonuç olarak, krizle birlikte finansal sistemde yaşanan gelişmelerin ekonomik faaliyete olan etkisinin düşünülenenden daha fazla olduğu anlaşılmıştır. Bu nedenle, söz konusu gelişmelerin makroekonomik analizlerin merkezinde yer alması gerektiği görüşü önem kazanmıştır.

### 2.2.2. Makro Ekonomi Oldukça Doğrusal Değildir

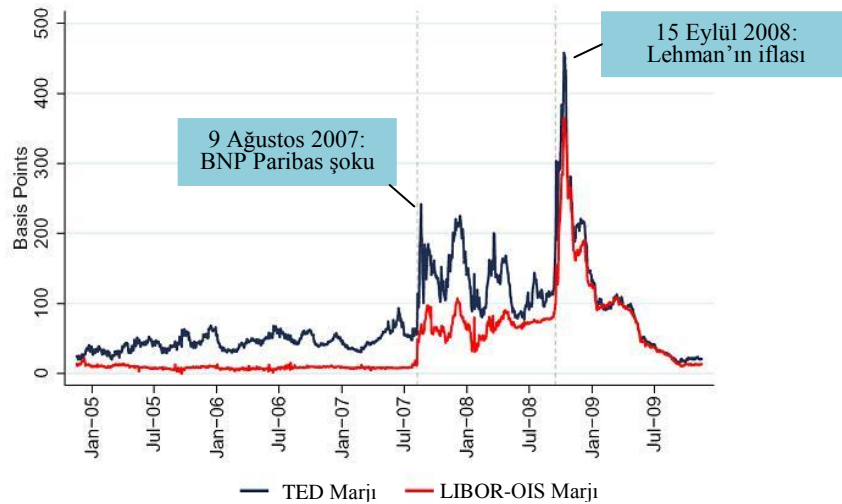
Ekonomik bunalımlar genellikle varlık değerleri hakkında daha büyük belirsizliğe neden olduğu için, bu tür olaylar olumsuz bir geri besleme döngüsü (adverse feedback

---

<sup>19</sup> Dinamik Stokastik Genel Denge (Dynamic Stochastic General Equilibrium (DSGE)) modelleri veya FRB/US (Federal Rezerv Kurulu (Federal Reserve Board) personelinin makroekonomik konuların tahmin ve analizi için başvurdukları model) gibi daha geleneksel makro ekonometrik modeller, *finansal sürtünmeler ve aksaklıkların* iktisadi faaliyet üzerindeki etkisine izin vermemektedir. Her ne kadar merkez bankacıları finansal sürtünmelerin iktisadi faaliyet üzerinde önemli bir etkiye sahip olabileceğinin farkında olsalar da, kriz öncesinde finansal sürtünmeler; ne merkez bankalarının kullandığı makro ekonometrik modellerin önemli bir özelliği, ne de optimal para politikası teorisinin önemli bir unsuru değildi. Ayrıca kullanılan modeller başka bir ek özellik daha içeriyordu: *temsili ajan çerçevesi* (representative-agent framework). Buna göre tüm ajanlar benzerdir ve böylece finansal sürtünmeler mevcut değildir. Asimetrik bilgi göz ardı edildiğinde, finansal sektör ekonomik dalgalanmalarda özel bir role sahip değildir. Bu kapsamda, finansal sektördeki gelişmelerin iktisadi faaliyet üzerinde büyük bir etkiye sahip olabileceğine ilişkin küresel krizden çıkarılan bir ders; kriz öncesi optimal para politikası teorisinin önemli bir unsuru olan temsili ajan çerçevesini zayıflatmaktadır. Finansal kriz sebebiyle ortaya çıkan *doğrusal kuadratik* ve *temsili ajan* çerçeveleri konusundaki şüphelerin, aynı zamanda para politikası stratejisi için önemli etkileri söz konusudur (Mishkin, 2011b: 12-13).

loop) içermektedir. Şöyle ki, finansal aksaklıklar yatırım ve tüketim harcamalarında düşüşe neden olmakta, bu da ekonomik faaliyetin daralması ile sonuçlanmaktadır. Bu tür bir daralma daha sonra varlıkların değeri hakkındaki belirsizliği arttırmakta ve bunun bir sonucu olarak finansal bozulma kötüleşmektedir. Bu gelişmenin ekonomik aktivitenin ters bir döngü içerisinde daha fazla daralmasına neden olduğu görülmektedir. Bir durgunluk sırasında bilançoların kötüleşmesi ayrıca ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarını şiddetlendirmektedir. Çünkü bilgi asimetrisinin azalmasını sağlayabilecek önemli bir kanalı ortadan kaldırmaktadır. Bir borçlu teminat tarafından desteklenen bir kredide temerrütte düşerse, ters seçim probleminin etkisi daha az şiddetlidir, çünkü borç veren kaybını telafi etmek için teminatı kullanabilir. Buna ek olarak teminatı kaybetme tehdidi borçluyu, sonuçta temerrütte düşmesine yol açabilecek yönetilemez riskleri almaması yönünde teşvik etmekte ve böylece ahlaki tehlike problemini azaltmaktadır. Ancak bu mekanizmalar sadece teminat yeterli kalitede olduğu sürece çalışmaktadır. Makroekonomik sıkıntı dönemlerinde, teminatın değeri düşebilir, bu da ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarının yine merkezi bir hal almasına ve borç verenlerin daha az kredi vermeye istekli olmalarına yol açmaktadır. Yine, bu olayların olumsuz bir geri besleme döngüsü ile sonuçlanması söz konusudur (Mishkin, 2011b: 22-23).

**Grafik 18: Finansal Kriz Sırasında TED ve LIBOR-OIS Marjları**



**Kaynak:** Raddatz, 2010

Mishkin (2014: 26)'e göre, Lehman Brothers'ın iflası sonrası yaşanan olaylar, hem finansal sistem hem de makroekonominin nasıl doğrusal olamayabileceği (nonlinear) gerçeğine ışık tutmaktadır. Grafik 18'de gösterildiği üzere, Lehman'ın iflası sonrasında, finansal sistem donmuş, hem kredi marjları (örneğin Baa-Hazine tahvilleri faizleri veya çürük tahvillerin faizleri arasındaki fark) hem de likidite marjları (örneğin TED veya LIBOR-OIS marjı gibi) dramatik bir şekilde fırlamıştır. Daha sonrasında 2008 yılının dördüncü çeyreğinden 2009 yılının ilk yarısına kadar reel GSYİH'da ve dünya ticaretinde çöküşün yaşandığı ekonomik kriz süreci, makroekonominin bazen oldukça doğrusal olmadığı zamanlara işaret etmektedir.

Makroekonomideki doğrusal olmamanın rolü; bir finansal bozulma olduğunda kriz öncesi genel kullanımda olan optimal para politikası teorisinde önemli bir kusurun varlığını göstermektedir. Şöyle ki, optimal para politikası teorisi makroekonominin doğrusal dinamik denklemler tarafından açıklanabilir olduğu varsayımına dayanmaktadır. 2007-09 küresel finans krizi söz konusu varsayımın normal şartlar altında optimal para politikasının nasıl çalıştığına ilişkin makul bir yaklaşım sağlamasına rağmen, bu yaklaşımın ekonomide finansal aksaklıklar meydana geldiğinde para politikası hakkında düşünmek için yeterli olamayacağını göstermektedir. Optimal para politikası alanındaki kantitatif çalışmaların çoğunda, ekonomiyi vuran şokların zamanla değişmeyen Gauss dağılıma sahip olduğu varsayılmıştır. Ancak gerçekte, ekonomiyi vuran şokların dağılımı daha karmaşıktır. Bazı durumlarda, ekonominin karşı karşıya olduğu belirsizlik açıkça bir yöne veya başka bir yöne kayma gösterir; bu durum önemli finansal bozulmalar olduğunda muhtemeldir. Buna ek olarak son krizde de görüldüğü gibi, ekonomiyi vuran şoklar aşırı basıklık (kurtosis) sergileyebilir, yani kuyruk riski (tail risk) söz konusudur. Çünkü nispeten büyük negatif bozukluklarının gerçekleşme olasılığı, Gauss dağılımınca ima edilenden daha yüksektir (Mishkin, 2011b: 23-24).

Kısaca, makro ekonominin doğası gereği doğrusal olmadığına ilişkin küresel krizden çıkarılan bir ders; kriz öncesi optimal para politikası teorisinin önemli bir unsuru olan doğrusal-karesel çerçeveyi zayıflatmaktadır.

### 2.2.3. Faiz Oranlarında Sıfır Alt Sınırı Ciddi Bir Sorun Olabilir

Politika faiz oranının sıfırın altına inemeyeceğine ilişkin bir kısıt, önemli bir negatif şok ekonomiyi vurduğunda, geleneksel genişlemeci para politikasının etkisiz hale geleceği ve bu nedenle ekonomiyi canlandırmak için negatif politika faizine ihtiyaç duyulacağı anlamına gelmektedir. Daha önce de vurgulandığı üzere, bu durum *sıfır alt sınırı problemi* olarak bilinmektedir. Söz konusu durumda, merkez bankalarının geleneksel olmayan politika uygulamaları olarak bilinen diğer politika önlemlerine başvurması gerekmektedir. Bu politikaların kapsamı kısaca şu şekildedir: (i) beklentilerin yönetimi - politika faizinin uzun süre düşük kalacağına ilişkin bir taahhütte bulunularak uzun vadeli faiz oranlarının düşürülmesi-; (ii) menkul kıymetleri satın alarak risk ve vade primlerinin düşürülmesi ve bu sayede göreceli arzlarının değiştirilmesi; (iii) yerli üretim için dış talebi artıracak şekilde yerli para biriminin değerinin düşürmesini amaçlayan döviz kuru müdahaleleri (Mishkin, 2014: 29).

Mishkin (2014: 29-30)'in ifadesiyle, faiz oranlarında sıfır alt sınırı sorunu aslında düşünüldüğünden daha problemlidir. Bu sorun, FED'i sadece kriz sırasında değil, aynı zamanda 2003-2006 döneminde de, geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanmaya zorlamıştır. Her ne kadar geleneksel olmayan araçların ekonomiyi teşvik etmeye yardımcı olabileceği görülmüş olsa da, bunların kullanımı geleneksel araçlara göre daha karmaşıktır ve ekonomi üzerindeki etkileri de daha belirsizdir. Dolayısıyla bu araçları etkili bir şekilde kullanmak zor olabilir. Kriz öncesinde de merkez bankacıları, nominal faiz oranında sıfır alt sınırının olduğunun zaten farkındaydılar. Daraltıcı bir şok nedeniyle faiz oranları sıfıra doğru düşüşe geçtiğinde, geleneksel olmayan para politikası araçlarının kullanımının gerekli olabileceğini kabul etmişlerdir. Krizden alınacak önemli bir ders; ZLB sorununun merkez bankacılarının beklediğinden çok daha ciddi olmasıdır. Kriz öncesinde araştırmacıların bakış açısı, enflasyon hedefi % 2 civarında olduğu sürece, politika faiz oranında sıfır alt sınırının nadiren ve kısa ömürlü olması nedeniyle, çok ciddi bir sorun teşkil etmeyeceği yönündedir.

2003-2004 yıllarında ve 2008 yılından başlayarak FED geleneksel olmayan para politikasına başvurmak zorunda kalmıştır ve önemli bir süre için faiz oranlarını düşük tutmak için bir taahhütte bulunmuştur. Bu durum ZLB sorununun önceki araştırma



önerilerinin aksine çok daha yaygın olduğunun ve kısa süreli olmadığına bir göstergesidir. Bu araştırmaların bir eksikliği doğrusal modellerle yapılmış olmalarıdır. Yukarıda da belirttiği gibi, artık makroekonominin oldukça doğrusal olmadığı anlaşılmıştır. ZLB sorununun sanıldığından daha ciddi olduğunun artık daha açık oluşunun ikinci nedeni ise; ekonomiye gelen daraltıcı şokların önceden tahmin edilenden çok daha büyük olabileceğidir. Yine bu çıkarım doğrusal olmama ve büyük kuyruk risklerinin varlığından kaynaklanmaktadır. Yeterince büyük daraltıcı şoklar ZLB kısıtlamasının maliyetinin büyüklüğünü artırabilmektedir. Büyük daraltıcı şoklar geleneksel para politikasının şoklara karşı koyma yeteneğini etkisizleştirmekte ve kredi piyasalarına büyük müdahaleleri ve merkez bankası bilançolarında genişlemeyi gerektirmektedir. Bu muazzam müdahalelerin merkez bankaları için çok yüksek bir maliyetinin olabileceği açıktır (Mishkin, 2011b: 26-27; 2014).

2007-09 küresel finans krizinin ardından, dünyanın en önemli merkez bankaları olan FED ve ECB, kendilerini Japonya bankalarının 1990’lardan bu yana karşı karşıya kaldığı sorunlara çok benzer bir durumda bulmuşlardır. Politika faiz oranlarının sıfıra yakın ve enflasyonun devamlı hedefin altında olmasına rağmen, ekonomiler depresyonda olmayı sürdürmüştür. 2014 itibarıyla, ne ABD ne de Euro bölgesinin gerçek bir deflasyon deneyimi yaşamamasına rağmen, Avrupa tehlikeli biçimde alarm vermeye başlamıştır. IMF yetkilileri, enflasyonun devamlı hedefin altında olmasına, yani sıfırla yüzde 1 arasında seyreden aşırı düşük enflasyon (lowflation) sorununa dikkat çekmişlerdir. Böyle bir sürecin, Japonya örneğinden hatırlanacağı üzere, deflasyona dönüşme riski taşıdığı hatırlatılmıştır. Nihayetinde, ECB’nin sıfır faiz politikasından *negatif faiz oranı politikasına* (negative interest rate policy (NIRP)) geçtiği görülmüştür. Cansız iç talep ve düşük enflasyon sorunları karşısında ekonomik durgunluktan çıkmak için İsviçre, Danimarka, İsveç ve Japonya gibi merkez bankalarının da NIRP’e başvurdukları görülmüştür. NIRP, merkez bankasına mevduat yatırmak isteyen bankaların merkez bankasına faiz ödemeleri anlamına gelmektedir. Bu uygulama ile merkez bankası, bankalardan aldığı mevduata eksi faiz vererek, bankaları reel sektöre kredi vermeye teşvik etmektedir.

Özetle, kriz sonrası ZLB sorununun aslında düşünüldüğünden daha problemlili ve yaygın olduğu ve aynı zamanda kısa süreli olmadığı ortaya çıkmıştır.

#### 2.2.4. Düşük Faiz Oranları Aşırı Risk Alımını Teşvik Edebilir

FED'in 2002 ile 2005 arası düşük faiz politikasının aşırı risk alımına neden olduğu gerçeği; *aşırı gevşek bir para politikasının* finansal istikrarsızlığı teşvik edebileceği anlamına gelmektedir. Taylor (2007), toplulaştırılmış verileri kullanarak, aşırı düşük politika faizlerinin konut balonuna yol açtığını iddia etmiştir. Buna karşılık, Bernanke (2010), Bean ve diğerleri (2010), Turner (2010) ile Posen (2009) ise bu görüşe karşı çıkarak aksini savunmuşlardır. Federal Rezerv'in, konut balonunun sorumlusu olup olmadığı konusu açık olmamasına rağmen, hem teorik hem de ampirik mikro araştırmalar para politikasının kredi balonlarının oluşumda rol oynadığı görüşünü desteklemektedir. Borio ve Zhu (2008) bu mekanizmayı '*para politikasının risk alma kanalı*' (risk-taking channel of monetary policy) olarak adlandırmaktadır<sup>20</sup> (Mishkin, 2011c: 64).

Literatürde düşük faiz oranlarının neden aşırı risk almayı teşvik edebileceğine ilişkin iki temel gerekçe sunulmaktadır: İlk olarak, Rajan (2006)'ın işaret ettiği üzere, düşük faiz oranları finansal kurumlardaki varlık yöneticilerinin getiri aramasını teşvik etmekte ve dolayısıyla risk alımını artırmaktadır. Böyle bir ortamda yalnızca yüksek getirili ve riskli yatırımlara talep söz konusudur. İkincisi, gelir ve değerlendirme etkilerinin varlığıdır. Adrian ve Shin (2009, 2010a) ile Adrian ve diğerleri (2010) tarafından gösterildiği üzere, düşük faiz oranları net faiz marjlarını ve finansal firmaların değerini artırmaktadır. Bu da söz konusu kurumların kaldıraç oranlarını yükseltmelerini ve daha fazla risk almalarını sağlamaktadır. Buna ek olarak, düşük faiz oranları teminatın değerini artırarak daha fazla borçlanmaya imkân vermektedir. Bu mekanizma Bernanke ve Gertler (1999) ile Bernanke ve diğerlerinin (1999) finansal hızlandırıcı (financial accelerator) mekanizması ile yakından ilgilidir (Mishkin, 2014: 28).

Para politikası diğer iki yolla da risk almayı teşvik edebilir: Birincisi, ekonomiyi istikrara kavuşturmaya yardımcı olan daha öngörülebilir bir para politikası belirsizliği azaltmakta ve varlık yöneticilerinin riski olduğundan düşük değerlendirmelerine katkıda bulunmaktadır. İkincisi, finansal bozulma sonrasında para politikasının faiz oranlarının düşürülerek kullanılması -Greenspan put-, ahlaki tehlikeye yol açabilmektedir. Çünkü

<sup>20</sup> Burada dikkat çekilmesi gereken nokta, para politikasının risk alma kanalı üzerine yapılan çalışmalardan elde edilen bulguların; faiz oranlarının yükseltilmesinin kredi büyümesi ve aşırı risk alımını dizginlemeye yardımcı olabileceğine işaret etmesidir.

finansal kurumlar para politikasının onları kötü yatırımlarından kurtarmak için kullanılacağı beklentisi içinde daha riskli yatırımlara girmektedirler. Greenspan put aynı zamanda sistemik riski de artırabilmektedir. Çünkü sadece birçok finansal firmanın aynı anda sorun yaşaması durumunda uygulanmakta ve bu yüzden ilgili kurumların benzer yatırım stratejileri sürdürmelerini teşvik ederek aralarındaki bağlantıları artırmaktadır (Mishkin, 2011c: 64-65).

Mikro-ampirik analiz, para politikasının risk alma kanalı teorisine ilişkin önemli miktarda destek sağlamaktadır. Jimenez ve diğerleri (2014), İspanya kredi verilerini kullanarak, para politikasının riskli kredi alımı üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Çalışmanın sonuçları, daha düşük bir gecelik faiz oranının bankaların riskli firmalara daha az teminat koşulu ile daha fazla kredi başvurusu imkânı tanıdığını göstermektedir. Fakat uzun vadeli faiz oranları ve diğer ilgili makroekonomik değişkenlerin böyle bir etkiye sahip olmadığı tespit edilmiştir. Elde edilen bulgular, düşük nominal faiz oranlarının kısa vadede temerrüt olasılığını azaltmasına rağmen, orta vadede riskli kredi vermeye ve daha fazla temerrüde yol açtığını göstermektedir.

Ioannidou ve diğerleri (2015)'nin çalışmasında, Bolivia örneğinde, düşük politika faizinin kötü kredi geçmişine sahip olan borçlulara riskli kredilerin verilmesinde artışa sebep olduğu, bunun da yüksek temerrüt oranlarına ve düşük faiz marjına yol açtığı saptanmıştır. Söz konusu etkilerin çok sayıda bankadan borçlanan küçük firmalar için daha güçlü olduğu saptanmıştır. Aşırı risk alımını tanımlamak için, yeni verilen riskli kredilerin teminat kapsamı, beklenen getirileri ve risk primleri değerlendirilerek, söz konusu varlıklara ilişkin getiri ve primlerin aslında beklenenden daha düşük olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

Delis ve Kouretas (2011), Euro bölgesi bankalarının 2001-2008 dönemi yıllık verilerini kullanarak, düşük faiz oranlarının bankaların risk alımını önemli ölçüde arttırdığına ilişkin güçlü ampirik kanıtlar sunmuşlardır. Bu sonucun sağlamlığı da, faiz oranları ve/veya banka risk dinamiklerinin potansiyel içsellik sorunu hesaba katılarak ortaya koyulmuştur. Bu etkinin, özellikle büyük euro bölgesi ülkelerinin bankaları arasında risk varlıkları nispeten düşük seviyede olan Fransız kurumları için daha az belirgin olduğu saptanmıştır. Son olarak, bireysel banka özellikleri nedeniyle, faiz oranlarının banka risk

alımını üzerindeki dağılımsal etkileri, riskli varlıklara ilişkin faiz oranlarının etkisinin yüksek öz sermayeye sahip bankalar için azaldığı, buna karşılık yüksek bilanço dışı kalemleri olan bankalar için ise yükseldiği anlamına gelmektedir. Çalışmada ayrıca 2000'lerin başlarındaki düşük faiz ortamının getiri arayışındaki bankaların artan risk iştahını tetikleyen bir unsur olduğu ifade edilmiştir. Faiz oranlarının düzeyi ve banka kredi riski arasında negatif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Adrian ve Shin (2010a), para politikasının risk alma kanalına ilişkin kanıt sunmaktadır. Çalışmada, parasal ekonomide finansal aracılardan rolü yeniden gözden geçirilerek, finansal aracılık sektörünün riskin fiyatlanmasındaki dalgalanmalar yoluyla finansal döngüleri harekete geçirdiği hipotezi araştırılmıştır. Bu çerçevede, bilanço büyüklüğünün; risk iştahının ve dolayısıyla para politikasının risk alma kanalının önemli bir göstergesi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Kısa vadeli faiz oranlarının finansal aracılardan bilanço büyüklüğünü etkileyen önemli bir faktör olduğu ortaya konmuştur. Çalışmadan elde edilen bulgular, para politikasının yürütülmesinde bilanço büyüklüklerinin izlenmesinin önemine dikkat çekmektedir.

## **2.2.5. Finansal Krizler Genellikle Mali Krize Yol Açabilir**

Reinhart ve Rogoff (2009), finansal krizleri takip eden on yıl boyunca ekonomik büyümenin önemli ölçüde düşük olduğunu ve işsizlik oranlarının da çok yüksek seviyesini sürdürdüğünü ortaya koymuştur. Ek olarak, finansal krizler sonrası *hükümetin borç yükü* (government indebtedness) hemen her zaman büyük oranda artmakta ve bu da ülkenin temerrüde düşmesine yol açabilmektedir. Mevcut krizin ardından tam olarak bu durum yaşanmış ve özellikle Avrupa'da önemli bir sorun olmuştur. Finansal kurumların devasa kurtarma ve mali teşvik paketleri ile dünya çapında vergi gelirlerini azaltan keskin ekonomik daralmalar birçok ülkenin mali durumunu olumsuz etkilemiştir. ABD gibi gelişmiş ülkelerde, GSYİH'nın %10'u üzerinde gerçekleşen bütçe açıkları yaygınlaşmıştır. Dahası borçluluktaki artış hükümetin temerrütte düşmesine yol açabilmektedir. Bu durum özellikle bankacılık sisteminin kurtarılması maliyetinden ötürü İrlanda hükümetinin karşı karşıya olduğu sorunlar ve Yunanistan borç krizinin ardından Avrupa'da ciddi bir endişe haline gelmiştir. Mali dengelerin sürdürülebilirliğini sağlamak için gerekli olan mali

kesintiler, sadece daraltıcı olmakla kalmamakta, fakat aynı zamanda toplumsal stresi de artırmaktadır. Hatta krizin getirdiği mali sorunların bazı ülkelerin Euro'dan çıkmasına sebep olabileceği düşünülmektedir (Hahm ve diğerleri, 2012: 9-10). Örneğin Yunanistan'ın iflas etmesi durumunda 'Grexit' olarak da adlandırılan ülkenin Euro bölgesinden çıkması ve Euro'yu terk etmesi en çok konuşulan senaryolar arasında yer almıştır.

ABD örneğinde olduğu gibi, İrlanda hükümeti de devreye girerek bankaların tüm borçlarının geri ödemesini garanti etmiştir. Bu durum yeni bir sorun yaratmıştır. Çünkü büyük banka kayıpları, İrlanda vergi mükelleflerinin üzerine ek mali yükler getirmiş ve hükümetinin borç ödeme yeteneğiyle ilgili endişeleri artırmıştır. Kriz vurana kadar, İrlanda hükümetinin mali durumu, görece düşük kamu borcu ve bütçe fazlası ile oldukça iyi görünmekteydi. Ancak yaşanan bankacılık krizi, İrlanda hükümetinin borç ödeme yeteneği konusunda ciddi kaygılara yol açmış ve hükümetin bankaların tüm borçlarını geri ödemeyi garanti etmesi, yükümlülüklerini karşılamak için yeterli kaynağa sahip olup olmadığı tartışmalarına neden olmuştur. Pek çok bankacılık krizlerinde olduğu gibi, İrlanda da ciddi bir durgunluk yaşanmış ve işsizlik oranı 2012 başlarında %15 düzeylerine kadar yükselmiştir. Üstelik İrlanda'nın sorunları, özellikle İspanya, Portekiz ve Yunanistan gibi çeşitli Avrupa ülkelerini etkileyen daha geniş bir krizin önemli bir parçasını teşkil etmektedir.

Özetle hükümetlerin son borç mercii olarak davranarak krize karşı uyguladıkları devasa kurtarma paketleri ve teşvik amaçlı harcama programları; ülkelerin mali pozisyonlarını tehlikeye atarak borçlarında temerrüde düşebileceklerine ilişkin korkulara açmaktadır. Bu durum mali bir krizin yaşanması riskini taşımaktadır.

## **2.2.6. Finansal Kriz Sonrası Temizleme Maliyeti Çok Yüksek**

Bir finansal kriz sonrasında ortaya çıkan sorunları temizleme maliyetinin düşünülenenden daha fazla olduğu ortaya çıkmıştır. Finansal krizler derin resesyonlar tarafından takip edilmekte, ancak finansal krizlerden toparlanmaların ise oldukça yavaş olduğu gözlenmektedir.

Dünya çapında bir durgunluk sonucu toplam çıktıda yaşanan büyük bir kaybın yanı sıra, küresel finansal krizin üç ek maliyetinin daha olması muhtemeldir: (i) finansal krizler genellikle çok yavaş büyüme tarafından takip edilmektedir, (ii) hükümetlerin bütçe pozisyonu keskin bir şekilde bozulmaktadır ve (iii) merkez bankalarının geleneksel olmayan para politikasından çıkış stratejisi hem karmaşıktır hem de merkez bankasının gelecekte ekonomiyi başarıyla yönetmesini engelleyebilmektedir. Ekonomiler derin durgunlukla karşılaştıklarında, normal deneyim genellikle 'V' şeklinde (V-shaped) kazanımlar olarak adlandırılan hızlı toparlanmanın yaşanmasıdır. Bununla birlikte, Reinhart ve Reinhart (2010) krizden V-şeklinde çıkışın, finansal krizleri takip eden resesyonların karakteristiği olmadığını belirtmektedir. Çünkü ters kaldıraç süreci uzun zaman almakta ve ekonomi üzerinde güçlü dalgalanmalara yol açmaktadır (Hahm ve diğerleri, 2012: 9).

Normal bir durgunluk durumunda V-şeklinde bir toparlanma gerçekleşmekte ve GSYİH'nın eski zirve seviyesine hızla ulaşıldığı görülmektedir. Nitekim, ekonomi bir veya iki yıl içinde eski trend düzeyine geri dönmektedir. Reinhart ve Rogoff (2009), kişi başına düşen GSYİH değerlerini inceleyerek, iyileşme süresini kişi başına GSYİH'nın geri kazanımı ya da kriz öncesi zirve seviyesine geri dönmesi için geçen süre olarak tanımlamıştır. Bu kapsamda, İkinci Dünya Savaşı sonrası sistemik krizler için bu sürenin yaklaşık dört buçuk yıl sürdüğü; buna karşılık Büyük Buhran döneminde ise dünya çapında (ABD dahil) ortalama on yıl sürdüğü tespit edilmiştir. Ekonominin durumunu değerlendirmek için toparlanmanın, 'U' (yavaş ve zayıf trend altı büyüme), 'L' (uzun süren toparlanma) veya 'V' (hızlı ve güçlü toparlanma) şeklinde mi olduğunun incelenmesinde, seviye değerlerine odaklanılarak elde edilen sonuçların daha sağlam oldukları görülmüştür.

İlerleyen kısımlarda açıklandığı üzere, akıl dışı coşkunluk kaynaklı varlık balonlarının patlaması genellikle ekonomide ciddi hasara yol açmamaktadır, fakat kredi temelli balonların patlaması halinde farklı bir durum yaşanmaktadır. Söz konusu balonların patlaması durumunda, küresel kriz örneğinde olduğu gibi, ekonomik aktiviteyi harekete geçirmek için uygulanan geleneksel politikalar başarısız olmakta ve küresel büyüme uzun dönem ortalamasının oldukça altında seyretmektedir. Bu nedenle, kredi temelli balonların patlaması sonrasındaki temizliğin oldukça maliyetli oluşu; merkez bankalarının aşırı risk

alımını sınırlamaya yönelik bu tür balonlara karşı politikalar uygulaması için güçlü bir gerekçe sağlamaktadır.

### **2.2.7. Fiyat ve Çıktı İstikrarının Sağlanması Finansal İstikrarı Garanti Etmez**

Son yirmi-otuz yıldır tüm dünyadaki politikacılar, enflasyonun sosyal ve iktisadi maliyetlerinin artan oranda farkındalığı neticesinde, iktisat politikasının amaçlarından biri olan istikrarlı fiyat düzeyinin sürdürülmesiyle yakından ilgilenmişlerdir. Bu süreçte merkez bankaları tarafından düşük ve istikrarlı enflasyon olarak tanımlanan fiyat istikrarı, artan oranda para politikasının en önemli amacı haline gelmiştir. İstikrarsız fiyatların en yakın örneği olan Arjantin, Brezilya ve Rusya'nın yaşamış olduğu hiperenflasyon tecrübeleri, enflasyonun ekonominin işleyişine verdiği zarara ilişkin kanıt teşkil etmiştir.

2007-09 küresel finans krizinin öncesi ve sonrasında merkez bankalarının finansal istikrara yönelik yaklaşımlarında önemli bir değişimin olduğu göze çarpmaktadır. Yaşanan krizinin ekonomiler üzerindeki olumsuz sonuçları, merkez bankalarının finansal istikrarı sağlamada nasıl bir rol üstlenmeleri gerektiğine ilişkin yeni tartışmaları beraberinde getirmiştir.

Küresel krizden önce, akademisyenler ve merkez bankaları arasındaki ortak görüş; fiyat ve çıktı istikrarına ulaşmanın finansal istikrarı kendiliğinden sağlayacağı yönündedir. Bu görüşün Bernanke ve diğerleri (1999) ile Bernanke ve Gertler (2001) tarafından yapılan çalışmaların bulgularıyla da desteklendiği görülmektedir. Söz konusu çalışmalarda ulaşılan sonuçlara göre, enflasyon ve çıktıyı istikrara kavuşturan para politikası uygulamaları, aynı zamanda varlık fiyatlarını da stabilize ederek varlık fiyat balonları oluşumunu daha az olası hale getirmektedir. Bununla birlikte, Büyük İlimlilik dönemi olarak bilinen merkez bankalarının enflasyonda istikrar sağlamadaki ve konjonktürel dalgalanmaların oynaklığını azaltmadaki başarısı, ekonomiyi finansal istikrarsızlıktan korumaya yetmemiş aksine istikrarsızlığı adeta teşvik etmiştir. Şöyle ki, enflasyon ve çıktı dalgalanmalarının düşük oynaklığı; piyasa katılımcılarının ekonomik sistemde mevcut olan riskleri daha az değerlendirmelerine neden olmuş ve böylece aşırı risk olarak krizinin oluşumunda katkıda bulunmalarını sağlamıştır. Gambacorta (2009), ılımlı ekonomik ortamın, aşırı risk alımını

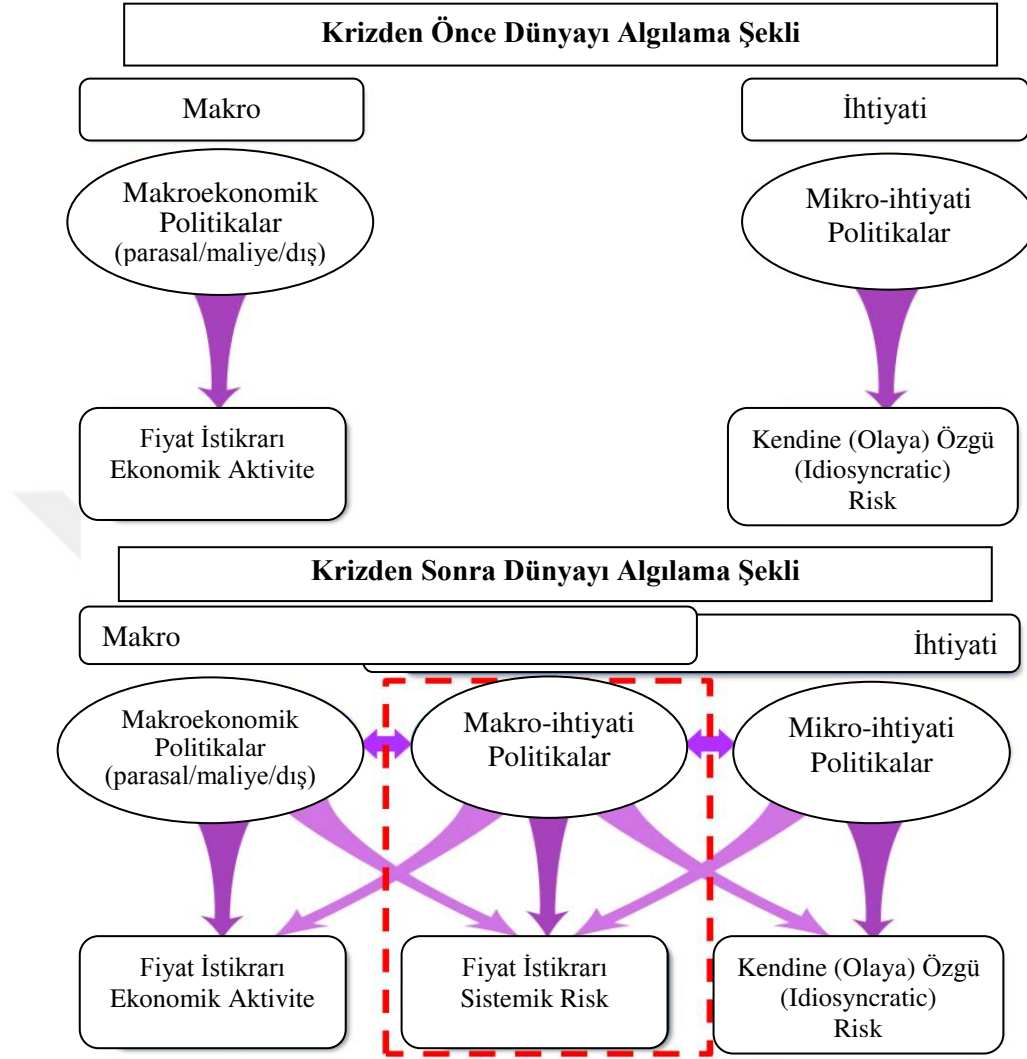
teşvik ederek finansal sistemi daha kırılgan hale getirdiğini belirtmiştir. Fiyat ve çıktı istikrarı kesinlikle yararlı olmasına rağmen, son kriz sadece bu hedefler üzerine odaklanan bir para politikasının iyi ekonomik sonuçlar üretmek için yeterli olamayabileceğini göstermiştir. Ayrıca fiyat istikrarının sağlanması, aşırı kredi büyümesi ve varlık fiyat balonları gibi finansal sektördeki risklerini birikmesine yol açmıştır (Blinder, 2010; Hahm ve diğerleri, 2012: 11-12).

Fiyat istikrarı uzun dönemde ekonominin sağlığı açısından çok önemli olduğu için birçok ülke fiyat istikrarının, merkez bankaları için uzun dönemli birincil amaç olması gerektiğine karar vermiştir. Nitekim küresel finansal kriz öncesinde dünya genelinde uygulanan para politikalarına bakıldığında, fiyat istikrarına odaklı bir stratejinin izlendiği göze çarpmaktadır. Bu kapsamda, finansal istikrar kavramının ya geri planda kaldığı ya da bazen tamamen göz ardı edildiği görülmektedir. Küresel krizle birlikte finansal sistemdeki riskler dikkate alınmadan uygulanan para politikalarının yetersiz olduğu ortaya çıkmıştır. Krizden önce yaygın inanış para politikasının fiyat istikrarına odaklanması gerektiği; buna karşılık düzenleme ve denetleme otoritelerinin ise finansal istikrarın sağlanmasından sorumlu olması gerektiği şeklindedir. Bununla birlikte yaşanan kriz; bireysel risklere odaklanarak her bir kurumun sağlamlığını gözetken mikro ihtiyati politikaların, finansal sistemin istikrarı için yeterli olmadığını ve makro bir bakış açısının gerekliliğini ortaya koymuştur. Küresel finansal krizin ardından öğrenilen başlıca derslerden biri; finansal istikrarının sağlanması ve sürdürülmesinin son derece önemli olduğudur. Bu nedenle, merkez bankacıları ve araştırmacılar fiyat istikrarı hedefini tehlikeye atmadan finansal istikrarı nasıl para politikası uygulamalarına dâhil edeceklerine ilişkin tartışmalara başlamıştır (Borio, 2011; Shirai, 2014).

Makro riskleri azaltıcı (makro ihtiyati) politikaların yeni bir kavram olmamasına rağmen, kriz sonrası dönemde daha çok vurgulandığı görülmektedir. Crockett (2000) finansal istikrarın mikro ve makro ihtiyati boyutlarını ayırmakta ve makro-ihtiyati politikaların amacının sistemik riskin sınırlandırılması, buna karşılık mikro-ihtiyati politikaların hedefinin ise bireysel kurumların kendine (olaya özgü) risklerinin (idiosyncratic risks) kısıtlanması olduğunu ifade etmektedir.



**Şekil 15: Finansal Kriz Öncesi ve Sonrasında Politika Değişimleri**



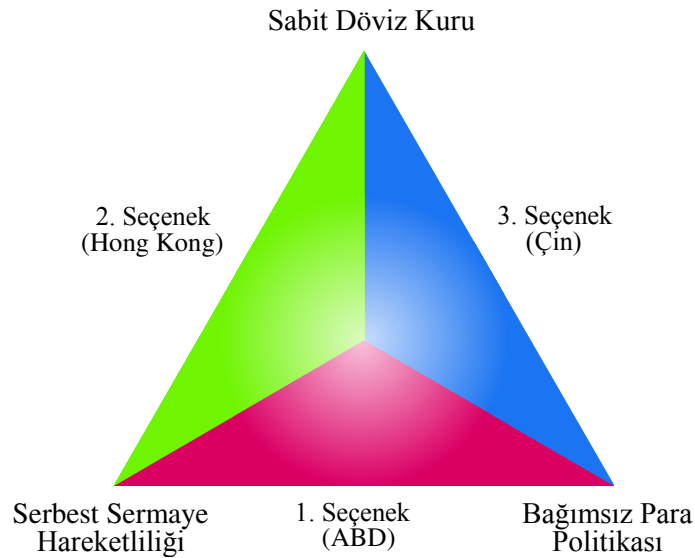
**Kaynak:** IMF, 2013: 6

IMF (2013) tarafından yapılan bir çalışmada kriz öncesi ve sonrasında politika yapıcılarının dünyayı algılama şeklinin önemli ölçüde değiştiğine dikkat çekilmektedir. Buna göre; kriz öncesi dönemde fiyat istikrarının tesisinde para politikası kullanılırken; buna karşılık finansal istikrarın sağlanması mikro-ihiyati politikalar aracılığıyla mümkün kılınmakta ve aralarında tam anlamıyla bir dikotomi söz konusudur. Nitekim Şekil 15’den görülebileceği üzere, krizden önce makro ve mikro politikalar arasında doğrudan bir kesişim kümesi bulunmamaktadır. Küresel kriz sonrası dönemde makro ihtiyati politikalara yapılan vurgunun artışı ile birlikte, söz konusu politikaların fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlamak için kullanılan diğer politikalar ile etkileşimi ve aralarındaki

koordinasyonun (eşgüdüm) da önemli hale geldiği gözlenmiştir. Dolayısıyla, her bir politika sadece kendi nihai hedefine odaklanmakla kalmalı, fakat aynı zamanda diğer politikaların hedeflerini de göz önünde bulundurmalıdır.

2007-09 küresel krizinden önce merkez bankalarının fiyat istikrarı hedefine sıkı sıkıya bağlı kalmasının, kendiliğinden finansal istikrarı sağlayacağı düşünülmekteydi. Fakat yaşanan krizle birlikte, merkez bankacıları arasında var olan bu güçlü inanış sarsıntıya uğramıştır. Düşük ve istikrarlı enflasyonun tek başına hem makroekonomik hem de finansal istikrarı garanti edemeyebileceği ortaya çıkmıştır. Politika aracı olarak sadece kısa vadeli faiz oranları kullanılarak fiyat istikrarını sürdürmenin ve aynı zamanda finansal istikrara katkıda bulunmanın yeterli olamayabileceği görülmüştür. Tüm dünyada merkez bankacılığına bakışın değişmesi neticesinde, fiyat istikrarını sağlamanın yanı sıra finansal istikrara da katkı yapan yeni bir merkez bankacılığı anlayışı gerek akademisyenler gerekse politika yapıcılar arasında tartışılmaya başlanmıştır. Küresel kriz, finansal istikrarsızlıkların göz ardı edilmesinin ne denli büyük ölçekte felaketlerle sonuçlanabileceğini gözler önüne sermiştir.

**Şekil 16: İmkansız Üçleme & Politika Açmazı**



**Kaynak:** Mishkin, 2013: 510

Bilindiği üzere, *imkânsız üçleme* (impossible trinity), *parasal açmaz* (monetary trilemma) ya da *politika açmazı* (policy trilemma); bir ülkenin aynı anda serbest sermaye hareketliliği, sabit döviz kuru ve bağımsız para politikası uygulayamayacağını ifade etmektedir. Bir ülke söz konusu üç hedeften sadece ikisini birlikte uygulayabilir. Yani hedeflerden birinden feragat edilmesi gerekmektedir. Bir ülke Şekil 16’da gösterilen üçgenin her bir köşesi ile gösterilen üç seçenektan yalnızca ikisini seçebilir.

Söz konusu seçimler aşağıdaki gibidir (Mishkin, 2013: 510):

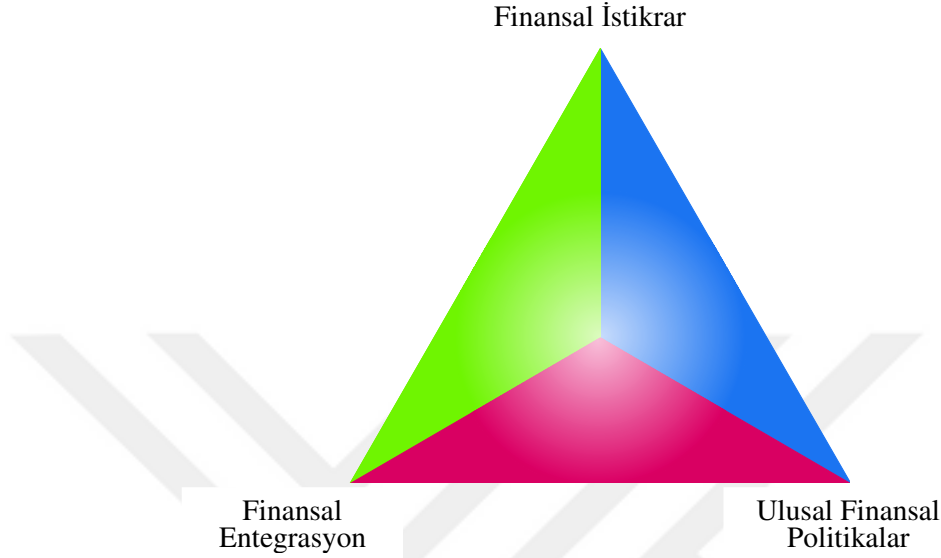
- 1 seçeneğe göre; bir ülke serbest sermaye hareketliliği ve bağımsız para politikasını seçerse, kurun serbest dalgalanmasına izin verilmektedir (Euro Bölgesi, ABD ve Türkiye gibi)
- 2 seçeneğe göre; serbest sermaye hareketliliği ve sabit döviz kurunu seçen ülke, para politikasının bağımsızlığını kaybetmektedir (Hong Kong ve Belize gibi).
- 3 seçeneğe göre; sabit döviz kuru ve bağımsız bir para politikası takip eden ülkede, sermayenin serbest dolaşımı ile ilgili kontroller ve kısıtlamalar söz konusudur (Çin).

Böylece politika açmazı ülkeleri zor bir seçim ile karşı karşıya bırakmaktadır: döviz kuru oynaklığına mı izin verecekler (1. seçenek), bağımsız bir para politikasından mı vazgeçecekler (2. seçenek) yoksa sermaye akımlarına kısıtlama mı uygulayacaklardır (3. seçenek).

2007-09 küresel finans krizi, finansal istikrarı sağlamanın ne denli önem arz ettiğini göstermiştir. Burada asıl soru sınır ötesi bankacılık dünyasında finansal istikrarın nasıl başarılacağı üzerinedir. Merkez bankaları parasal istikrar ve finansal istikrar görevlerini bir arada yürütmektedir. Parasal istikrar üzerine akademik literatürün finansal istikrara nazaran çok daha gelişmiş olduğu görülmektedir. Yukarıda açıklanan klasik parasal açmaz, sermaye hareketliliği altında Mundell-Fleming açık ekonomi modeli üzerine inşa edilmiştir. Mundell - Fleming modeline göre, bir ülke sabit döviz kurları ve tam sermaye hareketliliği altında bağımsız bir para politikası izleyemez. ‘*Finansal açmaz*’ (financial trilemma) ise; finansal istikrar, finansal entegrasyon ve ulusal finansal politikalarının uyumsuzluğu (incompatible) anlamına gelmektedir. Finansal açmaz yaklaşımında; bu

amaçlardan aynı anda en fazla ikisi gerçekleştirilebilir. Başka bir ifadeyle, arzu edilen bu üç hedefin birinden vazgeçilmelidir (Schoenmaker, 2011; 2013).

### Şekil 17: Finansal Açmaz



**Kaynak:** Schoenmaker, 2011: 58

Finansal istikrar *sistemik risk* ile yakından ilişkilidir. Sistemik risk; reel ekonomi üzerinde ciddi olumsuz sonuçlar yarabilecek finansal sistemin önemli bir kısmında ekonomik değer ya da güven kaybını tetikleyecek bir olaydır. De Bandt ve Hartmann (2002), sistemik riskte ana unsurun önemli sayıda finansal kurum ya da piyasanın sistematik bir olaydan etkilenmesi olduğunu belirtmektedir. Benzer şekilde Acharya (2009), sistemik finansal kriz tanımı yapmaktadır. Pek çok banka aynı anda başarısız olur ya da bir bankanın başarısızlığı salgın yaratarak diğer birçok bankanın da başarısızlığına sebep olur ise, bu durumda gerçekleşen finansal kriz sistemiktir. Acharya'nın modelinde, bankaların ortak başarısızlıkları (joint failure) varlık getirilerinin korelasyonundan kaynaklanmaktadır. Acharya, bulaşıcılığın ekonomide toplam yatırımları azaltacağı bulgusuna ulaşmıştır. Schoenmaker (2011), banka iflaslarının sistemik etkilerini modellediği çalışmasında, küçük ve kendine özgü (idiosyncratic) banka başarısızlığının (Barings örneğindeki gibi) sistemik bir sorun teşkil etmediği sonucuna varmıştır. Çalışmanın sonuçları, entegrasyon arttığında ulusal finansal politikaların istikrarlı bir finansal sistem üretmediğine işaret etmektedir. Finansal açmaz açısından modelin sonuçları, finansal entegrasyon yokken ya da sınırlı derecede olduğunda, finansal istikrar

ve ulusal finansal politikaların uyumlu olduğunu göstermektedir. Ne zaman önemli miktarda finansal entegrasyon ulusal finansal politikalar ile birleştirildiğinde, finansal istikrar artık elde edilememektedir. Model, finansal entegrasyon ile ulusal finansal özerklik (bağımsızlık) arasındaki ödünleşime (trade-off) vurgu yapmaktadır. Yurtdışı faaliyetlerin yayılması ile ölçülen finansal entegrasyon arttıkça, ulusal politikalar daha az etkili hale gelmektedir (Schoenmaker, 2011: 1-3).

### **2.3. Küresel Finansal Kriz ve Varlık Fiyat Balonları Yönetimi**

Çalışmanın bu kısmında, özellikle 2007-09 küresel finans krizi sonrasında en güncel tartışmalardan biri olan “*merkez bankalarının varlık fiyat balonlarına nasıl tepki vermeleri gerektiği*” konusunda literatürde yer alan iki farklı görüşe ilişkin teorik açıklamalar değerlendirilmektedir.

#### **2.3.1. Merkez Bankaları Varlık Fiyat Balonlarına Müdahale Etmeliler Mi?**

Para politikasının ekonomiyi hangi mekanizmalar yoluyla etkilediğinin anlaşılması, para politikası yapımcılarının uyguladıkları politikaların ekonomi üzerindeki etkileri ve zamanlaması konusunda kesin değerlendirmeler yapmalarını mümkün kılmaktadır. Bilindiği üzere, varlık fiyatları parasal aktarım mekanizmasında önemli bir rol oynamaktadır. Varlık fiyatlarındaki dalgalanmaların ekonomi üzerinde önemli etkileri olması nedeniyle söz konusu dalgalanmalar ile nasıl başa çıkılması gerektiği sorusu, gerek politika yapımcıları gerekse araştırmacılar arasında en çok tartışılan konulardan biri haline gelmiştir.

Bir tarafta, politika yapımcıların piyasanın yanlış yapacağını yani varlık fiyatlarının çok düşük veya çok yüksek olduğunu varsaymakta isteksiz davrandıkları görülmektedir. Bu görüş, 2013 Nobel Ekonomi Ödülü sahibi Eugene Fama tarafından 1970 yılında geliştirilen ve kamuya açık bilginin zaten varlık fiyatlarında içerildiğini söyleyen etkin piyasalar hipotezini kısmen yansıtmaktadır. Başka bir ifadeyle, devlet yetkililerinin fiyatların uygunluğu konusunda, kendi paralarını ortaya koyan özel yatırımcılardan daha iyi hükme vardıkları şeklinde genel bir yargıya varmanın zor olduğu düşünülmektedir.

Diğer taraftan, son 20 yılda iki büyük varlık balonu (dot-com ve konut balonu) meydana gelmiş ve her ikisi de patladığında önemli sorunlara yol açtığı görülmüştür.

Hisse senedi balonu meydana gelirken, FED'in söz konusu balonu patlatmaya çalışmasının gerekip gerekmediği sorusu tartışılmaya başlanmıştır. Birçok iktisatçı, söz konusu balonunun sonuçlarının, merkez bankalarının varlık fiyatlarıyla ilgilenip ilgilenmemesi gerektiği problemini kesin olarak çözeceğini beklemiştir. Fakat 2001-2003 olayları para politikası ve varlık fiyatları üzerindeki tartışmayı çözmekten ziyade daha da derinleştirmiştir. Konut balonunun 2006'dan sonra patlaması ise yeni bir test imkanı vermiştir. Yaşanan kriz sonrası durgunluğun derin ve uzun süreli olması; varlık fiyatları ve balonlar hakkında endişelenilmesi gerektiği görüşünü kuvvetlendirmiştir. Konut balonu ayrıca balonları şişerken tespit etme probleminin önemini de göstermiştir. Tüm bu olaylar, politika yapıcılarının varlık balonlarını daha da büyümeden patlatmaları gerekip gerekmediği konusunda ekonomistler arasında şiddetli tartışmalara yol açmıştır. Bu konu hakkında hem ekonomistler hem de politika yapıcıları arasında aşağıda yer alan sorular konusunda önemli anlaşmazlıkların hüküm sürdüğü görülmektedir:

- Merkez bankaları varlık fiyat balonları ile nasıl ilgilenmelidir? Varlık fiyat balonlarının yönetimi için para politikası kullanılmalı mıdır?
- Merkez bankaları hisse senedi fiyatları ve gayrimenkul fiyatları gibi varlık fiyatları yönetimi sorumluluğunun bir parçası olarak düşünülmeli midir?
- Merkez bankaları ilgisini enflasyon, ekonomik aktivite ve işsizlik ile mi sınırlamalı veya hisse senedi, konut fiyatları gibi varlık fiyatlarındaki aşırı hareketleri önlemeye de çalışmalı mıdır?

### **2.3.2.1. Rüzgara Karşı Durma**

Bilindiği üzere, varlık fiyatlarının temel değerlerinin üzerine yükselmesi '*varlık fiyat balonu*' (asset-price bubble) olarak adlandırılmaktadır. Yüzyıllar boyunca ekonomilerin dönemsel olarak varlık fiyat balonlarına maruz kaldığı görülmektedir. Bir önceki bölümde tartışılan küresel finansal krizin hikayesi, bu balonların patlamasının ne kadar maliyetli olabileceğini tüm dünyaya göstermiştir. Konut piyasasında varlık fiyat balonunun patlaması; finansal sistemi alaşağı etmiş, ekonomik çöküşe, işsizlikte artışa ve

yaşanan hacizler sonrası milyonlarca ailenin evlerini terk etmek zorunda kalmasına yol açmıştır. Varlık fiyat balonlarının yüksek maliyeti, merkez bankalarının balonlar hakkında ne yapmaları gerektiği sorusunu gündeme getirmiştir.

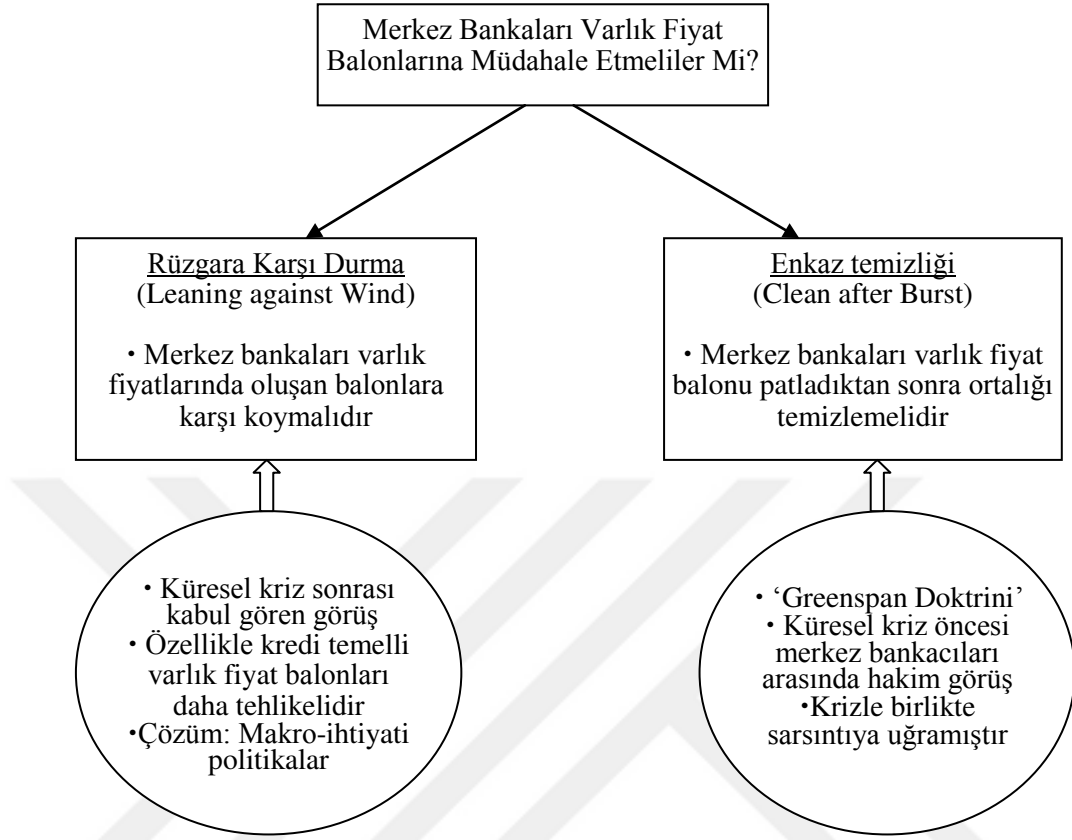
Kriz sonrası merkez bankaları arasındaki aktif tartışma, merkez bankalarının olası varlık fiyat balonlarına nasıl tepki vermesi gerektiği üzerine odaklanmaktadır. Varlık fiyatları para politikasının aktarım mekanizması kanalı içerisinde çok önemli bir role sahip olduğu için, enflasyon ve çıktı açısından istenilen sonuçlara ulaşılabilmesi amacıyla para politikasının varlık fiyatlarına tepki göstermesi gerektiği düşünülmektedir. 2007-09 küresel finans krizi sonrası *para politikasının yürütülmesinde varlık balonları ile ilgili merkez bankasının rolünün ne olması gerektiği* konusu en önemli gündem maddelerinden biri haline gelmiştir.

Bu konudaki görüşlerin esasen ikiye ayrıldığı görülmektedir: Merkez bankaları varlık fiyatlarında meydana gelen balonun patlaması halinde ekonomiye olan etkilerini sınırlayabilmek için balonu oluşmadan ortadan kaldırmalı (patlatmalı) mıdır yoksa balon patladıktan sonra ortaya çıkan enkazı mı temizlemelidir. Burada ilk görüş, balonun patlamasının ekonomiye vereceği zararı azaltmak için, para politikasının gelişmekte olan bir varlık fiyat balonunun büyümesini yavaşlatması ya da balonu patlatması yönündedir. Alternatif görüşe göre ise, parasal yetkililer varlık fiyat balonlarına doğrudan tepki vermemeli, fakat balon patladıktan sonra enflasyon ve ekonomik aktivitede istikrarı sağlamak için, sadece varlık fiyat düşüşlerine tepki vermelidir. Bu karşıt görüşlerden ilkinde merkez bankalarının *varlık fiyatlarında oluşan balonlara karşı durması* (leaning against asset price bubbles); ikincisine ise *varlık fiyat balonu patladıktan sonra ortalığın temizlenmesi* (cleaning up after the bubble bursts) denilmektedir. Dolayısıyla para politikasının varlık fiyat balonlarına tepki verip vermemesi gerektiği üzerine yapılan bu tartışma literatürde '*karşı durma ya da temizle*'<sup>21</sup> (lean versus clean) tartışması olarak adlandırılmaktadır (Hahm ve diğerleri, 2012: 4).

---

<sup>21</sup> Söz konusu tartışma ile ilgili detaylı bilgi için; Bernanke ve Gertler (1999; 2001), Cecchetti ve diğerleri (2000; 2002), Borio ve Lowe (2002), Borio ve diğerleri (2003), Borio ve White (2004), White (2004; 2009) tarafından yapılan çalışmalara bakılabilir.

**Şekil 18: Varlık Fiyat Balonları ve Merkez Bankalarının Tepkisi**



**Kaynak:** Hahm ve diğerleri, 2012’den yararlanılarak yazar tarafından çizilmiştir.

Bordo ve Jeanne (2002), para politikası, varlık fiyatları ve finansal istikrar arasındaki bağlantılar üzerine giderek artan tartışmaları incelediği çalışmada, küresel kriz öncesinde merkez bankacıları arasındaki hakim paradigmanın ‘*özel çıkar sağlamaya yönelik ihmal ya da iyi niyetli ihmal*’ (benign neglect) olarak karakterize edilebileceğini belirtmektedir. Bu görüşe göre, para otoriteleri varlık fiyatlarının çöküşü sonucu meydana gelen finansal istikrarsızlık ile mücadele etmeli, fakat balonun gelişme aşamasında önlem amacıyla para politikasında ayarlama yapmamalı, yani faiz politikasını kullanmaya çalışmamalıdır. Diğer bir ifadeyle, olası balonların ortaya çıkışını önlemek amacıyla para politikasının varlık fiyatlarında meydana gelen değişmelere tepki vermemesi ya da aldırış etmemesi gerektiği önerilmektedir. Sadece balon patladıktan sonra politika tepkisinin verilmesi gerektiği savunulmaktadır. Bu kapsamda, fiyat istikrarı finansal istikrar için gerekli ve yeterli koşul olarak kabul edilmektedir.



Gray ve diğerkleri (2013: 148), merkez bankalarının varlık fiyatlarında görülen dengesizliklere tepkisini ikiye ayırmaktadır: ‘*reaktif*’ (reactive) ve ‘*proaktif*’ (proactive). *Reaktif* görüşe göre, varlık fiyatlarındaki değişim sadece beklenen enflasyon ve çıktı açığını etkilediği sürece para politikasını da etkilemektedir. Para politikasının kredi döngüsünün yükselişine karşı koymada etkisiz olduğu ileri sürölmektedir. Dolayısıyla, merkez bankalarının sadece nihai bir krizin beklenmedik sonuçlarını ele alması gerekmektedir. *Proaktif* görüşe göre ise, eğer gelişmiş ölkeler merkez bankaları 2003-07 arasında hızla artan varlık fiyatlarına daha kuvvetli bir şekilde reaksiyon göstereceklerdi, hisse senedi ve gayrimenkul piyasalarında oluşan balonun bu denli büyük olmayacağı ve krizin önlenebileceği öne sürölmektedir.

*Enkaz temizliği yapan* bir merkez bankasının varlık fiyat balonunun patlaması sonucu ortaya çıkan bir krize *politika faiz oranında güçlü bir indirimle* karşılık vermesi beklenmektedir. Bu da merkez bankasının krize karşı *reaktif* bir davranış sergilediği anlamına gelmektedir. Şöyle ki, merkez bankası hisse senetleri veya konut gibi varlıkların değerlerini, bu fiyatların uygun olmadığını düşünse bile, etkilemeye çalışmamalıdır. Bu nedenle, şayet enflasyon düşük kalır ise, merkez bankası hisse senedi fiyatları veya konut fiyatlarının yükselmesini önlemek için faiz oranlarını artırmamalıdır. Eğer aşırı değerlenmiş hisse senedi piyasası sonunda düşer veya konut fiyatları çökerse, merkez bankasının bu durumla faiz oranlarını düşürerek ilgilenebileceği varsayılmaktadır.

*Rüzgara karşı duran* bir merkez bankasının ise finansal krizi önlemek için, varlık fiyatlarında görülen aşırılıklara *politika faiz oranında bir artış* yoluyla tepki vermesi beklenmektedir. Dolayısıyla, bu durum merkez bankasının krize karşı *proaktif* bir davranış sergilediğini göstermektedir. Bu görüşün savunucuları, bir balonun patlamasından sonra - aşırı değerlenmiş varlık fiyatlarının yere çakılmasından sonra- ekonomiler üzerinde yaratmış olduğu kalıcı ve büyük ölçekli etkilerin para ve maliye politikası aracılığıyla giderilmesinin zor olabileceği konusunda uyarıda bulunmaktadır. Balon ekonomisinin çökmesi sonucunda yıllarca deflasyon ile mücadele eden Japonya örneğine vurgu yapılarak, irrasyonel coşkunluğu dizginlemek için merkez bankasının harekete geçmesi gerektiği ileri sürölmektedir.

Kriz öncesinde de, varlık fiyat balonlarının ekonomi üzerinde olumsuz etkileri olduğuna ilişkin oldukça fazla çalışma bulunmaktadır. Dopor (2005) tarafından vurgulandığı gibi, temel değerlerinden ayrılan varlık fiyatları ekonominin verimliliğini azaltan uygunsuz yatırımlara yol açabilmektedir. Dahası, Kindleberger (1978)'in '*Cinnet, Panik ve Çöküş*' (Manias, Panics and Crashes) adlı ünlü kitabında gösterildiği üzere, tarih boyunca balonların patlaması iktisadi faaliyetlerdeki keskin düşüşler tarafından takip edilmiştir. Varlık fiyat balonlarının açık ve net tehlikelerinin olması nedeniyle, kriz öncesinde Cecchetti ve diğerleri (2000), Borio ve Lowe (2002), Borio ve diğerleri (2003), Borio and White (2004) ile White (2004) dahil bazı ekonomistler; kontrolden çıkan balonu durdurmak için merkez bankalarının faiz oranlarını yükselterek balonun sürüklediği rüzgara karşı durmaları (lean against the wind) gerektiğini savunmuşlardır. Onlara göre, balonun büyümesini yavaşlatmak için faiz oranlarının yükseltilmesi daha iyi sonuçlar elde edilmesini sağlayabilir. Çünkü, faiz oranlarının yükselmesi; balonun oluşmasını engelleyebilir ya da ekonomiye çok daha az hasar verecek şekilde balonun patlamasının şiddetini azaltabilir (Hahm ve diğerleri, 2012: 4-5).

### 2.3.2.2. Greenspan Doktrini: Enkaz Temizliği

Alan Greenspan yönetimindeki FED'in görüşü, merkez bankalarının balonlara iğne batırmaması (patlatmaması) gerektiği, sadece *balon patladıktan sonra ortalığı temizlemesi* (cleaning up after the bubble bursts) gerektiği yönündedir. Bu görüş '*Greenspan doktrini*' olarak bilinmektedir. Greenspan doktrini aşağıdaki beş argümana dayanmaktadır (Hahm ve diğerleri, 2012: 5-6; Mishkin, 2011b: 18-20; Mishkin, 2011c: 60-61):

1. *Varlık fiyat balonlarını tespit etmek hemen hemen imkânsızdır.* Rüzgara karşı durma görüşünün haklı gösterilebilmesi için, merkez bankasının gelişmekte olan bir balonu tespit edebilmesi gerekmektedir. Bu varsayım son derece kuşkuludur, çünkü bir merkez bankasının özel piyasalar üzerinde böyle bir bilgi avantajına sahip olduğuna inanmak güçtür. Eğer merkez bankaları ya da hükümet yetkilileri bir balonun gelişmekte olduğunu biliyorlarsa, neden piyasa katılımcıları da bunu biliyor olmasın? Böyle bir durumda, söz konusu balonun gelişme ihtimali düşük olacaktır, çünkü piyasa katılımcıları fiyatların temel değerlerinden ayrıldığını bileceklerdir.

Merkez bankası ya da hükümet yetkilileri piyasa katılımcılarından daha akıllı olmadıkça -ki bu durum özellikle yetenekli, yüksek kazançlı ve son derece zeki piyasa katılımcılarının varlığı göz önüne alındığında pek muhtemel değildir- bu tip balonların meydana geldiğini tespit etmek olası değildir. O zaman, bu durum şüpheli balonlara tepki verilmemesi gerektiği hususunda güçlü bir argüman olarak karşımıza çıkmaktadır.

2. *Para politikası balonu durdurmakta etkisizdir.* Başka bir ifadeyle, faiz oranlarındaki artışın varlık fiyatları üzerindeki etkisi belirsizdir. Bazı ekonomik analizler tarafından faiz oranlarının yükseltilmesi ile varlık fiyat artışlarının azaltılabileceği gösterilmesine rağmen, oluşacak balonları sınırlamada faiz oranlarının yükseltilmesi seçeneği çok etkisiz bir araç olabilir. Çünkü piyasa katılımcıları balona konu olan varlıkları satın almaktan yüksek getiri bekleyeceklerdir. Ayrıca, faiz oranlarının yükseltilmesinin genellikle balonun daha şiddetli şekilde patlamasına neden olduğu tespit edilmiştir<sup>22</sup>. Dolayısıyla bu durum ekonomiye olan hasarı da arttırmaktadır. Başka bir anlatımla; balonlar normal davranış normlarından sapmalardır ve para politikasının geleneksel araçlarının olağandışı koşullarda etkili olacağını beklemek gerçekçi değildir.
3. *Para politikası oldukça kör bir araçtır.* Şöyle ki; birçok farklı varlık fiyatı söz konusudur ve herhangi bir zamanda varlık piyasalarının sadece belirli bir kısmında bir balon mevcut olabilir. Böyle bir durumda para politikası eylemleri oldukça kör araçlardır. Şöyle ki para politikası aksiyonları, balon yaşanan belirli varlıklardan ziyade, genel olarak tüm varlık fiyatları üzerinde etki göstermektedir.
4. *Balonu patlatmak oldukça maliyetli olabilir.* Diğer bir ifadeyle, para politikasının balonu patlatmak için kullanılması ekonomik aktivite üzerinde olumsuz (adverse) etkilere neden olabilir. Eğer faiz oranları bir balonu önlemek için çok fazla yükseltilir ise, bu durum ekonominin yavaşlamasına, insanların işlerini kaybetmesine ve enflasyonun arzu edilen seviyenin altına düşmesine yol açabilir. Bir balonu patlatmak için gereken faiz oranı artışı o

---

<sup>22</sup> Bu konuya dair daha ayrıntılı bilgiye; Bernanke ve diğerleri (1999), Greenspan (2002), Gruen ve diğerleri (2005) ile Kohn (2006) tarafından yapılan çalışmalardan ulaşılabilir.

kadar yüksek olabilir ki; bu da istihdam ve ekonomi üzerinde büyük bir maliyet yaratabilmektedir. Fakat bu durum para politikasının varlık fiyatlarındaki dalgalanmalara tepkisiz kalması gerektiği anlamına gelmemektedir. Para politikası varlık fiyatlarındaki dalgalanmalara enflasyonu ve ekonomik aktiviteyi etkilediği ölçüde tepki vermelidir. Diğer bir ifadeyle, merkez bankaları enflasyonist riskler doğurmadığı sürece balonlara duyarsız kalmalıdır.

5. *Balon patladıktan sonra ortalığı temizlemek çok maliyetli değildir*<sup>23</sup>. Buna göre; politika yapıcılar, bir varlık balonunun patlaması sonrasında agresif bir şekilde para politikasını gevşeterek zamanında tepki verdikleri sürece, balonun patlamasının zararlı etkileri yönetilebilir bir düzeyde tutulabilir. Gerçekten de, Greenspan yönetimindeki FED, 1987 borsa çöküşü ve 2000 yılında teknoloji balonunun patlamasının ardından tam olarak bu şekilde davranmıştır. 1987 ve 2000 yıllarındaki borsa balonlarının patlamasının akabinde para politikasının agresif şekilde gevşetilmesinin son derece başarılı olduğu görülmüştür. 1987 hisse senedi piyasası çöküşü sonrası ekonomi resesyona girmemiş ve teknoloji balonun 2000 yılında patlamasının ardından durgunluğun orta şiddette olduğu gözlenmiştir. Nominal faiz oranları para otoriteleri tarafından sıfıra indirilmiş olsa ve geleneksel politika faiz oranı aracını daha fazla düşürme opsiyonu kalmasa dahi, ekonominin uyarılabileceği başka araçlar söz konusudur. Birincisi, beklentilerin yönetimidir. Beklentiler hipotezi, daha düşük bir kısa dönem faiz oranının, faiz bu düzeyde kaldığı müddetçe, uzun dönem reel faiz oranlarında da bir düşüşe neden olacağını söylemektedir. Nominal faiz oranları sıfır tabanında iken, politika faizinin uzun bir süre düşük kalacağına dair beklenti, uzun vadeli faiz oranlarının düşürülmesini sağlayabilir. İkincisi, menkul kıymet satın alarak ve böylece göreceli arzın değiştirilmesi suretiyle risk ve vade primleri azaltılabilir. Üçüncüsü yerli para biriminin değerini düşürmek için yapılan döviz kuru müdahaleleri, yerli üretim için dış talebi artırmaktadır.

---

<sup>23</sup> Greenspan doktrininin kilit argümanlarından biri olan bu görüş, yaşanan küresel finansal kriz sonrasında önemli ölçüde geçerliliğini kaybetmiştir. Nitekim, artık kredi temelli bir varlık fiyat balonunun patlaması sonrası temizliğin maliyetinin oldukça yüksek olabileceği kabul edilmektedir (küresel finansal kriz örneğinde olduğu gibi).

Özetle Greenspan doktrini olarak bilinen bu yaklaşım varlık fiyat balonlarına özel bir önem atfetmeyen, enflasyon ve istihdamda istikrar sağlamaya odaklanan bir para politikası stratejisi ile tamamen uyumludur. Greenspan, rüzgara karşı durma görüşüne karşı çıkmakta<sup>24</sup> ve varlık fiyatlarının enflasyon ve istihdam üzerindeki öngörülebilir etkileri ölçüsünde para politikasının yürütülmesinde rol oynaması gerektiğini savunmaktadır. FED yetkilileri tarafından da şiddetle desteklenen Greenspan doktrininin 2007-09 küresel krizi öncesinde merkez bankacıları arasında genellikle hakim görüş olduğu bilinmektedir.

### 2.3.3. Varlık Fiyat Balonlarının Tanımlanması ve Türleri

*Para politikasının potansiyel varlık fiyat balonlarına karşı tepki verip vermesi gerektiği tartışması*, küresel kriz sonrası gündemdeki en önemli konulardan biri haline gelmiştir. Bu tartışma üzerine düşünürken, varlık fiyat balonlarının iki farklı türü arasında ayırım yapılması gerekmektedir. Mishkin tarafından belirtildiği üzere, tüm varlık fiyat balonları birbirine benzer değildir. Burada ayırım yapılırken balonun temelinde *aşırı kredi artışlarının* mı yoksa *piyasa ajanlarının akıldışı coşkusunun* mu olduğuna bakılmalıdır. Bu kapsamda Mishkin ve Eakins (2012: 243-244), varlık fiyat balonlarının iki farklı türü olduğunu belirtmektedir:

- (1) Kredi temelli varlık fiyat balonları (credit driven bubbles)
- (2) Akıldışı taşkınlık temelli varlık fiyat balonları (irrational exuberance bubbles)

#### 2.3.3.1. Kredi Temelli Balonlar

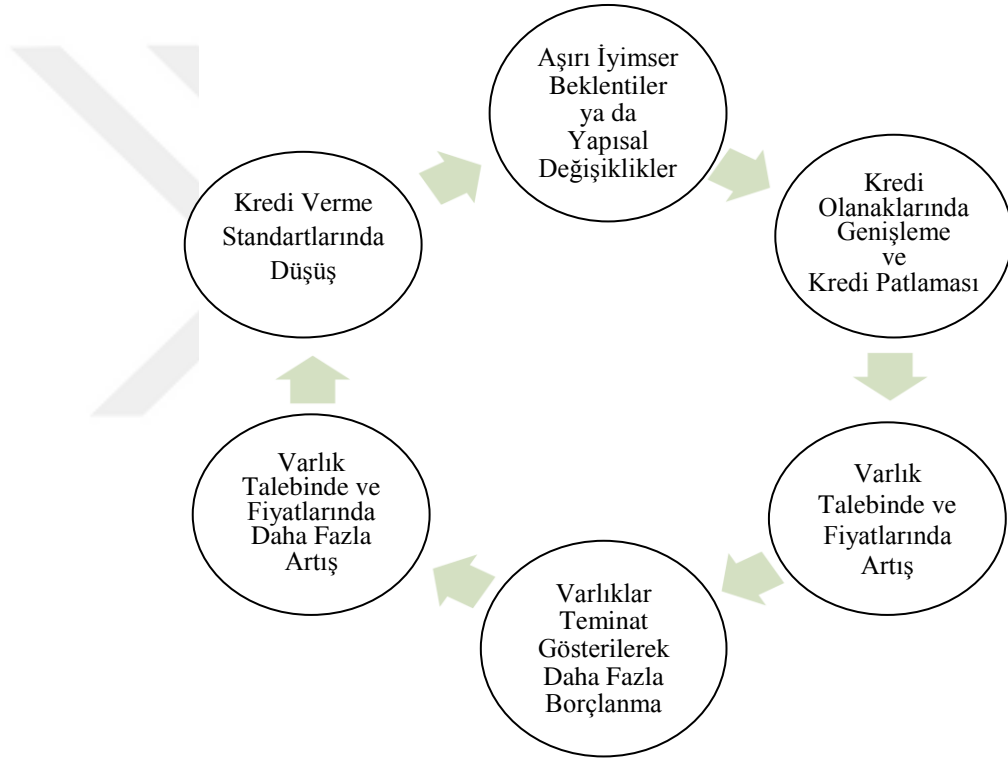
2007-09 küresel finans krizi, kredi temelli varlık fiyat balonlarının son derece tehlikeli olabileceğini göstermiştir. Bu tür bir balonun oluşumunda aşağıdaki tipik olaylar zinciri gerçekleşmektedir (Şekil 19) (Hahm ve diğerleri, 2012: 13; Mishkin, 2011b: 39).

- Ekonomik koşullara ilişkin aşırı iyimser beklentiler veya finansal piyasalarda yaşanan yapısal değişiklikler, kredilerde bir patlamaya neden olmaktadır.

<sup>24</sup> Varlık fiyatlarına odaklanmanın karşısında duran bir başka görüşe göre; bu durum merkez bankasının amaçları hakkında kamuda kafa karışıklığına yol açabilmektedir. Giavazzi ve Mishkin (2006) tarafından gösterildiği üzere, İsveç toplumunun farklı sektörlerinden katılımcılarla yapılan görüşmelerden çıkan sonuç, Riksbank tarafından konut fiyatları ile ilgili açıklamaların halkın kafasını karıştırdığı ve İsveç merkez bankasına duyulan güvenin zayıflamasına yol açtığı şeklindedir (Mishkin, 2013c: 61).

- Gevşeyen kredi koşulları sonucu kredi hacminde meydana gelen artış, bazı varlıklara talebi artırmakta ve böylece fiyatlarını yükseltmektedir.
- Varlık değerlerindeki artış; bir taraftan kredilerin alınması sırasında kullanılan teminatların değerini artırmakta, diğer taraftan finansal kurumların sermayesinin değerini yükseltmektedir.
- Her iki gelişme de daha fazla borç vermeyi teşvik etmektedir, bunun sonucunda varlık talebi ve fiyatlar daha fazla yükselmektedir.

**Şekil 19: Kredi Temelli Varlık Fiyat Balonunun Gelişim Döngüsü**



**Kaynak:** Mishkin (2011b)'den yararlanılarak yazar tarafından çizilmiştir.

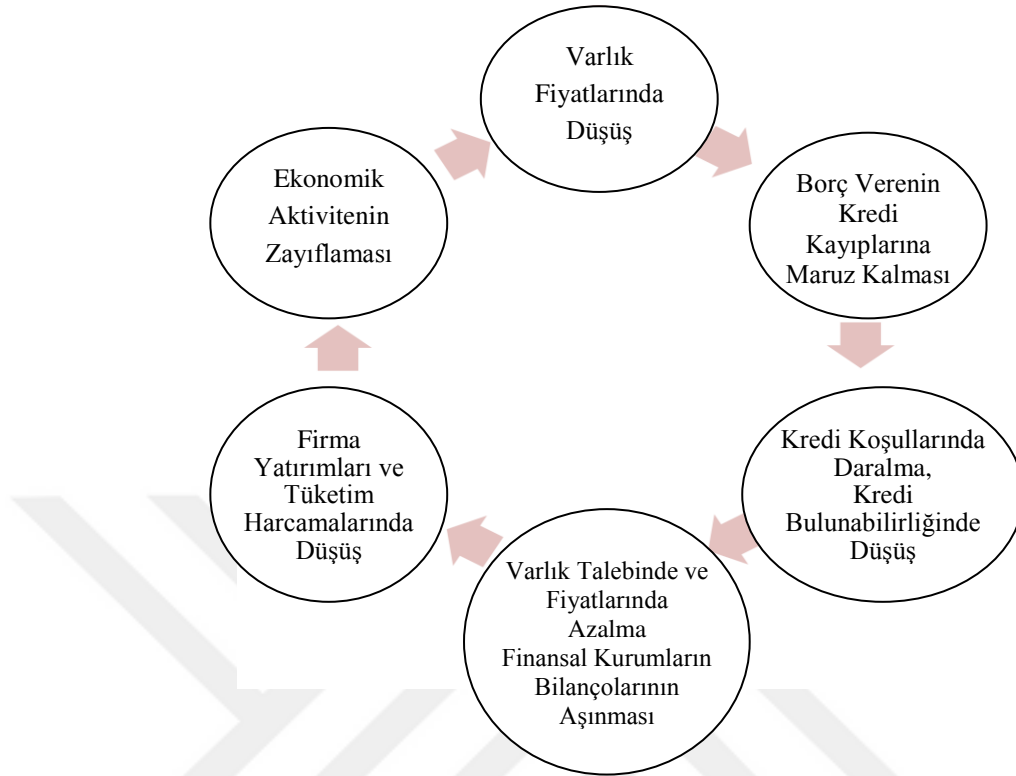
Bu geri besleme döngüsü varlık fiyatlarının temel değerlerinin çok üzerine yükseldiği bir balon yaratır. Söz konusu balon da kredi standartlarının gevşemesine neden olur. Bu noktada dikkat çeken gelişme; kredi verenlerin, borç alanların kredileri geri ödeyebilme yeteneği hakkında daha az endişe duyar hale gelmeleridir. Çünkü oluşabilecek olası zararlardan kendilerini korumak için değerlendirilen varlık fiyatlarına güvenmektedirler. Bir noktada balonun büyümesi durur ve balon patlar. Bu defa varlık fiyatlarının çökmesi

‘ters bir geri besleme döngüsüne’ yol açar (Şekil 20) (Hahm ve diğerleri, 2012: 13-14; Mishkin, 2011b: 39-40):

- Varlık fiyatlarında meydana gelen düşüşler teminatların değerini azaltır ve kredi koşullarının daha fazla sıkılaştırmasına yol açar.
- Krediler kurur, kredi verenler kredi arzını daraltırlar, söz konusu varlıklar için talep daha fazla azalır ve fiyatlar daha çok düşer.
- Geri dönmeyen krediler ve varlık fiyatlarında meydana gelen azalışlar kredilerin geri çağırılmasına neden olur. Böylece varlık talebi ve fiyatlarla birlikte kredi arzı da daralmaktadır.
- Yaşanan kredi kayıpları, varlık fiyatlarında ve teminat değerindeki düşüşler; finansal kurumların bilançolarını aşındırır (erozyona uğratar) ve çok geniş bir yelpazedeki varlık sınıfında yatırımlar ve krediler azalır.
- Kredi kullandırmadaki düşüş ekonomik birimlerin harcamalarını kısımlarına yol açar, bu da ekonomik aktiviteyi zayıflatır ve kredi piyasalarındaki makroekonomik riski artırır.
- Varlık fiyat balonunun çöküşünü takiben, varlık fiyatları ve finansal kuruluşların sağlığı arasındaki etkileşim bir bütün olarak finansal sistemin çalışmasını tehlikeye sokabilir.

Burada anlatılan olaylar son krizde konut piyasalarında tam olarak gerçekleşmiştir. Krizle birlikte konut piyasasındaki fiyat balonlarının kredi piyasası ile etkileşimi oldukça net biçimde ortaya çıkmıştır. Eşik-altı kredilerde yaşanan kredi patlamasının etkisiyle, konut fiyatları temel değerlerinin çok üzerine yükselmiştir. Buna karşılık konut fiyatlarının düşmesi sonucu, krediler kurumuş ve konut fiyatları dibe vurmuştur. Eşik-altı krediler ve varlığa dayalı menkul kıymetlerde ortaya çıkan kayıplar finansal kuruluşların bilançolarını aşındırmış, kredilerde bir daralmaya (ters kaldıraç) neden olmuş ve hanehalkı ve firmaların harcamalarında ve ekonomik aktivitede keskin bir düşüşe yol açmıştır. Küresel finansal kriz sırasında gördüğümüz gibi, konut fiyatları ve finansal kurumların sağlığı arasındaki etkileşim konut fiyat balonunun çöküşünün ardından bir bütün olarak finansal sistemin işleyişini tehlikeye atmış ve ekonomi için korkunç sonuçlara yol açmıştır.

## Şekil 20: Kredi Temelli Varlık Fiyat Balonunun Patlama Döngüsü



**Kaynak:** Mishkin (2011b)'den yararlanılarak yazar tarafından çizilmiştir.

### 2.3.3.2. Akıldışı Taşkınlık Kaynaklı Balonlar

Varlık balonlarının ikinci türü olan piyasa ajanlarının akıldışı coşkusu nedeniyle ortaya çıkan balonlar çok daha az tehlikelidir. Bu tür balonlar sadece aşırı iyimser beklentiler sonucu oluşmaktadır ve bir kredi patlaması ile ilişkili değildir. Dolayısıyla kredi temelli balonlar ile karşılaştırıldığında, finansal sistem üzerinde çok daha az risk teşkil etmektedir. Örneğin, 1990'ların sonlarında teknoloji hisselerinde yaşanan balon, kredi patlaması ve yükselen hisse senedi değerleri arasındaki bir geri besleme döngüsü tarafından tetiklenmemiştir. Bu nedenle teknoloji balonunun patlaması finansal kurumların bilançolarında belirgin bir bozulmayı beraberinde getirmemiştir. Teknoloji balonunun patlaması ekonomi üzerinde çok ağır bir etkiyle sonuçlanmamış ve takip eden durgunluğun oldukça hafif olduğu görülmüştür. Özetle piyasa psikolojisi ile ortaya çıkan irrasyonel davranışların sebep olduğu varlık balonları, kredi temelli balonlar ile kıyaslandığında, çok daha az tehlikelidir (Hahm ve diğerleri, 2012: 13).



Mishkin (2011b: 40)'in ileri sürdüğü üzere, küresel finansal krizden öğrenilen en önemli derslerden biri; kredi temelli balonların patlamasının sadece çok maliyetli olmakla kalmadığı, fakat aynı zamanda kriz sonrası ortaya çıkan hasarı temizlemenin de son derece zor olduğudur. Dahası bu tip balonlar fiyat ve çıktı istikrarının sağlandığı bir dönemde de meydana gelebilir ki; hatta bu durum balonun oluşmasına yol açan faktörlerden biri olabilir. Nitekim fiyat ve çıktı istikrarı aslında kredi temelli balonları teşvik edebilir. Çünkü böyle bir ortamda piyasa katılımcıları ekonomide var olan gerçek risk miktarını dikkate almamakta ve riskleri olduğundan daha az değerlendirmektedir.

White (2009) tarafından belirtildiği üzere, iki tür varlık balonu arasındaki ayrım -ki bunlardan biri (kredi temelli) diğerinden çok daha maliyetlidir- merkez bankalarının varlık fiyat balonlarına müdahale etmesi gerekip gerekmediği tartışmasının iki tarafına yanlış rol dağıtımını yapıldığını göstermektedir. Akıldışı coşku sebebiyle ortaya çıkan balonlara karşı durmak yerine, '*kredi temelli balonlara karşı durulmasının*' (leaning against credit-driven bubbles) daha doğru bir yaklaşım olduğu vurgulanmıştır. White (2009) ve Mishkin (2011b)'in ifade ettiği gibi, kredi balonunu tanımlamak varlık fiyat balonunu tanımlamaktan çok daha kolaydır. Finansal düzenleyiciler ve merkez bankaları kredi verenlerin aracılık yüklenim standartlarını (underwriting standards) düşürdüklerine (bu durumda risk primleri haddinden fazla düşük görünmektedir) ya da kredi genişlemesinin anormal derecede yüksek oranlara ulaştığına dair gerekli bilgilere sahiptirler. Bu durumda, merkez bankası ya da hükümet yetkililerinin bir balonun gelişmekte olduğunu tespit etmeleri daha mümkündür. Bu ise gerçekten ABD'de konut piyasasındaki balon sırasında yaşanan durumdur. Çünkü söz konusu yetkililer kredi standartlarının zayıfladığı ve ipotek piyasalarında kredi genişlemesinin anormal derecede yüksek oranlara ulaştığı bilgisine sahiptirler. Varlık fiyat balonlarını tanımlamanın zor olduğu argümanı, kredi temelli balonlara karşı durma görüşü karşısında geçerliliğini yitirmektedir (Hahn ve diğerleri, 2012: 14)

O halde kredi temelli balonlara karşı durulması gerektiğine yönelik bu güçlü çıkarımların ardından, sorulması gereken asıl soru söz konusu balonların oluşumunu frenleyici en etkili politikaların hangileri olduğudur. Bahsi geçen soruya yanıt aramak için, bir sonraki alt başlıkta makro-ihtiyati politikalar açıklanmaktadır.

## 2.4. Makro İhtiyati Politikalar

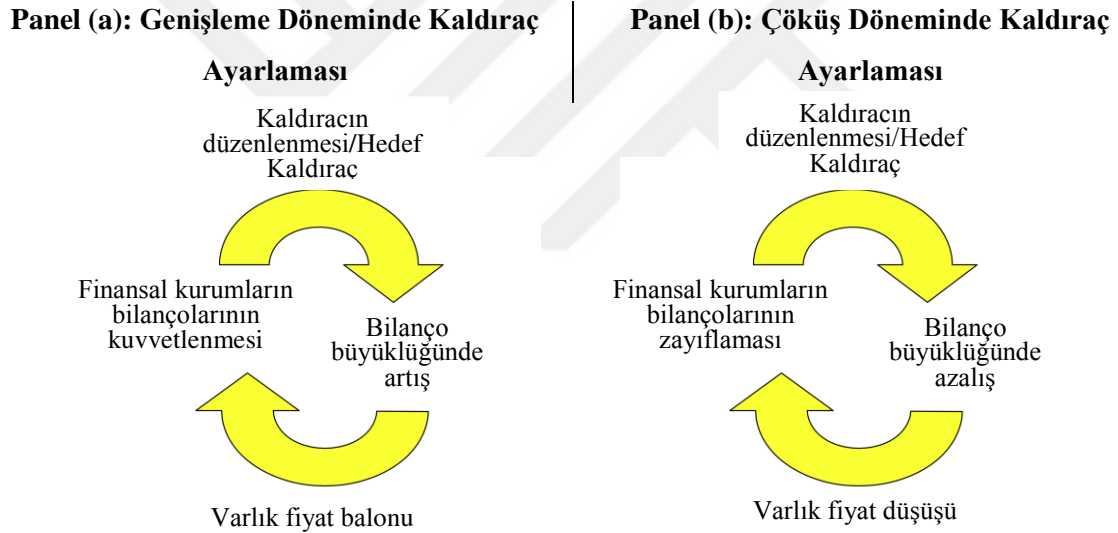
Kredi temelli balonlara karşı etkili politikalar tasarlarlarken dikkat edilmesi gereken temel prensip ‘aşırı risk alımını’ frenlemektir. Yalnızca bu risk alımı yüksek olduğunda kredi balonlarının gelişme olasılığı muhtemeldir. Bu yüzden söz konusu balonların oluşumunu sınırlamak için ihtiyati düzenleyici tedbirler kullanılmalıdır. Küresel finans krizinden önce, düzenleyici otoriteler bireysel finansal kurumların güvenliği ve sağlamlığına odaklanan ‘mikro ihtiyati denetim’ (microprudential supervision) ile meşgul olmuşlardır. Mikro-ihtiyati denetim her kuruma ayrı ayrı bakmakta, faaliyetlerinin riskliliğini ve açıklama gerekliliklerine uyup uymadığını değerlendirmektedir. En önemlisi, mikro-ihtiyati denetim bir kurumun sermaye oranlarını yerine getirip getirmediğini denetlemekte ve şayet karşılamadığı takdirde, ya söz konusu kurumu sermaye oranlarını artırmaya zorlamak için acil düzeltici eylemlere (prompt corrective actions) başvurmakta veya denetleyiciler ilgili kurumu kapatmaktadır.

Küresel finans krizi, finansal sistemin bir bütün olarak güvenliği ve sağlamlığına odaklanan ‘makro-ihtiyati denetime’ (macroprudential supervision) duyulan ihtiyacı açık bir şekilde göstermiştir. Yaşanan kriz, finansal istikrarı sağlamak ve finansal krizleri önlemek için mikro-ihtiyati denetime odaklanmanın yeterli olmadığını ortaya koymuştur. Bankalar ve diğer finansal kurumlar arasındaki karşılıklı bağlantıların ve sistemik risk unsurlarının ne denli önem arz ettiği ortaya çıkmıştır. Gölge bankacılık sektörüne yaşanan hücumlar, bir finansal kurumunun problemlerinin nasıl sağlıklı olan diğer finansal kurumlara da zarar verebileceğini göstermiştir. Bireysel kurumların tek tek güvenliği ve sağlamlığına odaklanmak yerine, makro-ihtiyati denetim finansal sistemin genel kapasitesini değerlendirerek sistem genelinde yok pahasına satışları ve tersine kaldıraç döngüsünü hafifletmeye çalışmaktadır. Dolayısıyla bir kredi patlamasını tetikleyerek varlık fiyat balonunun oluşmasına yol açan aşırı risk alımını önlemek için de doğru bir araç olarak görünmektedir.

Daha genel olarak, düzenleyicilerin ‘döngüsel kaldıracın’ (procyclical leverage) önlenmesine odaklanması önemlidir. Küresel kriz sonrası yapılan tartışmalarda kaldıraç döngüsellliği kavramı, krize yol açan en önemli faktörlerden biri olarak gösterilmektedir. Kaldıracın döngüsel olması finansal çevrimleri hızlandıran bir işlev görmektedir. Şöyle ki,

döngüsel kaldıraç, aktif büyümesi ile kaldıraç artışı arasında pozitif bir ilişkinin varlığı anlamına gelmektedir. Varlık fiyatlarında artış olması durumunda mevcut kaldıraç oranı hedefine ulaşmak üzere banka daha fazla kaynak sağlamak suretiyle kaldıraç oranını yükseltmekte, varlık fiyatlarının düşmesi durumunda ise kaldıraç oranını düşürme eğilimi ortaya çıkabilmektedir. Bu nedenle, bankacılık sisteminin hızlı büyüme gösterdiği ve kaldıraç oranının arttığı dönemler, kredi çevrimlerinin güçlendiği dönemler veya kredi çevrimlerinin genişleme evresi ile örtüşebilmektedir. Bu anlamda kaldıracın makro finansal riskleri azaltıcı bir araç olarak kullanılıp kredi çevrimlerini yumuşatmayı sağlayabilecek bir işlev görebilmesi söz konusu olabilmektedir (Binici ve Köksal, 2012a, 2012b).

### Şekil 21: Finansal Amplifikasyon (Hızlandırıcı) Mekanizması



**Kaynak:** Adrian ve Shin, 2010b: 424; Shin, 2013: 23

Adrian ve Shin (2010) çalışmalarında, ABD’de özellikle yatırım bankaları için finansal genişleme dönemlerinde kaldıracın yükseldiğini, daralma döneminde ise kaldıracın düştüğünü ve bu nedenle söz konusu kurumlar için kaldıracın döngüsel olduğu bulgusuna ulaşmışlardır. Kaldıraç kullanımı, *konjonktür (döngüsellik) yanlısı* (procyclical) bir yapı sergilemekte ve finansal konjonktürün yardımı ile artmaktadır. Çözüm olarak *konjonktür karşıtı* (countercyclical) kaldıraç uygulamaları önerilmektedir.

Nitekim döngüsel kaldıraç son krize neden olan faktörler arasında gösterilmektedir. Sorun yaşayan finans kurumu yok pahasına satışlara zorlandığında ve hedef sermaye oranlarını ya da haircut (ilave risk marjı) gereksinimlerini karşılamak için varlıklarını çabucak satmak durumunda kaldığında, bu durum varlık değerlerinde düşüşe yol açmaktadır. Varlık fiyatlarında meydana gelen düşüş, diğer kurumların yok pahasına satışlara girişmesine neden olmakta ve bu da hızlı bir ters kaldıraç sürecine ve sistemik krizlere yol açmaktadır. Bu gibi durumlarda, normalde sağlıklı olan ve yüksek sermaye oranlarına sahip kurumlar bile sıkıntı içine girebilmektedir.

Küresel finans krizinin oluşumu *ters kaldıraç kısır döngüsünü* içermektedir. Kredi patlaması eşliğinde yükselen varlık fiyatları geri beslemenin olduğu döngüsel bir süreç yaratmıştır. Kredi vermede yaşanan patlama, varlık fiyatlarının yükselmesine yol açmıştır. Finansal kurumların net değerini (özsermaye) yükselterek, yüksek sermaye tamponu oluşturmuştur. Bu da değişmeyen sermaye gereksinimleri (zorunlulukları) altında daha fazla borç vermeyi teşvik etmiş, varlık fiyatlarını daha da yükseltmiştir. Balon sürdürülemez hale geldiği noktada patlamış; varlık fiyatları inişe geçmiş, sermayenin değeri keskin şekilde düşmüş, borç vermede kesintiye ve varlık fiyatlarında daha fazla azalmaya yol açmıştır.

Bu kaldıraç döngüsünü kırmak için ise makro ihtiyati politikalar gerekmektedir. Bilindiği üzere, finansal kurumlar ani yükseliş dönemlerinde aşırı risk üstlenirken, ani düşüş dönemlerinde ise riskten olabildiğince kaçınma eğilimdedirler. Bu da finansal sistemi ve ekonomiyi *ani yükseliş sonrası çöküş döngülerine* (boom-bust cycles) karşı savunmasız hale getirmektedir. Bu kapsamda, yükseliş dönemlerinde yukarı doğru; buna karşılık çöküş dönemlerinde ise aşağı doğru ayarlanabilir *konjonktür karşıtı sermaye yeterliliklerine* (countercyclical capital requirements (CTC)) ihtiyaç duyulmaktadır. Bu bağlamda, genişleme dönemlerinde konjonktür yanlısı davranışları engelleyecek, daralma dönemlerinde de yok pahasına satışları ve kredi çöküşlerini azaltacak makro ihtiyati araçlara gereksinim duyulmaktadır. Böylece kredi temelli balonları tetikleyen yıkıcı geri besleme döngüleri önlenebilecektir. Kredi patlaması eşliğinde hızla artan varlık fiyatları, bir balonun oluşmasına neden olabilecek piyasa başarısızlıkları veya kötü finansal düzenleme ve denetlemelerin varlığına ilişkin bir sinyal niteliği taşımaktadır. Merkez bankaları ve diğer hükümet düzenleyicileri, doğrudan kredi büyümesine dizginlemeye ya

da kredi standartlarının yeterince yüksek olduğundan emin olmak için gerekli önlemlerin alınmasına yönelik politikalar uygulamayı düşünmelidirler. Kaldıraç döngüsünün yukarı yönlü salınımı sırasında, makro ihtiyati politikalar aracılığıyla finansal kurumlar kredi standartlarını sıkılaştırmaya zorlanabilir veya kredi büyümesi üzerine doğrudan sınırlamalar getirilmesi de mümkündür.

Ek olarak, küresel kriz sürecinde iyi sermayelendirilmiş pek çok kurum da likidite sıkıntısı ile karşı karşıya kalmış ve kısa vadeli fonlara erişimi kesilmiştir. Makro ihtiyati denetim sadece bir bütün olarak sermaye yeterliliğine değil, aynı zamanda finansal sistemin yeterli likiditeye sahip olup olmadığına da odaklanmaktadır. Finansal kurumların yeterli likiditeye sahip olduğundan emin olmak için makro ihtiyati politikalar finansal kurumların yeterince düşük net istikrarlı fonlama oranına (net stable funding ratio (NSFR)) sahip olmasını gerektirmektedir. Kurumun kısa vadeli fonlamasının toplam fonlama içindeki payı yeterince düşük olmalıdır.

Makro ihtiyati politikalar, sistemik riski azaltmak amacıyla finansal sektöre yönelik düzenlemeler bütünüdür. Küresel finans krizi sonrasında finansal sistemdeki istikrarsızlığın ekonomiye yansımalarının ve hanehalkı, firma ve devlet bilançolarına etkilerinin ne kadar yıkıcı olabildiğinin anlaşılması üzerine, finansal sistemde oluşabilecek risklerin azaltılması konusunda uluslararası düzeyde görüş birliği sağlanmıştır. Makro ihtiyati politikalar genel olarak, hızlı kredi büyümesi ve yükselen kaldıraç oranlarına karşı finansal sistemin dayanıklılığını artırmayı ve kredi ve varlık fiyatlarındaki aşırı büyümeyi sınırlamayı hedeflemektedir. Başka bir ifadeyle, makro ihtiyati politikalar finansal sistemle makroekonomi arasında birbirini besleyen ve ekonomik döngülerin şiddetini artıran etkileşimi zayıflatmayı amaçlamaktadır. Makro ihtiyati politikalar ülkeler arasında önemli farklar göstermekle birlikte, kullanılan başlıca makro ihtiyati araçlar; kredi teminat oranı ve borcun gelire oranı için üst sınır belirlenmesi, minimum sermaye yeterlilik oranı uygulaması, kredi büyümesi veya kaldıraç için referans değerler belirtilmesi ile borçlanma vadesi ve kaynağına göre değişen zorunlu karşılık uygulamaları olarak sıralanabilmektedir (TCMB, 2016a).

Nitekim bahsedilen makro ihtiyati politikaların Basel III çerçevesinin bir parçası olduğu görülmektedir. Kriz sonrası dönemde Türkiye'nin de aralarında bulunduğu birçok ülkenin makro ihtiyati politikalara başvurduğu görülmüştür.

**Tablo 3: Makro ve Mikro İhtiyati Yaklaşımların Karşılaştırılması**

|                                                                                         | <b>Makro İhtiyati</b>                                             | <b>Mikro İhtiyati</b>                                                           |
|-----------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|
| <b>İlk hedef</b>                                                                        | Sistem çapındaki finansal sıkıntıları sınırlamak                  | Bireysel kurumların finansal sıkıntılarını sınırlamak                           |
| <b>Nihai hedef</b>                                                                      | Çıktı (GSYH) maliyetlerinin önlenmesi                             | Yatırımcıları ve tasarruf sahiplerini korumak                                   |
| <b>Riskin niteliği</b>                                                                  | Karşılıklı davranışlara bağlı olarak içsel                        | Bireysel davranışlara bağlı olarak dışsal                                       |
| <b>Kurumlar arasındaki bağlantılar ve ortak risklere maruz kalma (common exposures)</b> | Önemli                                                            | İlgisiz                                                                         |
| <b>İhtiyati kontrollerin ayarlanması</b>                                                | Sistemik risk açısından; yukarıdan aşağı (tümdengelim (top-down)) | Bireysel kurumların riskleri açısından; aşağıdan yukarı (tümevarım (bottom-up)) |

**Kaynak:** Borio, 2003: 2

Borio (2003)'nin çalışmasında, makro ve mikro ihtiyati yaklaşımlar arasındaki farklılıklar açıklanmaktadır. Karşılaştırılmalı analizin yapıldığı Tablo 3'den söz konusu politikalar hakkında genel bir fikir edinilebilir. Tablo 3'den görüleceği üzere, mikro ihtiyati yaklaşım, bireysel kurumların finansal sıkıntılarını sınırlamaya çalışarak yatırımcıları ve tasarruf sahiplerini korumayı amaçlamaktadır. Bireysel kurumların farklı davranışları sonucu oluşan bireysel risklere odaklanmakta ve kurumlar arasındaki bağlantıları ve ortak risklere maruz kalmaları göz ardı etmektedir. Uygulanan politikaların ekonominin bütünü üzerinde yaratacağı etkilere karşı kayıtsız kalınmaktadır. Buna karşılık makro ihtiyati yaklaşımda sistem çapındaki finansal sıkıntılar önlenmeye çalışılarak çıktı maliyetlerinin azaltılması hedeflenmektedir. Finansal kurumların karşılıklı davranışları sonucu oluşan içsel nitelikteki sistemik risklere odaklanmakta ve kurumlar arasındaki bağlantıları ve ortak risklere maruz kalmaları dikkate almaktadır.

Crockett (2000), finansal istikrarın mikro ve makro ihtiyati boyutlarını ayırmakta ve makro-ihtiyati politikaların amacının ‘*sistemik riskin*’ (systemic risk) sınırlandırılması, buna karşılık mikro-ihtiyati politikaların hedefinin ise bireysel kurumların ‘*kendine (olaya özgü) risklerinin*’ (idiosyncratic risks) kısıtlanması olduğunu ifade etmektedir. Makro-ihtiyati politikadaki ‘*yukarıdan aşağı*’ (tümdengelim (top-down)) bakış açısı, finansal kurumlar arasındaki karşılıklı bağlantıları ve *içsel* (endogenous) riskleri hesaba katmaktadır. Buna karşılık, mikro-ihtiyati politikadaki ‘*aşağıdan yukarı*’ (tümevarım (bottom-up) yaklaşım ise bireysel kurumların sağlamlığına ve *dışsal* (exogenous) risklere odaklanmaktadır. Bunun doğal sonucu olarak, bireysel kurumların karşılıklı eylemlerinin sonucu ortaya çıkan geri bildirimleri de göz ardı etmektedir. Mikro ihtiyati görüş; “*her bir kurum sağlam olduğu sürece finansal istikrar sağlanır*” özlü sözüne dayanmaktadır. Finansal istikrarsızlıkların doğasını anlamak, izlemek ve önlemek için, ekonomik süreçlere makro-ihtiyati bir bakış açısı gerekmektedir. Finansal sistem içindeki içsel güçler, ekonomik döngüleri büyütme eğilimindedir. Zaman içinde risklerin ölçümü ve azaltılması açısından temel zorluk, finansal istikrarsızlıkların altında yatan finansal döngüleri daha iyi tespit edebilmektir. Rüzgara karşı durarak, finansal döngülerin büyüklüğü azaltılabilir ve finansal sıkıntı (financial distress) riski sınırlandırılabilir. Finansal istikrar politikalarının makro-ihtiyati oryantasyonu, yapısı ve işleyişi sistemik riskleri hedefleyen güvenlik ağları gerektirmektedir. Bireysel risklere odaklı mikro-ihtiyati politikaların sistem çapında risklere odaklı makro-ihtiyati politikalar ile desteklenmesi önerilmektedir.

Sonuç olarak, küresel krizin ardından sistemik riskleri azaltmak ve finansal istikrarı tesis etmek için mikro ihtiyati politikaların tek başına yeterli olmadığı ve makro ihtiyati politikalarla desteklenmeleri gerektiği ortaya çıkmıştır. Finansal kurumların bireysel sağlamlığının yanı sıra, söz konusu kurumlar arasındaki karşılıklı bağlantıların ve ortak maruz kalmaların sistemin bütün olarak istikrarını tehlikeye atabileceği görülmüştür. Bu kapsamda, finansal düzenleme ve denetimlerin makro ihtiyati bir bakış açısı ile güçlendirilmesi, finansal sistemin konjonktür yanlısı tarzının sistemik etkilerinin hesaba katılması, finansal istikrarın korunması ve sürdürülebilmesi amacıyla merkez bankaları, finansal düzenleme ve denetim otoriteleri arasındaki eşgüdümün sağlanması son derece önem arz eden konular arasında yer almaktadır.

## **2.5. Kriz Sonrası Regülasyon: 2010 Dodd-Frank Finansal Düzenleme Reform Tasarısı**

Son küresel finansal kriz, dünya çapında bankacılık krizlerine yol açmış ve bankaların kurtarılma maliyetinin ne kadar büyük olabileceğini gözler önüne sermiştir. Kurtarma operasyonlarının büyüklüğü ve pek çok finansal kuruluşun devletleştirilmesi göz önüne alındığında, finansal düzenleme sisteminin dramatik değişiklikler geçirmesi yönünde bir beklenti oluşmuştur.

2009'un sonlarında, dünyadaki hükümet ve merkez bankalarının müdahaleleri sonucu finansal piyasalarda sakin bir seyrin yaşandığı gözlemlenmiştir. Ancak büyük hasar küresel ekonomide meydana gelmiştir. Gelişmiş dünyanın büyük bir bölümünde ülkeler, 1930'lardan beri yaşanan en derin çöküşler (slumps) ile karşı karşıya kalmıştır. Küresel kriz çok açık bir şekilde göstermiştir ki; finansal düzenleme devam eden bir süreçtir. Diğer bir ifadeyle, mevcut düzenlemelerin değişen dünyada ayak uydurması için zamanla değişmesi gerekmektedir. Çok kısa vadeli kredilere bağımlılık, düzenleme eksikliği ve nihai kredi mercii sisteminin dışında kalmak; gölge bankacılık sektörünü kriz ve paniklere karşı savunmasız hale getirmiştir (Krugman ve Wells, 2015: 967).

2007-09 küresel finans krizinin, finansal sistemde 1930 sonrası yapılan en büyük değişikliklere neden olacağı konusunda çok geniş bir beklenti oluşmuştur. Bu kriz de, bundan önceki krizlerde olduğu gibi, ekonominin diğer kısımları üzerinde önemli negatif etkiler yaratmıştır. Tarihsel olarak önceki krizlerden çıkarılan dersler ışığında, mevduatları sigortalayıp ticari bankaları düzenlemenin yeterli olduğu düşünülmüştür. Fakat son krizin büyük kısmının geleneksel olmayan banka kuruluşlarından (gölge bankalardan) kaynaklanması yüzünden, bu krizle birlikte finans sektöründe çok daha yaygın bir güvenlik ağı ve daha geniş düzenlemelere ihtiyaç duyulduğu ortaya çıkmıştır. Krizle birlikte geleneksel bankacılık düzenlemelerinin kapsamının çok dar olduğu anlaşılmıştır. Bankacılık sektörünün büyük bir kısmının gölge bankacılık tarafından üstlenildiği bir dünyada, sadece mevduat kurumlarının düzenlenmesinin açıkça yetersiz olduğu görülmüştür. Kriz sonrasında, finansal düzenleme alanında ciddi bir revizyona ihtiyaç duyulduğu aşikâr hale gelmiştir. O halde başka bir krizi önlemek için yeni bir düzenleyici çerçevenin nasıl oluşturulması gerekmektedir?



1930’lardan bu yana en geniş kapsamlı finansal reform tasarısı olarak görülen ve 2010 yılında yürürlüğe giren Dodd-Frank Yasası, 2007-09 krizinin tekrarlanmasını önlemek amacıyla finansal düzenlemelerin revize edilmesi ile hazırlanmış bir yasa tasarısıdır. 2010 yılının Temmuz ayında Başkan Obama, kısaca Dodd-Frank olarak bilinen, *Dodd-Frank Wall Street Reformu ve Tüketici Koruma Yasası* (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)’nı imzalamıştır. 1930’lardan itibaren çıkarılan en büyük finansal reform yasası olarak görülen Dodd-Frank, adını yasayı hazırlayan kişilerden (Senatör Christopher John Dodd ve Temsilci Barney Frank) almaktadır. Dodd-Frank, eski moda bankacılık düzenleme ruhunu, yirmi birinci yüzyılın daha karmaşık finansal sistemine adapte etmek için tasarlanmıştır (Krugman ve Wells, 2015: 881-882).

Yasanın içeriğine bakıldığında karşımıza farklı reform alanları çıkmaktadır. Şöyle ki; mevduat kabul eden geleneksel bankalar için düzenlenmelerin çoğunlukla mevcut halinde bırakıldığı görülmüştür. Bu bankalar için esas değişiklik, yeni bir kurum olan *Tüketici Finansal Koruma Bürosu* (Consumer Financial Protection Bureau (CFPB veya Bureau))’nun kurulması olmuştur. Bu kurumun misyonu; borçluların, yeterince anlamadıkları fakat görünüşte cazip olan finansal fırsatlar aracılığıyla kötüye kullanılmalarının önüne geçmektir. Aynı zamanda, yatırımcıları riskli davranışlardan, finansal kayıp ve suiistimallerden korumak da diğer amaçlar arasında yer almaktadır. En önemli değişiklikler ise bankalar dışındaki finansal kurumların düzenlenmesi ile gelmiştir. Söz konusu kuruluşlar, Lehman Brothers’ın çöküşünün açıkça gösterdiği üzere, bankacılık krizlerini tetikleyebilmektedir. Yeni yasa, özel bir hükümet komitesi olan *Finansal İstikrar Gözetim Konseyi* (Financial Stability Oversight Council (FSOC))’ne ‘*sistemik olarak önemli*’ (systemically important) belli kurumları, sıradan mevduat kabul eden bankalar olmasalar bile, tanımlama hakkı vermiştir. Bu sistemik öneme sahip olduğu düşünülen kurumlar, görece olarak yüksek sermaye gereksinimleri (capital requirements) ve tutabilecekleri riskli varlıkların sınırlandırılması dâhil olmak üzere, banka tarzı düzenlemelere tabi tutulabilmektedir. Ek olarak, federal hükümet ‘*tasfiye otoritesi*’ (resolution authority) misyonu aracılığıyla, tıpkı sorunlu bankalar ve triftler durumunda olduğu gibi, sorunlu finansal kurumları da ele geçirme hakkına sahip olmuştur. Bunun ötesinde, yasa ile LTCM’nin batışında ve aynı zamanda küresel krizde önemli bir rol oynayan karmaşık finansal araçlar olan türevlerin ticareti ile ilgili yeni kurallar getirilmiştir. Böylece bundan sonra pek çok türev ürün, herkesin fiyatlarını ve işlem

hacmini gözlemleyebileceği borsalarda alınıp satılmak zorunda bırakılmıştır. Buradaki düşünce, finansal kurumlar tarafından alınan risklerin daha şeffaf hale getirilmesidir (Krugman ve Wells, 2015: 881-882).

Yasa, esas olarak başlıca beş temel unsuru içermektedir: i) daha güçlü bir tüketici koruması, ii) türevlerin daha fazla düzenlenmesi iii) gölge bankaların düzenlenmesi, (iv) Volker kuralı ve son olarak (v) iflas eden banka dışı finansal kurumlar üzerinde tasfiye yetkisi. Kısaca, borçluları ve tüketicileri korumak için CFPB yaratılmış, türev ürünlere daha sıkı düzenlemeler getirilmiş, gölge bankacılık sektörünün düzenleme alanı genişletilmiş ve kurtarılması gereken herhangi bir finansal kurumun kontrolünü ele geçirmek için hükümete yetki verilmiştir. Aşağıda ilgili unsurların daha detaylı açıklamaları yapılmıştır (Krugman ve Wells, 2015: 967-968; Mishkin 2013: 316-317):

1. *Tüketici Koruması (Consumer Protection)*: Krizde rol oynayan faktörlerden biri; borç satan kurumların, finansal sektördeki tüketici hakları açısından yararlanarak, birçok borçluyu ilk iki yılda geri ödemesi kolay olan fakat daha sonra hızlı bir şekilde yükselen tutarda ödeme gerektiren yeterince anlamadıkları ipotekli krediler gibi ürünleri satarak sorumsuzca borçlanmaya teşvik etmeleridir. Bu kapsamda, gelecekteki suiistimalleri sınırlandırma çabası içerisinde yeni yasa, finansal hizmetler endüstrisindeki uygulamaları izleyerek borçluları koruyacak olan CFPB olarak adlandırılan özel bir ofis oluşturmuştur. Her ne kadar CFPB, FED tarafından finansa edilse de, aslında tamamen bağımsız bir kurumdur. CFPB, 10 milyar dolardan daha fazla varlığa sahip olan ipotekli kredi ürünlerini ihraç eden bütün kurumları ve aynı zamanda düşük gelirli insanlar için pazarlanan diğer finansal ürünlerin ihracını yapanları inceleme ve yönetmelikleri uygulama yetkisine sahiptir. Yasa borç alanların gelir, kredi geçmişi ve iş durumlarının onaylanması yoluyla konut ipoteklerini geri ödemek için yeterli olanaklarının var olduğundan borç verenlerin emin olmaları gerektiği şartını getirmiştir. Aynı zamanda borçluları yüksek fiyatlı kredilere zorlayan brokerlara ödeme yapılmasını da yasaklamıştır. Federal mevduat sigortası 250.000 dolara yükseltilmiştir.
2. *Türev Düzenlemesi (Derivative Regulation)*: Finansal türevler, daha önce ihraç edilmiş menkul kıymetlerle bağlantılı ödemeler yapan ve riski azaltma

araçları olarak kullanılan finansal enstrümanlardır. Kriz de etkili olan diğer bir faktör karmaşık finansal araçlar olan türevlerin hızla çoğalmasındır. Bu da yayılma riskinde rol oynamış veya sadece söz konusu riski gizlemiştir. Kredi temerrüt takasları gibi türev ürünler, finansal krizin meydana gelmesine neden olan 'kitle imha silahları' olarak görülmüşler ve AIG'nin aşırı miktarda CDS yazması, yani ödenmeme durumunda çok fazla risk üstlenmiş olması, kurtarılmasını zorunlu hale getirmiştir. Bu durumun yeniden oluşmasını önlemek için Dodd-Frank yasası, türev işlemlerde karşı tarafın iflası durumunda oluşabilecek kayıpların (karşı taraf riskinin) azaltılması amacıyla birçok standart türev ürünün borsalarda işlem görmesini gerektirmiştir. Yeni yasayla pek çok türev ürünün açık ve şeffaf piyasalarda alınıp satılması zorunluluğu getirilmiştir. Daha kişiselleştirilmiş türev ürünler ise daha yüksek sermaye yükümlülüğüne tabi kılınmıştır. Bankaların riskli swaplar gibi bazı türevler ile ilgili operasyonları yasaklanmıştır. Ek olarak yasa, türevle uğraşan firmalara sermaye ve marj gereksinimleri (margin requirements) empoze etmekte ve faaliyetleri hakkında daha fazla açıklama yapmalarını zorunlu kılmaktadır. Alınan bu önlemler sayesinde finansal hizmetler sektöründeki oyuncuların görünmeyen (gizli) riskler (invisible risk) almalarının sınırlandırılması beklenmektedir.

3. *Gölge Bankaların Düzenlenmesi (Regulation of Shadow Banks)*: Finansal krizin önemli bir unsuru da geleneksel bankacılığın tanımına uymayan fakat bankacılık krizi riski yaratan gölge bankalar olarak adlandırılan kurumların yükselişi olmuştur. Dodd-Frank yasası, faaliyetleri bir bankacılık krizi oluşturma potansiyeline sahip olan sistemik olarak önemli finansal kurumlara özel bir önem atfetmekte ve bu tür kurumları banka benzeri düzenlemelere tabi kılmaktadır. Yasa, varlık fiyatlarındaki şişkinlikler ve sistemik riskin birikimi konularında piyasaları izlemekle görevli olan Hazine sekreteri başkanlığındaki FSOC'yi oluşturmuştur. Ek olarak, bu kurum hangi finansal firmaların sistemik öneme sahip olduğunu belirleme ve Sistemik Öneme Sahip Finansal Kuruluşlar (Systemically Important Financial Institution (SIFIs)'ın resmi tanımını yapabilmektedir. FSOC tarafından sistemik öneme sahip olarak belirlenen firmalar FED tarafından

ek gözetim ve düzenlemeye tabi olacaktır. Söz konusu düzenlemeler; yüksek sermaye standartları ve daha sıkı likidite gereksinimlerinin yanı sıra, firmaların mali zorluklar içerisine girmesi durumunda düzenli bir şekilde tasfiye edilmelerine ilişkin bir plan olan yaşam vasiyetlerini (living will) hazırlamalarını da içermektedir.

4. *Volker Kuralı (Volcker Rule)*: Volker Kuralı ile esasen belirli yatırım bankacılığı faaliyetlerinin ticari bankacılık faaliyetlerinden ayrılması amaçlanmaktadır. Bankaların çeşitli piyasa faaliyetlerini yürütmelerinin kısıtlanması söz konusudur. Yasada belirtilen bazı istisnalar dışında, mevduat bankalarının, banka holding şirketlerinin ve ABD’de faaliyet gösteren yabancı banka holding şirketlerinin iştirak ve şubelerinin, bankanın sermayesini kullanarak müşteri çıkarı gözetmeden spekülatif amaçlı ve riskli olarak görülen bazı faaliyetleri kendi nam ve hesaplarına yapmaları (proprietary trading) yasaklanmıştır. Hedge ve özel sermaye fonlarının (private equity fund) sadece küçük bir yüzdesine sahip olmalarına izin verilmiştir. Bu hüküm, bankaların federal mevduat sigortasından yararlandıklarında büyük ticari riskler almalarına izin verilmemesi gerektiği görüşünün savunucusu olan FED Guvernörler Kurulu eski Başkanı Paul Volcker’ın adını taşımaktadır.

5. *Tasfiye Otoritesi (Resolution Authority)*: Bu yasadan önce de, FDIC’nin batan bankalara el koyma ve onları kapatma yetkisi olmasına rağmen, hükümetin holding şirketleri olarak yapılandırılmış en büyük finans kurumları üzerinde böyle bir karar yetkisi bulunmamaktadır. ABD Hazinesi ve FED, Lehman’ı kurtarmak yerine iflasına izin vermek zorunda kalmalarının gerekçelerinden biri olarak Lehman’ı devralmak için yasal yollarının olmadığını iddia etmiştir. Dodd-Frank yasası, sistemik görülen finansal kuruluşlar için bu yetkiyi ABD hükümetine vermektedir. Bu kurumlar tüm finansal sistem için bir risk unsuru teşkil etmekte ve başarısız olmaları yaygın hasara yol açabilmektedir. Küresel krizde yaşanan olaylar hükümetlerin bir kriz anında sadece mevduat bankalarının değil, fakat aynı zamanda çok çeşitli finansal kurumların borçlarını da garanti etmesi gerekebileceğini açık bir şekilde göstermiştir. ABD hükümeti 2007-09 krizine tepki vermede gölge bankacılık sektörü açısından bir teşvik sorunu

(incentive problem) ile karşı karşıya kalmıştır. Gölge bankacılık sektörü ABD ekonomisinin oldukça önemli bir parçası haline geldiği için, yaşanan kriz açıkça göstermiştir ki; başka bir olası kriz durumunda hükümetin, mevduat bankalarının yanı sıra gölge bankaların da dâhil olduğu geniş bir yelpazedeki finansal kurum borçlarını garanti etmesine ihtiyaç duyulabilecektir. Bu durum, bir çöküş esnasında hükümet tarafından kurtarılacaklarını bilen gölge bankaların daha fazla risk almasına yol açarak bir teşvik sorunu yaratmaktadır. Bu sorunu önlemek için Dodd-Frank yasası, sistemik olarak önemli gölge bankaların risk alımını azaltmak için hükümete düzenleme yetkisi vermiştir. Aynı zamanda hükümete başarısız olan gölge bankaların kontrolünü ele geçirebilmesi için gerekli gücü de sağlamıştır. Bu sayede vergi mükelleflerine yük ödetilerek banka sahiplerinin haksız yere zenginleştirilmelerinin önlenmesine çalışılmaktadır. Ek olarak düzenleme kurullarına, herhangi bir kaybı telafi etmek için 50 milyar dolardan daha fazla varlığa sahip finansal kuruluşlara el koyma (haczetme) hakkı verilmiştir.

Dodd-Frank yasasının, gelecekteki düzenlemelere ilişkin pek çok ayrıntıyı göz ardı ettiği ve düzenleme ihtiyacı duyulan bazı önemli konuları da ele almadığı görülmüştür. Bu kapsamda eksik bırakılan birkaç konu şu şekilde sıralanabilir (Mishkin, 2013: 317-318):

1. *Sermaye Gereksinimleri (Capital Requirements)*: Finansal kuruluşların düzenlenmesi ve denetimi, üstlendikleri risk miktarı ile başa çıkabilmek için yeterli sermayeye sahip olduklarını garanti etmelidir. Son küresel kriz göstermiştir ki; bu alanda ilgili kuruluşların güçlendirilmesi gerekmektedir. Kriz öncesinde üstlenilen riskler göz önüne alındığında geleneksel bankalar ve yatırım bankalarının, varlıklarına ve riskli faaliyetlerine kıyasla yeterli sermayeye sahip olmadıkları ortaya çıkmıştır. Benzer şekilde, AIG'nin sermayesi kredi sigortası ihraç ederek üstlendiği yüksek riski karşılamak için yeterli değildi. Söz konusu kurumların tümü için sermaye gereksinimlerinin kesinlikle artırılması gerekmektedir. Bankaların sponsorluğundaki sözde bilanço dışı enstrümanlar olan fakat yapılandırılmış yatırım araçlarının başı derde girdiğinde tekrardan bilançolara geri dönen SIV'lerin durumu göstermiştir ki; bazı bilanço dışı faaliyetlerinin, sanki

bilanço üzerindeymiş gibi ele alınmaları gerekmektedir. Bu konu, gelecekteki düzenlemelerin odak noktalarından biri olmalıdır. TBTF sorunu nedeniyle SIFI'ler daha fazla risk alma eğilimindedir ve bu yüzden FED ve Basel Komitesi, bu kurumlar için sermaye gereksinimlerini artırma düzenlemeleri üzerinde çalışmaktadır. Sermaye gereksinimlerinin, kredi piyasalarındaki ani yükseliş sonrası çöküş döngüsünü (boom-and-bust cycle) engellemek için, genişleme dönemlerinde artırılıp, daralma dönemlerinde azaltılarak ayarlanabilir olması, böylece konjonktür karşıtı (countercyclical) hale getirilmesi önem arz etmektedir.

2. *Maaş Ödemeleri (Compensation)*: Kamuda şiddetle tartışılan yüksek ücretler (high fees) ve yönetici maaşları (executive compensation) finansal hizmetler endüstrisinin felaketle sonuçlanan yüksek riskli menkul kıymetleri oluşturmaları için bir teşvik yaratmıştır. Düzenleyiciler özellikle Federal Reserve, risk alımını azaltacak finansal hizmetler sektöründeki tazminatlarda (ücretlerde) değişiklik yapmak için mevcut düzenlemeleri yakından incelemektedir. Örneğin düzenleyiciler, bonusların kazanıldıktan sonraki birkaç yıl içinde ve firmanın söz konusu dönemde hala sağlıklı olması şartı ile ödenmesi düzenlemesi üzerinde çalışmaktadır. Bu tür bir 'geri alma' (clawback) uygulamasının; çalışanları, gelecekte bu ikramiyelerin ödenme olasılığını artıracak şekilde faaliyetlerinin riskliliğini azaltıcı yönde teşvik etmesi beklenmektedir.

3. *Hükümet Destekli Kuruluşlar (Government-Sponsored Enterprises (GSEs))*: Dodd Frank yasasındaki önemli boşluklardan biri de; Fannie Mae ve Freddie Mac gibi hükümet destekli kuruluşları ele almamasıdır. Bu firmaların her ikisi de ciddi mali sıkıntı içine girmiş ve hükümet tarafından devralınmak durumunda kalmıştır. Muhtemel sonuç vergi mükellefleri üzerine çok büyük maliyetler yüklemiştir. Bunun yeniden oluşmasını engellemek için, hükümet dört yol izleyebilir: (1) GSE'lerin devlet sponsorluğundan alınması sureti ile tamamen özelleştirilmeleri ve böylece borçları için örtülü desteğin kaldırılması. (2) GSE'lerin tamamen kamulaştırması ve devlet kurumları haline getirilmeleri. (3) GSE'lerin özel sektöre ait bırakılmaları fakat aldıkları risk miktarını kısıtlamak ve yüksek sermaye standartları empoze etmek amacıyla düzenlemelerin

güçlendirilmesi. (4) GSE'lerin özel sektöre ait bırakılmaları fakat başarısız olmaları durumunda vergi mükelleflerini büyük kayıplara maruz bırakmayacak veya finansal sistemde sistemik risk teşkil etmeyecek şekilde önemli ölçüde küçülmeye zorlanmaları.

4. *Kredi Derecelendirme Kuruluşları (Credit-Rating Agencies)*: Kredi derecelendirme kuruluşlarının karşılaştığı çıkar çatışmalarını sınırlamak ve güvenilir derecelendirme yapmalarını teşvik etmek amacıyla daha fazla düzenleme yapılmasına ihtiyaç duyulmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından sağlanan yanlış değerlendirmeler; finansal sistemde risk alımını teşvik etmiş ve yatırımcıların yatırımları konusunda doğru seçimler yapmaları için ihtiyaç duydukları güvenilir bilgiye ulaşmalarını engellemiştir. Son yıllarda kredi derecelendirme kuruluşlarının kötü performansları göz önünde bulundurulduğunda, Basel II sermaye gereksinimleri konusunda kredi derecelendirmelerine duyulan güvenin yeniden düşünülmesi gerekmektedir.

Küresel kriz, SIFI'ların tüm toplum tarafından üstlenilen yüksek maliyetlere yol açabileceğini ortaya koymuştur. Söz konusu kuruluşların TBTF olmaları nedeniyle finansal zorluk yaşamaları durumunda kamu tarafından destekleneceklerini düşünmeleri 'ahlaki tehlike' sorununa yol açmaktadır. SIFI tanımına giren kuruluşların hissedar ve yöneticileri, gelecekte oluşacak finansal krizlerde kamu yardımı alacaklarını düşünerek, kısa dönemli kârları artırmak amacıyla yüksek riskli işlemler gerçekleştirebilmektedir. Bu şekilde risk alınması, SIFI'ların yanı sıra ekonominin geneli için de gelecekte oluşması muhtemel krizler için zemin hazırlamaktadır. Bir taraftan, ölçek ekonomisi sayesinde finansal kuruluşların optimal büyüklüğe ulaşmaları halinde daha verimli olmaları; diğer taraftan küreselleşme ile birlikte kendisini gösteren büyüme, karmaşıklıkla, çok taraflı bağlantı gibi büyük kuruluşların taşıdığı muhtemel sistemik risk endişeleri, 'optimal bir risk-verimlilik dengesi' tesisinin zorunlu olduğunu göstermiştir. Bu kapsamda SIFI'lar, başta G20 toplantıları olmak üzere uluslararası düzeyde tartışılan ana gündem konularından biri olmuştur (Türker, 2015: 75-76)

Her ne kadar küresel krizin benzeri bir örneğinin tekrar yaşanmasını önlemek için daha fazla düzenlemeye ihtiyaç duyuluyor olsa da, çok fazla ya da kötü tasarlanmış

düzenlemelerin finansal sistemin etkinliğine engel olabileceği tehlikesinin dikkate alınması gerekmektedir. Sistemik risklerin azaltılması amacıyla yapılacak katı düzenlemelerin finansal kurumları, düzenlemelerin dışında kalmak amacıyla yeni yollar aramaya sevk edebileceği de unutulmamalıdır.

JPMorgan Chase'in 2010 yılı faaliyet raporunda belirtildiği üzere: *'...Düzenlemeler, sürekli iyileştirme oluşturan bir sistem kurmalıdır. Kusursuz kurallar oluşturmaya çalışmanın görünmeyen zorlukları bulunmaktadır. Düzenleyicilerin yapması gereken, gerçek zamanlı olarak piyasadaki değişikliklere yanıt verebilecek bir sistem getirmek, sürekli iyileşmeyi teşvik eden bir kültür oluşturmak ve hem gaz pedallarında hem de frenlerde işe yarayan etkin araçlar tasarlamaktır. Ekonomi yönetiminde iyi iş çıkarmalarını sağlayacak olan budur'.*

ABD'de finansal sistemi düzenleyen birçok yasa geçmesine rağmen, çalışmanın amacına uygun olarak Tablo 4'de yirminci yüzyılın başlarından itibaren çıkarılan temel finans yasaları ve bunların kilit nitelikteki maddeleri listelenmektedir.

**Tablo 4: ABD'de Önemli Finansal Yasalar**

| Yasanın Tarihi ve Adı                                                                                                        | Yasanın İçeriği                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>1913 Federal Rezerv Yasası (Federal Reserve Act)</b>                                                                      | •Federal Rezerv Sistemi'ni oluşturmuştur.                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>1927 McFadden Yasası</b>                                                                                                  | •Bankaların eyaletler çapında şube açmaları kesin bir şekilde yasaklanmıştır.<br>•Ulusal bankalar ve eyalet bankaları şubeleşme konusunda eşit şartlara tabi kılınmıştır.                                                                                                                       |
| <b>1933 (Glass-Steagall) ve 1935 Bankacılık Yasaları</b>                                                                     | •FDIC'yi kurmuştur.<br>•Ticari bankacılık, menkul kıymet endüstrisinden ayrılmıştır.<br>•Çek yazılabilir mevduatlara faiz ödenmesi yasaklanmış ve bu tür mevduatlar sadece ticari bankalarla sınırlandırılmıştır.<br>•Diğer mevduatlara faiz oranı üst sınırı getirilmiştir.                    |
| <b>1933 Menkul Kıymetler Kanunu (Securities Act) ve 1934 Menkul Kıymetlerin Alım Satım Yasası (Securities Exchange Act)</b>  | •Yatırımcıların, kamusal satışa sunulan menkul değerlere ilişkin finansal bilgi almasını gerektirmiştir.<br>•Menkul kıymetlerin satışında yanlış beyanlar ve dolandırıcılık yasaklanmıştır.<br>•Menkul kıymetler ve Borsa Komisyonu (Securities and Exchange Commission (SEC)) oluşturulmuştur. |
| <b>1940 Yatırım Şirketleri Yasası (Investment Company Act) ve 1940 Yatırım Danışmanları Yasası (Investment Advisers Act)</b> | •Yatırım fonları da dâhil olmak üzere yatırım şirketlerini ve yatırım danışmanlarını regüle etmiştir.                                                                                                                                                                                           |
|                                                                                                                              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |



|                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>1956 Banka Holding Şirketleri Yasası (Bank Holding Company Act) ve Douglas Düzenlemesi (Douglas Amendment)</b>                                | <ul style="list-style-type: none"> <li>•Banka holding şirketlerinin (bank holding companies (BHCs)) statüsü tanımlanmıştır.</li> <li>•FED'e BHC'leri düzenleme sorumluluğu verilmiştir.</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| <b>1980 Mevduat Kurumlarının Dereglasyonu ve Parasal Kontrol Yasası (Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act (DIDMCA))</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>•Tasarruf ve kredi kurumlarının (triftlerin) aktivite alanı genişletilmiştir.</li> <li>•NOW ve sweep hesaplarının ulus çapında uygulanabilirliği sağlanmıştır.</li> <li>•Mevduat faiz oranına getirilen üst sınır kaldırmıştır.</li> <li>•Kredilere uygulanan çok yüksek faizi (tefeciliği) (usury ceilings) ortadan kaldırmıştır.</li> <li>•Mevduat sigortasını 100.000\$' a yükseltmiştir.</li> <li>•Tüm mevduat kurumları FED'de mevduat tutma konusunda aynı gerekliliklere tabi olmuş, bu nedenle üye ve üye olmayan bankalar rezerv zorunlulukları (reserve requirements) ile ilgili olarak eşit hale getirilmiştir.</li> <li>•Bütün mevduat kurumlarına, reeskont penceresi ve çek tahsili gibi FED olanaklarına eşit bir şekilde erişme imkanı sağlanmıştır.</li> </ul> |
| <b>1987 Bankacılık Rekabetinde Eşitlik Yasası (Competitive Equality in Banking Act (CEBA))</b>                                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>•FSLIC'ye 10.8 milyar \$ aktarılmıştır.</li> <li>•Sıkıntılı bölgelerde alacak haklarının düzenlenmesinde yeni koşullar getirilmiştir.</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>1989 Finansal Kurumlarda Reform, Kurtarma ve Güçlendirme Yasası (Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act (FIRREA))</b>    | <ul style="list-style-type: none"> <li>•S&amp;L'lerin iflaslarının çözümü için fon sağlanmıştır.</li> <li>•FSLIC ve Federal Konut Kredisi Banka Kurulu kaldırılmıştır.</li> <li>•Tasarruf kurumlarının düzenlenmesi için Tasarruf Kurumlarını Düzenleme Ofisi (Office of Thrift Supervision) kurulmuştur.</li> <li>•Borcunu ödeyemeyen tasarruf kurumlarını kurtarmak için Çözüm Güven Anonim Şirketi (Resolution Trust Corporation) oluşturulmuştur.</li> <li>•Mevduat sigortasının primi artırılmıştır.</li> <li>•S&amp;L'lerin aktivitelerine yeniden kısıtlama getirilmiştir.</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>1991 Federal Mevduat Sigorta Kurumunu Geliştirme Yasası (Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act (FDICIA))</b>                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>•FDIC'nin mali yapısı değiştirilmiştir.</li> <li>•TBTF politikasına sınırlamalar getirilmiştir.</li> <li>•Acil düzeltici tedbirler (prompt corrective action) koşullar getirilmiştir.</li> <li>•Risk temelli prim oluşturulması için FDIC'ye talimatlar verilmiştir.</li> <li>•İnceleme, sermaye gerekliliği ve raporlama gerekliliği artırılmıştır.</li> <li>•Yabancı Bankaları Denetleme Yasası (Foreign Bank Supervision Enhancement Act (FBSEA)) çıkartılmış, FED'in yabancı bankaları denetleme otoritesi güçlendirilmiştir.</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>1994 Riegle-Neal Eyaletler Arası Bankacılık ve Şubeleşme Etkinliği Yasası (Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act)</b>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>•Eyaletlerarası bankacılık yasaklarını kaldırmış ve böylece ülke çapında bankacılık sisteminin temelini atmıştır.</li> <li>•Farklı eyaletlerde şube açmaya izin vermiştir.</li> <li>•Ulus çapındaki bölgesel sözleşmeleri genişletmiş ve eyaletlerarası bankacılığı yasaklayan McFadden Yasası ve Douglas Düzenlemesi'ni ortadan kaldırmıştır.</li> <li>•Banka holding şirketlerinin diğer eyaletlerdeki bankaları satın almasına imkan vermiş, aynı zamanda eyalet yasalarının varlığına rağmen banka holding şirketlerinin farklı eyaletlerde sahip oldukları bankaları birleştirerek, farklı eyaletlerde şubeleri olan tek bir banka haline getirilmesine de olanak tanımıştır.</li> </ul>                                                                                   |
| <b>1999 Gramm-Leach-Bliley Finansal Hizmetlerin Modernizasyon Yasası (GLBA)</b>                                                                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>•Glass-Steagal Yasası (GSA)'nı feshetmiş ve bankacılık ile menkul kıymet endüstrileri arasındaki ayrımı ortadan kaldırmıştır</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>2002 Sarbanes-Oxley Yasası (SOA)</b>                                                                                                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>•Halka Açık Şirketler Muhasebe Gözetim Kurulu (PCAOB)'nu oluşturmuştur.</li> <li>•Denetim komitesinin bağımsızlığı sağlanmıştır.</li> <li>•Belirli çıkar çatışmalarını yasaklamıştır.</li> <li>•Firmanın CEO'sunun (CEO: Chief Executive Officer) ve mali işler üst yöneticisinin (CFO: Chief Financial Officer) firmanın icraatlarını ve finansal durumunu (özellikle bilanço dışı işlemlerini) periyodik olarak dikkatlice</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |

|                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                                                                                                  | incelemesi ve belgelemesini zorunlu hale getirilmiştir.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>2005 Federal Mevduat Sigorta Reformu Yasası (Federal Deposit Insurance Reform Act)</b>                                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>•FDIC bünyesinde Banka Sigorta Fonu (Bank Insurance Fund (BIF)) ve Tasarruf Kurumları Sigorta Fonu (Savings Association Insurance Fund (SAIF)) olarak tanımlanmış olan fonlar birleştirilerek Mevduat Sigorta Fonu (Deposit Insurance Fund (DIF)) adını almıştır.</li> <li>•Bireysel emeklilik hesaplarındaki mevduat sigortası tutarı hesap başına 250.000 \$'a yükseltilmiştir.</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>2010 Dodd-Frank Wall Street Reformu ve Tüketici Koruma Yasası (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>•İpotek ve diğer finansal ürünleri düzenlemekle görevli Tüketici Finansal Koruma Bürosu (CFPB) oluşturulmuştur.</li> <li>•Belirli türev ürünlerin merkezi takas ve borsalar aracılığıyla alım-satımının yapılması gerekli kılınmıştır.</li> <li>•Hükümetin tasfiye yetkisi, finansal holding şirketlerinin hükümet tarafından devralınmalarına izin vermektedir.</li> <li>•Sistemik öneme sahip finansal kuruluşları düzenlemek amacıyla Finansal İstikrar Gözetim Konseyi (FSOC) oluşturulmuştur.</li> <li>•Bankaların özel sermaye fonları ve hedge fonlarının büyük bir kısmına sahip olmaları yasaklamıştır.</li> </ul> |

**Kaynak:** Mishkin, 2011a: 289-290; 2013: 310-311

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 3. KÜRESEL KRİZ SONRASI TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASI STRATEJİSİ VE YENİ DÖNEM MERKEZ BANKACILIĞI

Çalışmanın üçüncü bölümünde, TCMB'nin 2010 yılının sonlarından itibaren uyguladığı yeni para politikası stratejisi değerlendirilmektedir. Bu doğrultuda birinci başlıkta, öncelikle oynak sermaye hareketleri, hızlı kredi genişlemesi ile varlık ve emtia fiyatlarındaki dalgalanmalardan kaynaklanan finansal riskleri azaltmak için kullanılan yeni para politikasının ortaya çıkış süreci anlatılmakta ve yeni politikaya geçiş nedenlerinden bahsedilmektedir. Daha sonra fiyat istikrarı ve finansal istikrar ilişkisi detaylandırılmakta, yeni para politikası stratejisi hakkında genel bilgiler verilerek, makro-ihiyatı politika araçlarının nasıl ve hangi amaca yönelik olarak kullanıldığı açıklanmaktadır. İkinci başlıkta, Türkiye özelinde asimetrik faiz koridoru, ROM ve likidite yönetiminin aktif birer politika aracı olarak kullanılması merkez bankacılığında yeni bir yaklaşım olduğu için, söz konusu politika araçlarına ilişkin detaylı bilgiler verilmiştir. Üçüncü başlıkta iletişime dair hususlar ele alınmaktadır.

#### 3.1. Yeni Para Politikası Stratejisi ve Ortaya Çıkış Süreci

Küresel finansal kriz sonrasında TCMB, fiyat istikrarını sağlama ve sürdürme temel amacı ve finansal istikrarı gözetmek görevi doğrultusunda, makro finansal riskleri kontrol altında tutmaya yönelik olarak 2010 yılının sonlarından itibaren birden fazla aracın birlikte kullanıldığı yeni bir politika stratejisi tasarlamış ve uygulamaya koymuştur. Aşağıdaki kısımlarda söz konusu stratejiye ilişkin detaylı bilgiler verilmektedir.

### 3.1.1. Küresel Kriz Döneminde Alınan Tedbirler, Çıkış Stratejisi ve Kriz Sonrası İç ve Dış Talepte Ayrışma

Gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında başlayan küresel krizin, 2008 yılının son çeyreğinden itibaren tüm dünyayı kapsayacak şekilde derinleşmesini takiben, bütün ülkelerde ekonomi politikalarının krizin etkilerini azaltmaya odaklandığı gözlenmektedir. Türkiye de bu doğrultuda hareket ederek, para ve maliye politikalarını krizin olumsuz etkilerini sınırlayacak şekilde yönlendirmiştir. TCMB, aktif bir politika izleyerek, kriz sürecinde iktisadi faaliyet üzerinde oluşabilecek tahribatı sınırlamaya odaklanmıştır. Bu kapsamda TCMB, sadece piyasa sağladığı likidite desteğini artırmakla kalmayıp, aynı zamanda hızlı faiz indirimleriyle de finansal sistemin ve kredi piyasalarının işlerliğini korumayı amaçlamıştır. Buna ek olarak, bankalararası para piyasalarının kesintisiz ve etkin bir biçimde çalışmasına yönelik tedbirler alınmış, destekleyici kamu maliyesi politikaları uygulanmaya başlanmış ve özel sektöre yönelik kredi desteği mekanizmaları oluşturulmuştur. TCMB, 2008 yılı Kasım ayında parasal genişleme sürecini başlatmış ve bu tarihten itibaren yaklaşık bir yıllık süreçte politika faizlerini 1025 baz puan azaltmıştır. Böylece, gelişmekte olan ülkeler (GOÜ) arasında hem en erken faiz indirmeye başlayan hem de toplamda en fazla faiz indiren merkez bankası olmuştur. Alınan bu önlemler, krizin en derin dönemlerinin atlatılmasının ardından, Türkiye ekonomisinin güçlü bir toparlanma eğilimine girmesine önemli katkı sağlamıştır (Başçı ve Kara, 2011: 10; TCMB, 2015a: 30).

Krizden çıkış sürecinde gerek finansal sistemin sağlam yapısı, gerekse hane halkı bilançolarının kriz döneminde zarar görmemiş olması toparlanma sürecini destekleyen temel unsurlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Yaşanan gelişmeler doğrultusunda, Türkiye ekonomisinin 2009 yılının ortalarından itibaren iç talep öncülüğünde bir canlanma sürecine girdiği gözlenmiştir. Fakat iç talepteki hızlı büyüme ve Türk lirasının (TL) değerlenmesi ithalat artışını hızlandırmıştır. Ancak Türkiye'nin ana ticaret ortaklarındaki toparlanma ise çok daha yavaş gerçekleşmiştir. Bu nedenle kriz sonrası dönemde dış talep göreceli olarak daha zayıf bir seyir izlemiştir. Bu gelişmelerin sonucunda, ihracatın büyüme hızı, ithalat artış oranının oldukça gerisinde kalmıştır. Diğer bir ifadeyle, bu dönemde iç ve dış talep arasındaki makas açılarak, iç ve dış talepte ciddi bir 'ayrışma' (divergence) yaşanmıştır (Başçı ve Kara, 2011: 10; Kara, 2012a: 11).

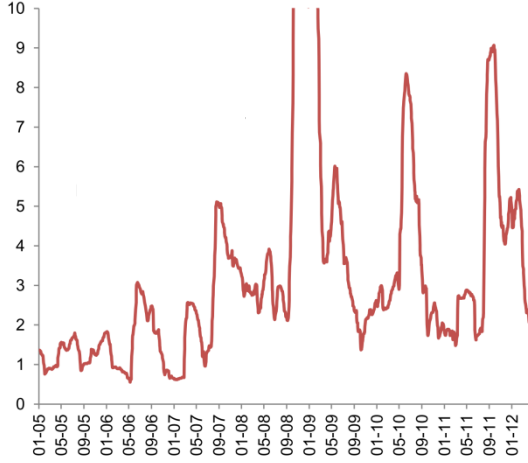
Krizin etkilerinin hafiflemesini ve iktisadi faaliyetteki toparlanmayı göz önünde bulunduran TCMB, kriz sırasında alınan likidite önlemlerinin geri alınmasını ve para politikasının operasyonel çerçevesinin normalleştirilmesini içeren ‘*çıkış stratejisini*’ 14 Nisan 2010 tarihinde açıklamıştır. Çıkış stratejisi kapsamında, piyasadaki likidite kademeli olarak azaltılmıştır. Nitekim piyasadaki likidite koşullarının öngörüldüğü şekilde gelişmesiyle birlikte, 18 Mayıs 2010 tarihli Para Politikası Kurulu (PPK) kararı ile teknik faiz ayarlaması sürecinin ilk adımı atılarak, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranlarının politika faiz oranı olarak belirlenmesine karar verilmiştir (TCMB, 2013a: 19).

### **3.1.2. Niceliksel Genişleme Politikalarının GOÜ'lere ve Türkiye'ye Yansımaları: Küresel Dengesizlikler ve Sermaye Hareketleri**

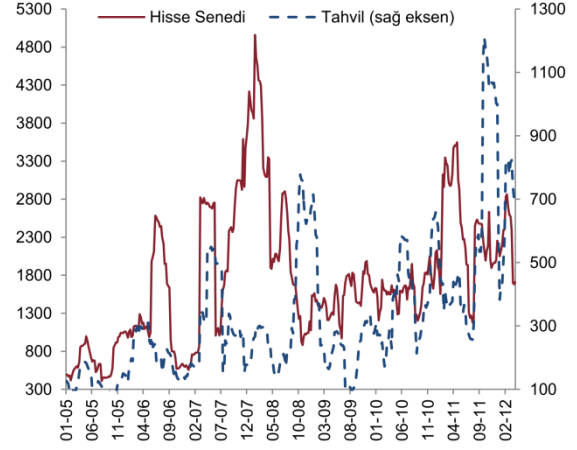
Küresel finans krizi sonrasında gelişmiş ülke merkez bankalarının krizin etkilerini sınırlamak amacıyla uyguladıkları geleneksel olmayan para politikalarının birçok GOÜ üzerinde olduğu gibi Türkiye’de de önemli yansımaları olmuştur. Bu dönemde kısa vadeli yurt dışı finansman imkânlarının bol ve düşük maliyetli olarak sağlanabilmesi kısa vadeli sermaye girişlerinin artmasına yol açmıştır. Söz konusu akımlar temelde iki kanaldan etkili olmuştur. Bollaşan kısa vadeli küresel likidite; bir yandan yerli paranın aşırı değerlenmesine yol açarak, ithalat talebini uyararak, böylece iç ve dış talep arasındaki ayrışmayı daha da belirginleştirmiştir. Diğer yandan, bankacılık sistemi aracılığıyla hane halkı ve şirketler kesiminin krediye erişimini kolaylaştırarak, kredi arzının hızla artmasına ve yurt içi kredi kullanımının ivmelenmesine sebep olmuştur. Bu da iç talepteki canlanmayı destekleyerek tüketimin hızlanmasına yol açmış ve emtia fiyatlarındaki hızlı artışlar ile birleştiğinde finansman kalitesi giderek düşen bir cari açık sorununu beraberinde getirmiştir. Bu gelişmelere bağlı olarak, Türkiye ekonomisi küresel kriz sonrası toparlanma sürecinde yakın tarihinde yaşamadığı şekilde iç ve dış talepte hızlı bir ayrışma, kısa vadeli sermaye girişlerinde artış, dış ticaret ve cari işlemler dengesinde ciddi bozulma ve hızlı kredi büyümesi ile karşı karşıya kalmıştır (Başçı ve Kara, 2011: 11-19; Başçı, 2012a: 4).

## Grafik 19: Küresel Kriz Sonrası Artan Risk İştahı ve Sermaye Hareketleri

(a) Küresel Risk İştahının Oynaklığı



(b) GOÜ'lere Yönelen Sermaye Akımlarındaki Oynaklık



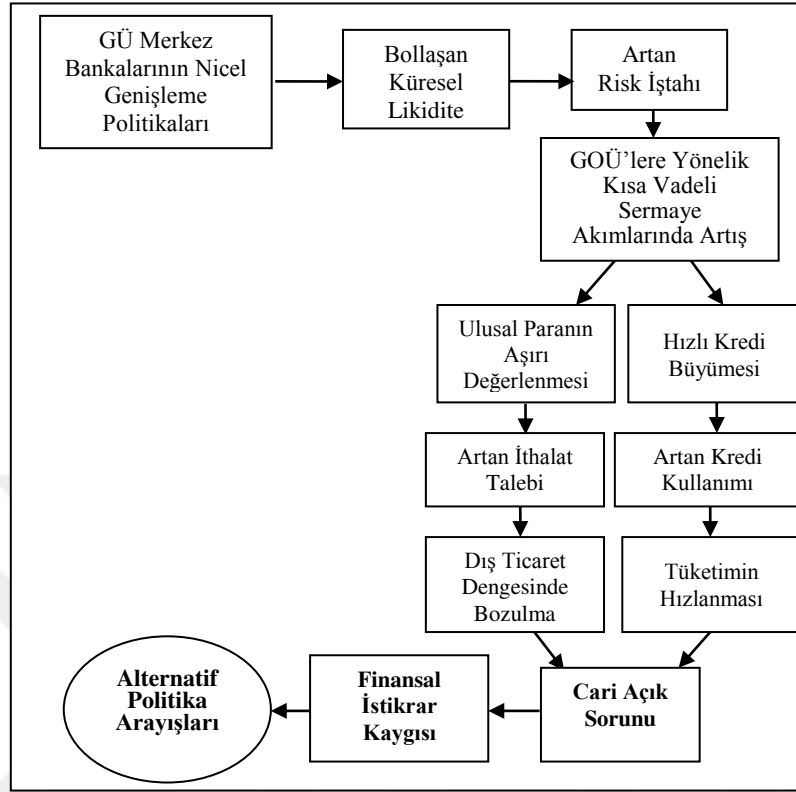
**Not:** VIX Oynaklık Endeksi'nin 3-aylık hareketli standart sapmaları ile tahvil ve hisse senedi piyasasına akımların 3-aylık hareketli standart sapmaları alınmıştır.

**Kaynak:** Kara, 2012b: 7

Grafik 19, küresel kriz sonrası dönemde artan riski iştahı<sup>25</sup> ve sermaye hareketlerini göstermektedir. Grafik 19a'da verilen VIX endeksinin oynaklığı küresel piyasalardaki risk algısındaki ve risk iştahındaki değişiklikleri temsil etmektedir. Endeksin yükselişi; küresel finansal piyasalarda belirsizliklerin ve risk algısının arttığı, küresel likiditenin daraldığı, risk iştahının azaldığı ve buna bağlı olarak sermaye akımlarının yavaşladığını ya da tersine döndüğünü göstermektedir. Endeksin düşüşü ise; küresel finansal piyasalarda belirsizliklerin ve risk algısının azaldığı, küresel likiditenin bollaştığı, risk iştahının yükseldiği ve buna bağlı olarak sermaye akımlarının hızlandığı yoğun sermaye girişi dönemlerine karşılık gelmektedir. 9 Ağustos 2007 BNP Paribas şoku ve 15 Eylül 2008 Lehman'ın iflası VIX endeksinin ilgili dönemlerdeki yükselişinden takip edilebilmektedir. Krize tepki olarak başvurulana geleneksel olmayan para politikaları ile artan küresel likidite sonucu, VIX endeksinin düşüşünden görülebileceği üzere, risk algısı azalmış, risk iştahı yükselmiş ve sermaye akımları hızlanmıştır. Grafik 19b'den açık bir şekilde görüldüğü gibi, küresel kriz sonrası dönemde Türkiye dahil GOÜ'lere yönelik sermaye akımlarının miktarı ve oynaklığı önemli ölçüde artmıştır. Bu durum söz konusu ülkelerde kredi büyümesi ve döviz kurlarında aşırı oynaklık yaratarak finansal ve makroekonomik istikrarı bozucu etkiler yapmaktadır.

<sup>25</sup> Risk iştahı (risk appetite), finansal piyasalarda olumlu beklentilerin artmasıyla birlikte artan, olumsuz beklentilerle azalan alım yapma isteğidir (TCMB, 2016a).

**Şekil 22: GÜ'lerin Niceliksel Genişleme Politikalarının GOÜ'lere ve Türkiye'ye Yansımaları**



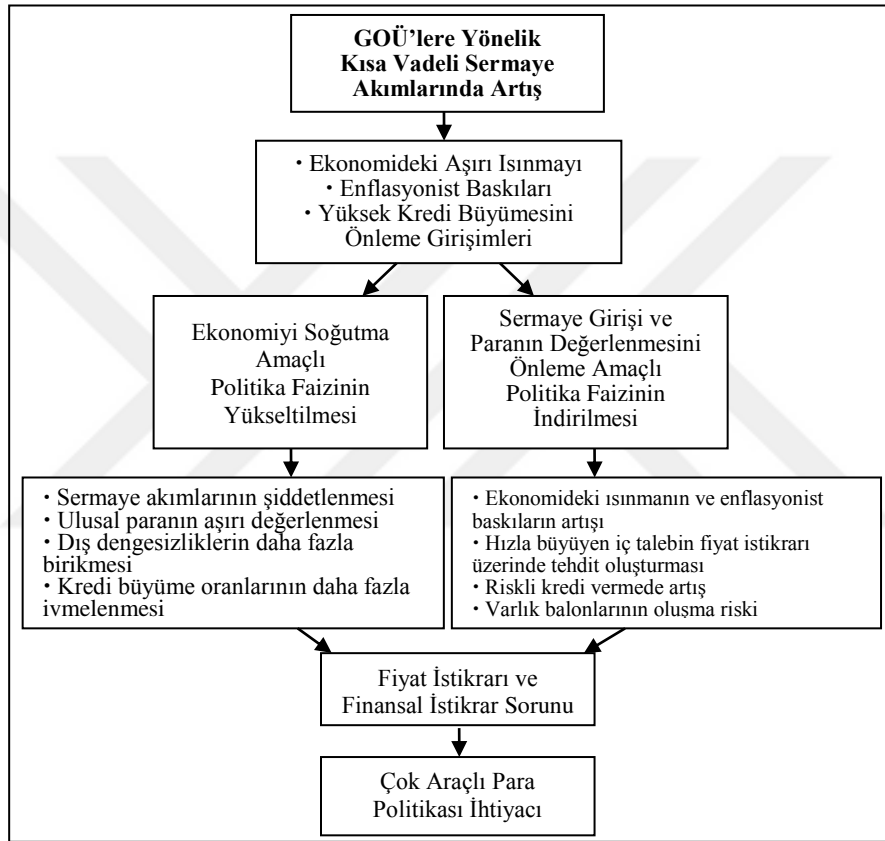
**Kaynak:** Yazar tarafından çizilmiştir.

Küresel finans krizinin sonrasında meydana gelen uluslararası iktisadi konjonktürün en belirleyici unsurları, gelişmiş ekonomilerde devam eden genişletici para politikası ve bunun yansıması olarak ortaya çıkan güçlü sermaye akımlarıdır. Bu dönemde sermaye girişlerinin kalitesindeki bozulma, cari işlemler açığındaki artış ve finansmanının kısa vadeli sermaye girişleri ve portföy yatırımları ile sağlanması, ve hızlı seyreden kredi genişlemesinin yol açtığı riskler bir araya gelerek, küresel risk iştahındaki ani değişimlere karşı ekonominin kırılganlığını artırmıştır. Bu da, makroekonomik ve finansal istikrara dair kaygıları gündeme getirmiş ve geleneksel para politikası uygulamalarının dışında, şoklara karşı süratli bir şekilde tepki verilebilmesine olanak tanıyan, daha esnek politika arayışlarına yol açmıştır. Finansal istikrara<sup>26</sup> ilişkin risklerin artması orta ve uzun vadede

<sup>26</sup> *Finansal istikrar* (financial stability), finansal piyasalarda, bu piyasalarda faaliyet gösteren kurumlarda ve ödeme sistemlerindeki istikrarı ve şoklara karşı dayanıklılığı ifade etmektedir. Bu alanlardaki istikrar genelde finansal sistemin sağlıklı ve istikrarlı işlemesini, dolayısıyla ekonomideki kaynakların üretken bir şekilde tahsisini ve risklerin uygun bir şekilde yönetim ve dağılımını beraberinde getirmektedir. Finansal istikrarsızlığın ise ekonomide önemli sorunlar yaratacağı bilinen bir olgu olup, yaşanan finansal krizlerin yüksek maliyeti finansal istikrarın önemine işaret etmektedir (TCMB, 2016a).

fıyat istikrarını<sup>27</sup> tehdit etme potansiyeli taşıdığından, para politikası stratejisinde finansal istikrarı da dikkate alan farklı yaklaşımları gerekli kılmıştır. İçinde bulunulan dönemin olağanüstü küresel konjonktürü, merkez bankalarını alışlagelmiş yaklaşımların dışına çıkarak alternatif politikalar tasarlamaya yöneltmiştir (Başçı ve Kara, 2011: 10-25; Başçı, 2012a: 4).

### Şekil 23: Politika Faizinin Tek Başına Kullanımı: Fıyat İstikrarı ve Finansal İstikrar Ödünleşimi



**Kaynak:** Yazar tarafından çizilmiştir.

Güçlü sermaye akımlarının gerek döviz kurları üzerinden gerekse bankacılık sisteminin erişebildiği fonları artırmak yoluyla cari işlemler açığını artırdığı bir konjonktürde, merkez bankalarının ekonomideki ısınmayı ve enflasyonist baskıları da kontrol altında tutması gerekmektedir. Ancak, ekonomiyi soğutma amacıyla politika faizini yükseltmek sermaye akımlarının şiddetlenmesine yol açabilecektir. Öte yandan, sermaye akımlarını hafifletmek amacıyla yapılabilecek bir faiz indirimi ise ekonomideki ısınmayı

<sup>27</sup> Fıyat istikrarı (price stability), insanların yatırım, tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranını ifade etmektedir (TCMB, 2013a: 8).



ve enflasyonist baskıları artırıcı bir etki yaratacaktır. Para politikasının fiyat istikrarı temel amacından ödün vermeden finansal istikrarı da aktif bir şekilde gözetebilmesi için tek bir araç yeterli olmamaktadır. Bundan dolayı temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarına ilave olarak, diğer para politikası araçlarının da etkin bir şekilde kullanıma sokulması gerekmektedir (Alper ve Tiryaki, 2011: 3-7).

Tek bir araçlı geleneksel enflasyon hedeflemesi çerçevesi büyük dış şoklar meydana geldiğinde politika ödünleşimlerine yol açabilmektedir. Sermaye girişlerinin olduğu bir dönemde ekonomideki aşırı ısınmayı, enflasyonist baskıları ve yüksek kredi büyümesini önlemek için politika faizinin artırımı daha fazla sermaye akımı çekebilir. Bu da ulusal paranın aşırı değerlenmesine ve dış dengesizliklerin birikimine yol açabilir. Diğer taraftan, daha fazla sermaye girişini ve döviz kurundaki değerlenmeyi önlemek için politika faizinin düşürülmesi ise daha büyük balonları besleyerek enflasyon üzerine olumsuz etkilere yol açabilir (Küçük ve diğerleri, 2015: 1-2). Dolayısıyla, Merkez bankaları karşılaştıkları fiyat istikrarı-finance istikrar ödünleşiminin üstesinden gelebilmek için alternatif politikalara yönelmektedir.

Yukarıda da bahsedildiği üzere, küresel kriz sonrası dönem, gelişmiş ülkelerin genişletici para politikaları ile karakterize edilmektedir. Bu da küresel piyasalarda aşırı likiditeye ve küresel risk iştahında hızlı değişimlere yol açmıştır. 2009 yılının ilk yarısından itibaren, gelişmiş ülkelerdeki parasal genişleme süreci Türkiye'nin de dahil olduğu GOÜ'lere yönelik sermaye girişlerinin artmasına neden olmuştur. Bu gelişmenin bir sonucu GOÜ'lerin karşı karşıya kaldığı potansiyel makroekonomik istikrarsızlıklar olmuştur. Burada en önemli endişe kaynağı, sınırsız sermaye girişlerinin söz konusu ülkelerde döviz kuru değerlenmesi, aşırı kredi büyümesi veya varlık fiyat balonları gibi sorunlara yol açabileceği düşüncesidir. Devasa miktardaki küresel likidite GOÜ'lerin çoğunu, oynak sermaye akımlarının yarattığı finansal istikrar sorunları ile başa çıkabilmek için para politikası çerçevelerini değiştirmeye zorlamıştır. Bu nedenle, birçok gelişmekte olan piyasa ekonomisi, oynak sermaye akımlarının yarattığı finansal istikrar sorunlarını ele almak üzere para politikası çerçevelerini değiştirerek makro ihtiyati önlemler almıştır (Küçük ve diğerleri, 2015: 1).

### **3.1.3. Türkiye’de Makro İhtiyati Politika Uygulaması ve Yeni Politika Stratejisi**

TCMB, küresel dengesizliklerden kaynaklanan makro finansal riskleri sınırlamak amacıyla finansal istikrarı destekleyici bir amaç olarak gözeterek 2010 yılı sonlarından itibaren yeni bir politika çerçevesi uygulamaya koymuştur. Bu doğrultuda krediler ve döviz kuru gibi değişkenler yakından takip edilmekte ve finansal istikrarın önemli bir bileşeni olarak özellikle kredi büyümesine özel önem atfedilmektedir. Kredi büyümesinin iktisadi dinamiklerle uyumlu gerçekleşmesi amacıyla da likidite yönetimi, zorunlu karşılıklar ve faiz politikaları bir arada kullanılmaktadır. Çalışmanın bu kısmında, fiyat istikrarı ve finansal istikrar ilişkisine daha yakından bakılmakta, yeni para politikası stratejisi hakkında genel bir bilgiler verilerek, makro-ihtiyati politika araçlarının nasıl ve hangi amaca yönelik olarak kullanıldığı açıklanmaktadır.

#### **3.1.3.1. Fiyat İstikrarından Finansal İstikrara: Birden Fazla Politika Aracı Gereksinimi**

2001 yılından itibaren örtük bir şekilde, 2006 yılından itibaren ise resmi olarak uygulanan enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde, para politikası fiyat istikrarına odaklı bir strateji izlemiştir. Bu doğrultuda, politika aracı olarak kısa vadeli faizler kullanılmıştır. Uygulanan strateji enflasyonla mücadeleye büyük katkıda bulunmuş, bu dönemde yaşanan küresel şoklara karşı esnek bir şekilde tepki verilebilmesini ve enflasyon beklentilerinin kontrol altında tutulabilmesini sağlamıştır. Böylece, uzun yıllardan sonra enflasyon kalıcı olarak tek haneli seviyelere düşürülmüştür. 1990’lı yıllardan 2000’li yılların ortalarına kadar küresel ölçekte yaşanan makroekonomik istikrar ve bunun sonucu olarak iktisadi değişkenler arasında ortaya çıkan tahmin edilebilir ilişkiler, merkez bankacılığının son derece sade bir analitik çerçeveye oturtulmasına olanak tanımış ve para politikasının bilimi üzerine büyük ölçüde uzlaşa sağlanmıştır. Bu dönemde enflasyon hedeflemesi uygulayan hemen hemen bütün merkez bankalarının iletişim politikası basit bir Yeni Keynesçi model çerçevesinde izah edilebilmektedir. Bu modeller, merkez bankasının davranışını genelde tek bir ana amaç (enflasyon) ve tek bir araç (kısa vadeli faiz oranı) çerçevesinde ele aldığından, iletişim yönünden son derece açık ve sade bir çerçeve

sunmaktadır. Bilindiği üzere, geleneksel enflasyon hedeflemesinde politika faizi olarak kısa vadeli faizler kullanılmaktadır (Başçı ve Kara, 2011: 11-16).

İkinci bölümde bahsedildiği üzere, 2007-09 küresel finans krizi düşük ve istikrarlı enflasyonun tek başına makroekonomik istikrarı garanti edemeyebileceğini göstermiş, fiyat istikrarını sağlamanın yanı sıra finansal istikrara da katkı yapan bir merkez bankacılığı çerçevesi akademisyenler ve politika yapımcılar arasında tartışılmaya başlanmıştır. Fiyat istikrarı amacını tehlikeye atmadan finansal istikrarın para politikası uygulamalarına nasıl dahil edileceği merkez bankacıları arasında önemli bir gündem maddesi haline gelmiştir.

Bilindiği üzere, merkez bankalarının tek bir araçla birden fazla değişkeni kontrol etmesi mümkün değildir (Tinbergen kuralı<sup>28</sup>). Fiyat istikrarını ve finansal istikrarı dengede tutacak faiz oranı ise her zaman aynı olamayabilir. Bu durumda politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranları tek başına yetersiz kalmakta ve merkez bankaları birden fazla politika aracına ihtiyaç duyabilmektedir. Örnek vermek gerekirse, hızlı büyüme dönemlerinde düşük faiz oranları enflasyonun kontrol altında tutulabilmesi için yeterli bir politika aracı iken, finansal risklerin birikmesini engelleyememektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise fiyat istikrarı ve finansal istikrarın gerektirdiği faiz oranları arasındaki fark daha da yüksek olabilmektedir. Küresel büyüme dönemlerinde artan risk iştahı geliştirmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını hızlandırmakta, bilançolardaki vade ve kur uyumsuzluklarını artırmakta, reel kur değerlenmesi ve hızlı kredi genişlemesi yoluyla kaynak dağılımını bozarak finansal istikrara ilişkin risklerin birikmesine yol açabilmektedir. Böyle bir konjonktürde, sermaye girişlerinin yavaşlatılarak makro finansal dengesizliklerin azaltılması bakımından, kısa vadeli faizlerin düşük düzeylerde tutulması doğal bir politika seçeneği olarak ortaya çıkmaktadır. Ancak, faiz oranlarının uzun süre düşük düzeylerde tutulması, hızla büyüyen iç talebi destekleyerek fiyat istikrarını tehdit edebilmektedir. Başka bir ifadeyle, dış dengeyi sağlayan faiz oranı iç dengeyi sağlayan faiz oranından belirgin ölçüde farklılaşabilmektedir. Dolayısıyla, fiyat istikrarını amaçlayan bir merkez bankasının aynı zamanda makro finansal riskleri gözetken politikalar uygulayabilmesi için, özellikle hızlı sermaye girişlerinin yaşandığı dönemlerde, birden fazla politika aracının devreye sokulması gerekebilmektedir (Başçı ve Kara, 2011: 11-12).

<sup>28</sup> Tinbergen kuralı, birbirinden bağımsız çok sayıda politika hedefine ulaşmak için hedefe eşit sayıda politika aracı kullanılması gerektiğini ifade etmektedir. Jan Tinbergen tarafından geliştirilen Tinbergen kuralına göre, para politikası uygulanırken en az amaç sayısı kadar para politikası aracının olması gerekmektedir (Tinbergen, 1952).

Kısacası, finansal istikrar ile fiyat istikrarı arasında zaman zaman ortaya çıkabilecek ödünleşim, politika faizinin yanında ek araçlara ihtiyaç duyulmasını gerektirmektedir. Kısa vadeli faiz oranlarının tek başına yeterli bir politika aracı olmaması, merkez bankalarının birden fazla politika aracı kullanmasını zaruri hale getirmektedir. Nitekim TCMB'nin yeni politika tasarımına giderken birbirini tamamlayıcı nitelikte farklı politika araçlarını bir arada kullanarak araç kümesini de çeşitlendirme yoluna gittiği görülmektedir.

TCMB'nin yeni politika arayışında; küresel kriz sonrası ekonomi politikalarına ve merkez bankacılığına dair değişen yaklaşımların yanı sıra, olağanüstü küresel iktisadi konjonktürün de önemli bir payı olmuştur. TCMB yeni para politikasını tasarlarırken temelde iki gelişmeden etkilenmiştir: (i) dünyada merkez bankacılığına bakışın değişmesi ve (ii) kriz sonrası ortaya çıkan olağanüstü küresel konjonktür. Küresel krizden çıkarılan dersler ve kriz sonrası ortaya çıkan yeni konjonktür merkez bankalarını alternatif politika arayışlarına itmiştir (Kara, 2012a: 35).

### **3.1.3.2. Geleneksel Olmayan Para Politikası Çerçevesi**

Küresel finansal kriz sonrasında gerek risk iştahının ve sermaye akımlarının oynaklığındaki yükseliş, gerekse finansal istikrara yönelik farkındalığın<sup>29</sup> artması merkez bankalarını alternatif politika arayışlarına yönlendirmiştir. Bu gelişmeler doğrultusunda, TCMB'nin de 2010 yılının sonlarına doğru geleneksel para politikası çerçevesini değiştirdiği gözlenmiştir.

Bilindiği üzere, finansal istikrarın sağlanması, fiyat istikrarı ile birlikte sürdürülebilir büyüme ve refah için bir ön koşuldur. Aynı zamanda parasal aktarım mekanizmasının daha etkin ve sağlıklı çalışmasına destek olması nedeniyle de, temel amacı fiyat istikrarı olan merkez bankaları açısından özel bir öneme sahiptir. TCMB, 2001 yılında yeniden düzenlenen Merkez Bankası Kanunu ile fiyat istikrarı temel amacına ilave olarak finansal sistemde istikrarı sağlayıcı tedbirleri almakla görevlendirilmiş

---

<sup>29</sup> *Finansal farkındalık* (financial awareness), kişilerin finansal risklere ilişkin bilgilerini ve bilinç düzeylerini artırarak karar alma süreçlerinde daha akılcı davranmalarını destekleyen bir unsurdur (TCMB, 2016a).

bulunmaktadır. Bu nedenle TCMB, 1211 sayılı Kanun'un 4. maddesi<sup>30</sup> ile kendisine verilmiş olan görevden hareketle, finansal istikrarı destekleyici amaç olarak belirlemiştir. Yeni oluşturulan rejimde ise fiyat istikrarı temel amacı korunmakta olup, bu amaçla uyumlu olarak para politikası uygulanırken finansal istikrara ilişkin makro riskler de dikkate alınmaktadır (TCMB, 2011a: 2; TCMB, 2013a: 20).

TCMB, geleneksel enflasyon hedeflemesinde olduğu gibi, para politikası kararlarını alırken yine enflasyonun hedefe uyumlu olmasını gözetmekte; ancak geçmişten farklı olarak, bunu yaparken (kredilerde aşırı büyüme veya yavaşlama, döviz kurunun iktisadi temellerden sapması, cari denge ve finansmanının bozulması gibi) makro finansal riskleri de dikkate almaktadır. Pratikte daha esnek bir enflasyon hedeflemesi anlamına gelen bu durum fiyat istikrar ile finansal istikrarın bir arada gözetildiği anlamına gelmektedir (TCMB, 2013a: 22).

Türkiye'de mikro finansal istikrarı (kurum veya sektör bazında finansal istikrar) gözeten güçlü bir kurumsal yapı bulunmaktadır. Ancak, 2011 yılına kadar makro ölçekli riskleri finansal sistemin bütününe sağlığı açısından gözetilen kurumsal bir çerçevenin mevcut olmadığı görülmektedir. Nitekim TCMB'nin 2010 yılının sonlarından itibaren uyguladığı politikalar kısmen de olsa bu boşluğu doldurmayı amaçlamıştır (Kara, 2012a: 34-35).

Yeni para politikası çerçevesi, finansal istikrara daha fazla ağırlık verilerek, yeni dönemin spesifik sorunlarını karşılama odaklı tasarlanmıştır. Fiyat istikrarı hedefini tehlikeye atmadan sermaye akımlarının yurt içi ekonomi - özellikle kredi büyümesi ve cari açık - üzerindeki etkilerinin sınırlanması amaçlanmıştır. Bu bağlamda TCMB, para politikasının kilit aktarım kanalları olan kredi büyümesi ve döviz kuruna özel önem atfederek, bu iki değişkenin çoklu araç kullanımı ile ayrı ayrı etkilenmesi gerekliliğine vurgu yapmıştır.

---

<sup>30</sup> "TCMB, finansal sistemde istikrarı sağlayıcı ve para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri almakla görevlidir." TCMB Kanunu Madde 4 (g).

**Tablo 5: TCMB'nin Politika Araçları ve Amaçları**

|         | ESKİ YAKLAŞIM   | YENİ YAKLAŞIM                                                                                         |
|---------|-----------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| AMAÇLAR | Fiyat İstikrarı | •Fiyat İstikrarı<br>•Finansal İstikrar                                                                |
| ARAÇLAR | Politika Faizi  | •Yapısal Araçlar<br>•Konjonktürel Araçlar<br>(Politika Faizi,<br>Likidite Yönetimi,<br>Faiz Koridoru) |

**Kaynak:** TCMB, 2013a: 20

Eski ve yeni politika çerçevesinde kullanılan temel amaçlar ve araçlar Tablo 5'deki gibi özetlenebilmektedir. Yeni politika yaklaşımında fiyat istikrarı önceliği korunurken, finansal istikrar da destekleyici bir amaç olarak gözetilmektedir. Finansal istikrar ve fiyat istikrarı hedefine yönelik olarak, döviz kuru ve kredilerde aşırı oynaklığı yavaşlatıcı yapısal ve konjonktürel araçlar kullanılmaktadır. Yapısal araçlar arasında vadeye ve kaldıracı dayalı zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizması yer almakta iken; konjonktürel araçlar arasında bir haftalık repo faizi, faiz koridoru ve likidite yönetimi araçları bulunmaktadır.

**Şekil 24: Yeni Dönem Para Politikası Çerçevesi**



**Kaynak:** TCMB, 2013a: 21

TCMB, Kasım 2010'dan itibaren yeni politika bileşimine geçmiş, fiyat istikrarı politikası ile çelişmemek kaydıyla birbirini tamamlayıcı nitelikte farklı politika araçlarını kullanmaya başlamıştır. Şekil 24'de yeni dönem para politikası çerçevesi şematik olarak

gösterilmektedir. Kredi politikası çerçevesinde zorunlu karşılıklar ve diğer makro-ihtiyati araçlar; faiz politikası çerçevesinde haftalık repo faizleri; likidite politikası çerçevesinde ise faiz koridoru ve fonlama stratejisi tamamlayıcı nitelikteki araçlar olarak bir arada kullanılmaktadır. TCMB, bu araçlarla nihai olarak fiyat istikrarını ve finansal istikrarı etkilemeyi amaçlamaktadır. Bütün bu süreçte, beklentiler, krediler ve döviz kuru kanalları ise araçlarla nihai amaçlar arasında köprü niteliği taşıyan ara değişkenleri göstermektedir.

Kısa vadeli politika faizinin tek araç olduğu geleneksel para politikası uygulamasında, krediler ve döviz kuru kanallarının ayrı ayrı etkilenmesine gerek duyulmamaktadır. Çünkü sadece fiyat istikrarına odaklanan bir parasal otoritenin politika faizindeki değişimin enflasyon üzerindeki net etkisini tahmin etmesi yeterli olmaktadır. Örneğin, geleneksel enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan bir ülkede enflasyonun yurt içi talepteki hızlanma sonucu hedefin üzerine çıktığı durumda, merkez bankası enflasyonu tekrar hedefe doğru yönlendirmek için kısa vadeli faizi artıracaktır. Politika faizindeki artış, bir yandan kredileri yavaşlatıcı etki yaparken, diğer yandan yerli paranın değerlenmesine neden olacaktır. Her iki kanal da enflasyonu düşürücü yönde çalışacaktır. Merkez bankası açısından hangi kanalın kullanıldığı ve bu kanalların makro finansal riskleri nasıl etkilediği konusu birincil önem taşımamaktadır. Parasal otorite için esas olan enflasyonun tekrar hedefe doğru ilerlemesidir. Bu nedenle ısınma dönemlerinde faizlerin artırılması tek amaçlı para politikası çerçevesinde genelde yeterli olmaktadır. Ancak, finansal istikrarı da dikkate alan bir parasal otorite için tek başına politika faizini kullanmak yeterli değildir. Krediler ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkileme ihtiyacı ortaya çıkabilmektedir. Örneğin, finansal istikrar açısından sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde; gerek kredilerin yavaşlatılması gerekse de yerli paranın değerinin iktisadi temellerden aşırı sapmasına izin verilmemesi önem taşıyabilmektedir. Bununla birlikte, böyle bir konjonktürde faizlerin artırılması, arzu edilenin tam tersine, yerli paranın daha da değer kazanmasına neden olabilmektedir. Dolayısıyla, hem kredilerin hem de döviz kurunun istenilen yönde hareket etmesi için parasal otoritenin kısa vadeli faizle birlikte başka araçları da devreye sokması gerekebilmektedir (Kara, 2012a: 15-16).

Bu doğrultuda TCMB, 2010 yılının sonlarından itibaren araç çeşitliliğine giderek krediler ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkileyebileceği bir çerçeve oluşturmuştur. İzleyen bölümlerde daha ayrıntılı değinildiği üzere, faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve

diğer likidite yönetimi araçlarının aktif olarak kullanılması, geleneksel para politikasının aksine, krediler ve döviz kuru kanallarının ayrı ayrı etkilenmesine olanak tanımaktadır. Örneğin, hızlı kredi büyümesinin istenmediği ve aynı zamanda TL'nin fazla güçlenmesinin de arzu edilmediği bir ortamda, bir yandan zorunlu karşılık oranlarının yüksek tutulması ve diğer yandan fonlama maliyetine ilişkin yukarı yönlü belirsizliğin artırılması bu amaca büyük ölçüde ulaşılmasını sağlayabilmektedir. Zira tek faizli geleneksel para politikası çerçevesinde, böyle 'ayrıştırıcı' bir tepki verilmesi mümkün olamamaktadır (Kara, 2012a: 23).

### 3.2. Yeni Politika Stratejisi Kapsamında Para Politikası Araçları

Çalışmanın bu kısmında yeni politika stratejisi<sup>31</sup> uygulamasına dair operasyonel detayların anlaşılması açısından, geliştirilen yenilikçi para politikası araçlarının tanıtımı yapılmaktadır.

#### 3.2.1. Faiz Koridoru

Yeni politika stratejisi çerçevesinde geliştirilen araçlardan biri *faiz koridoru* (interest rate corridor)'dur.

2010 yılında TCMB birden fazla politika faizinin ve aktif likidite politikasının bir arada kullanılabildiği yeni bir koridor sistemine geçmiştir. Faiz koridoru merkez bankalarının gecelik borç alma ve borç verme faizleri arasında kalan alan olarak tanımlanmaktadır. Uygulamalarda farklılıklar olabilse de, faiz koridoru sistemi çoğu merkez bankası<sup>32</sup> tarafından kullanılmaktadır. Gecelik para piyasalarındaki faizler genellikle merkez bankalarının belirlediği koridor içerisinde hareket etmektedir. Ancak geleneksel koridor sisteminde gecelik piyasa faizi genellikle politika faizine yakın tutulmaktadır. Merkez bankalarının likidite politikaları gecelik piyasa faizinin koridor içerisinde nerede oluşacağını belirleyen önemli bir faktördür (Ünalı, 2015: 1-2).

<sup>31</sup> Yeni politika bileşiminin detaylı bir açıklaması için bakınız; Akçelik ve diğerleri (2013a, 2013b), Alper ve diğerleri (2013b), Aysan ve diğerleri (2015b), Değerli ve Fendoğlu (2015), Fendoğlu (2014) ve Fendoğlu ve diğerleri (2014).

<sup>32</sup> Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere, Norveç, İsveç ve ECB gibi merkez bankaları koridor uygulamasını kullanmaktadır. Aslında, birçok ülkede koridor sisteminin benimsenmesi rağmen, uygulamalarda farklılıklar olabilmektedir. Faiz koridoru sistemine ilişkin detaylı bilgilere; Whitesell (2006), Berentsen ve Monnet (2008) ile Bernhardsen ve Kloster (2010) tarafından yapılan çalışmalardan ulaşılabilir.



Türkiye’de faiz koridorunun kullanımı geleneksel enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankalarından ayrılmaktadır. Geleneksel uygulamada faiz koridoru politika faizi etrafında *simetrik* ve (genelde değişmeyen) dar bir bant olarak tanımlanmakta ve piyasa faizlerinin politika faizinden belirgin şekilde sapmasını engellemek amacıyla kullanılmaktadır. Bu da standart uygulamada faiz koridorunun *pasif* bir rol üstlendiği anlamına gelmektedir. TCMB’nin mevcut sisteminde ise faiz koridoru *aktif* bir araç olarak kullanılmaktadır. Faiz koridorunun genişliği gerekli görüldüğünde TCMB tarafından ayarlanabilmekte ve koridor politika faizi etrafında *asimetrik* bir şekilde oluşturulabilmektedir. *Asimetrik faiz koridoru*, kısaca TCMB borçlanma ve borç verme faizinin politika faizine olan uzaklığının ek bir politika aracı olarak kullanılması anlamına gelmektedir. Tasarlanan bu yapıda faiz koridoru, hem kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklığa karşı daha hızlı ve esnek tepki verilebilmesini sağlamakta, hem de gerektiğinde kredi-mevduat faiz farkını etkileyerek bankaların kredi verme davranışını değiştirebilmektedir (Binici ve diğerleri 2013: 2).

Aslında Türkiye’de faiz koridoru sistemi 2002 yılından bu yana kullanılmaktadır. 2010 yılının ortalarına kadar bankacılık sisteminde *net likidite fazlası* yaşanmıştır. Bu nedenle 2002 yılından 2010 yılının ortalarına kadar geçen dönemde efektif politika faizi (effective policy rate) TCMB’nin *gecelik borçlanma faizi* (koridorun alt bandı) olmuş, BIST gecelik faizi de koridorun alt bandına yakın düzeylerde gerçekleşmiştir. Mayıs 2010’da TCMB yeni bir likidite enstrümanı olan bir hafta vadeli repo ihalelerine başlamış ve söz konusu enstrüman bankanın temel fonlama aracı haline gelmiştir. Yeni dönemde, TCMB’nin farklı vadelerdeki faiz enstrümanlarını bir arada kullanması nedeniyle efektif fonlama faizi, TCMB’nin piyasayı fonladığı farklı faizlerin ağırlıklı bir ortalaması olarak hesaplanmaktadır. Bu faiz TCMB’nin ‘*ağırlıklı ortalama fonlama faizi*’ (weighted average funding rate (AOFF)) olarak adlandırılmaktadır. TCMB AOFF, piyasaya sağlanan fonlamanın ortalama maliyetine ilişkin önemli bir gösterge olmakla beraber, dönem dönem BIST gecelik faizi ve diğer kısa vadeli piyasa faizleri TCMB AOFF’den oldukça farklılaşabilmektedir. Nitekim 2010 yılının sonlarından itibaren faiz koridoru dönem dönem aşağı veya yukarı yönlerde asimetrik bir şekilde genişletilerek ek bir politika aracı olarak kullanılmıştır (Ünalınış 2015: 2-3).

Özetle, 2010 yılının sonlarından itibaren uygulanan para politikasında faiz koridoru aracı önemli bir rol üstlenmiştir. Bu araç kullanılarak günlük ve haftalık frekanslarda parasal duruşa *ince ayar* (fine tuning) yapılabilmektedir. TCMB, fonlama faizine dair belirsizliği de bir politika aracı olarak kullanabilmektedir. Belirsizliğin derecesi ise, faiz koridorunun genişliğine ve kısa vadeli faizin tahmin edilebilirliğine bağlı olmaktadır. TCMB'nin zaman zaman gecelik piyasa faizlerinin koridorun içerisinde kalacak şekilde dalgalı bir seyir izlemesine izin vererek, bankalar açısından faiz riski oluşturduğu görülmektedir. Sistemin bu şekilde tasarlanması, küresel ekonomide süregelen belirsizliklere ve risk iştahındaki ani değişimlere karşı süratli bir şekilde yanıt verebilmesini sağlamıştır. Ayrıca krediler ve döviz kuru kanallarını da ayrı ayrı etkilemek mümkün olabilmektedir.

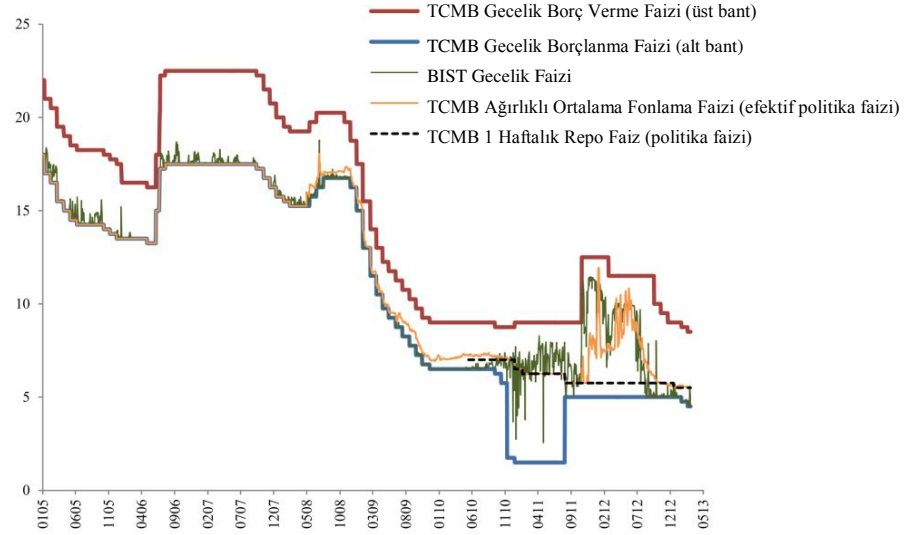
TCMB, 2010 yılının sonlarından itibaren asimetrik faiz koridorunu aktif bir politika aracı olarak kullanmaya başlamıştır. Başlangıç döneminde faiz koridoru döviz kurunun iktisadi temellerle daha uyumlu hareket etmesine katkıda bulunmak amacıyla kullanılmıştır. Bu kapsamda 2010 yılının sonlarına doğru yurt içi ve yurt dışı talepte gözlenen dengesizliklerin ve aşırı değerlenen TL'nin finansal istikrarı tehdit etmesi nedeniyle, TCMB kısa vadeli sermaye akımlarını caydırmak amacıyla faiz koridorunu aşağı yönlü genişletmiştir. Aynı dönemde kredi hacminde gözlenen yükselişin sınırlanması amacıyla da zorunlu karşılıklar kademeli olarak artırılmıştır.

2011 yılının sonlarından itibaren ise faiz koridorunun üst sınırı (gecelik borç verme faizi) daha aktif olarak kullanılmıştır. Bu doğrultuda, TCMB 2011 yılı Ekim ayında faiz koridorunun üst sınırını yükseltmiş ve dönem dönem likiditeyi sıkılaştırmıştır. Söz konusu kararda daha çok Euro Bölgesi'ndeki krizin derinleşmesi nedeniyle sermaye akımlarında gözlenen sert duruşun sınırlanması amaçlanmıştır. Piyasa faizlerinin koridorunun üst sınırına yaklaşmasının bankaları kredi faizlerinde de daha temkinli bir fiyatlamaya sevk ettiği düşünülmektedir.

Nitekim Binici ve diğerleri (2013) çalışmasında da gösterildiği gibi, koridorun üst sınırındaki artışlar kredi büyümesindeki yavaşlamaya önemli katkıda bulunmuş ve kredi büyümesinin finansal istikrarla uyumlu ve makul seviyelere inmesinde önemli bir rol oynamıştır. Faiz koridoru ve likidite politikasının aktif olarak kullanılması neticesinde

2011 ve 2012 yıllarında yaşanan deneyimler, faiz koridorunun kredi arzına yönelik makro ihtiyati bir araç olarak da değerlendirilebileceğine işaret etmektedir.

**Grafik 20: TCMB Faizleri ve BIST Gecelik Faizi (Yüzde)**



**Kaynak:** Küçük ve diğerleri, 2015: 3

Grafik 20, faiz koridoru çerçevesinde TCMB'nin 2005 yılından itibaren uyguladığı faiz oranları ile bankalararası gecelik piyasada oluşan faizi bir arada göstermektedir. Geleneksel bir koridor politikasında bütün kısa vadeli faizler aynı yönde ve benzer ölçüde hareket ederken, TCMB'nin 2010 yılından itibaren uyguladığı politikada '*geniş koridor*' içerisinde birden fazla kısa vadeli faiz birbirinden farklı oranlarda değişim gösterebilmektedir. Hatta bazı dönemlerde ters yönlü hareketler dahi gözlenebilmektedir. Nitekim, TCMB'nin uyguladığı sistemde incelenen dönemde kısa vadeli fiili faizler (özellikle gecelik piyasa faizleri) oldukça oynak bir seyir izlemiştir.

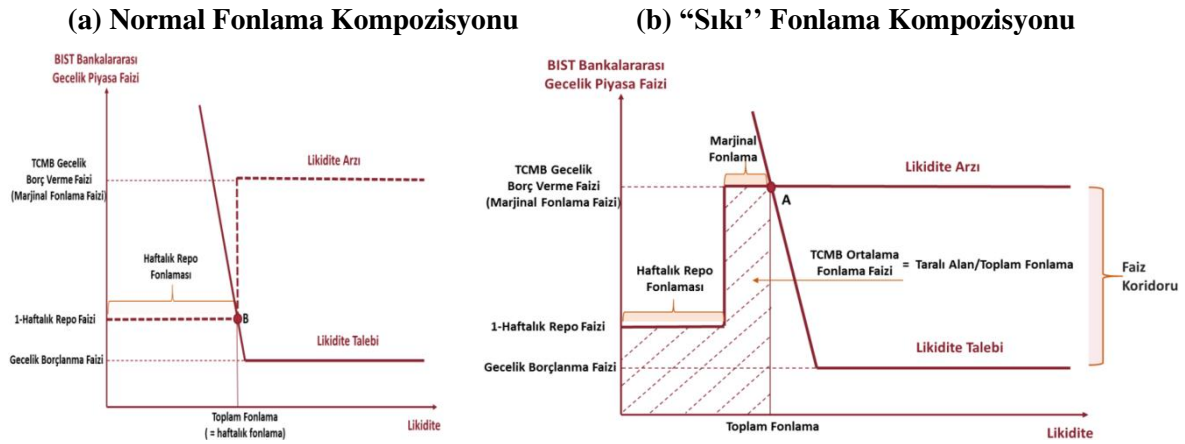
Kara (2015)'nın ifadesiyle, geniş faiz koridoru, küresel oynaklık dönemlerinde finansal istikrar ve fiyat istikrarı ödünleşimini hafifletmek için TCMB tarafından geliştirilmiş bir araçtır. Mevcut sistemde, sermaye akımlarının güçlü olduğu dönemlerde faiz koridoru aşağı yönlü genişletilerek kısa vadeli faizlerin oynaklığı ciddi anlamda artırılırken, sermaye akımlarının zayıf olduğu dönemlerde faiz koridoru yukarı yönlü genişletilerek döviz kuru oynaklığı azaltılabilmektedir. Dolayısıyla faiz koridorunun aşağı doğru genişletildiği 2010 yılının sonlarından itibaren kısa vadeli faiz oynaklığında keskin

bir artış gözlenmektedir. Bu da o dönemde sermaye akımlarının yavaşlamasına katkıda bulunmuştur. Buna karşılık TCMB 2011 Ekim döneminden sonra ise sıkı bir para politikası duruşu sergilemiştir. Faiz koridoru yukarı doğru genişletilmiş ve döviz kuru oynaklığında belirgin bir düşüş yaşanmıştır.

TCMB'nin 2010 yılının sonlarından itibaren finansal oynaklığa vakitli tepki verebilmek amacıyla *sıra dışı (konvansiyonel olmayan)* bir faiz koridoru ve fonlama politikası uyguladığı görülmektedir. Bu doğrultuda TCMB, piyasaya sağladığı kısa vadeli fonların kompozisyonunu yüksek frekansta değiştirerek, gerekli görülen dönemlerde piyasa faizlerinin TCMB fonlama faizinden ve ilan edilen resmi faizlerden sapmasına izin vermiştir. Konvansiyonel olmayan bu yaklaşımda, para politikasının finansal sistemle etkileşimi de klasik faiz koridoru uygulamasına kıyasla daha karmaşık bir yapı almaktadır. Bu sistemde, konvansiyonel koridor uygulamalarından farklı olarak, ilan edilen resmi politika faizleri ile bankaların fiili olarak maruz kaldıkları kısa vadeli faizler bir politika tercihi olarak birbirinden farklılaşabilmektedir. Diğer bir ifadeyle, fiili faizler ile resmi faizler bilinçli bir politika tercihi olarak birbirinden farklılaştırılmıştır (Binici ve diğerleri, 2016: 1-4). Bu sistemde, bir sonraki alt başlıkta ayrıntılı olarak açıklanacağı gibi, resmi olarak ilan edilen faiz oranları değiştirilmeden de fonlama kompozisyonunun ayarlanması suretiyle fiili kısa vadeli faizler ve dolayısıyla para politikasının sıkılığı değiştirilebilmektedir.

Türkiye'de uygulanan geniş faiz koridoru sistemi ve esnek fonlama stratejisi çerçevesinde, resmi faizler ile fiili faizlerin sistematik olarak farklılaşması, para politikası duruşunun nasıl değerlendirilebileceği sorusunu gündeme getirmektedir. 2011 dönemi sonrasında uygulanan sistemde, TCMB'nin para politikası duruşu faiz koridoru kapsamında ilan edilen resmi faizler ile fonlama kompozisyonu arasındaki etkileşim sonucu ortaya çıkmaktadır. Aşağıda TCMB'nin sıra dışı faiz koridoru politikasının pratikteki işleyişi ve fonlama politikasının parasal aktarım mekanizması açısından yansımaları ele alınmaktadır. Şekil 25 geniş faiz koridoru çerçevesinde para politikasının ve kısa vadeli faizlerin nasıl belirlendiğinin basitleştirilmiş bir gösterimidir. Burada yer verilen açıklamalar Kara (2015) ile Binici ve diğerleri (2016)'nin çalışmasından özetlenmiştir.

## Şekil 25: Kısa Vadeli Faizlerin Belirlenmesi, TCMB Fonlama Kompozisyonu ve Para Politikası Duruşu<sup>33</sup>



**Kaynak:** Kara, 2015: 4; Binici ve diğerleri, 2016: 10

Şekil 25’de dikey eksen faizleri, yatay eksen ise kısa vadeli fon (likidite) miktarını göstermektedir. Arz ve talep eğrileri sistemin kısa vadeli net likidite arzı ve talebini yansıtmaktadır. Dikey eksenin solunda TCMB’nin belirlediği ve her ay resmi olarak ilan ettiği resmi para politikası faizlerinin seviyeleri gösterilmektedir. Bunlardan haftalık repo ve koridorun üst bandı olan gecelik borç verme (marjinal fonlama) faizleri TCMB’nin piyasaya iki ayrı kanaldan verdiği fonların faiz oranlarını yansıtmaktadır. Koridorun alt bandı olan gecelik borçlanma faizi ise bankaların TCMB’de günlük vadede tuttuğu fonlara ödenen faizi göstermektedir. Bahsi geçen bu üç faiz aynı zamanda faiz koridorunun *resmi parametreleri* olarak da tanımlanabilir. Gecelik borç alma ve borç verme faizi arasındaki alan *faiz koridoru* olarak adlandırılmaktadır. Kısa vadeli piyasa faizleri normal şartlar altında merkez bankasının borç verme faizinin üzerine çıkamayacağı gibi borçlanma faizinin altına da düşemeyecektir. Dolayısıyla faiz koridoru piyasa faizlerinin salınım gösterebileceği aralığı tanımlamaktadır (Binici ve diğerleri, 2016: 7-8).

*Talep eğrisi* bankaların likidite talebinin piyasa faiz oranları ile ilişkisini göstermektedir. Piyasa faizleri yükseldikçe fon talebi azalacağından, talep eğrisinin eğimi

<sup>33</sup> Kara (2015) ve Binici ve diğerleri (2016)’nin çalışmasından alınan Şekil 25’de, kısa vadeli fon piyasasındaki faizlerin oluşumu gösterilmektedir. Burada şekil çizilirken likidite arzının sadece TCMB tarafından sağlanan fonlar ile karşılandığı varsayılmıştır. Oysaki likidite arzının TCMB ve TCMB dışı kaynaklardan sağlanması durumunda ilgili şeklin genişletilmesi mümkündür. Bankaların para piyasalarında TCMB haricinde kısa vadeli TL likidite sağladıkları üç büyük piyasa daha mevcuttur: (i) BIST bünyesindeki Bankalararası Repo/Ters Repo Pazarı, (ii) BIST bünyesindeki Repo/Ters Repo Pazarı ve (iii) Kur takası piyasası. Bu çerçevede bankaların para piyasalarındaki TCMB dışı temel finansman maliyetlerini de hesaba katarak, yani TCMB dışı piyasa fonlamasını dahil ederek, Ünalı (2015) söz konusu grafiği genişletmiştir. Detaylı bilgi için Ünalı (2015)’in çalışmasına bakılabilir.

negatif olmaktadır. Ancak, merkez bankasının borç almayı vaat ettiği bir faizin altındaki bir orandan sunulacak fonlara sonsuz talep olacağı için, talep eğrisi TCMB borçlanma faizinin (koridorun alt bandı) düzeyinden sonra yatay bir görünüm almaktadır. *Arz eğrisi* ise TCMB'nin fon arzı kanallarının çeşitliliğini yansıtmaktadır. Çalışmaya konu olan dönemde fon arzı TCMB tarafından temelde haftalık repo (miktar) ihalesi ve gecelik borç verme (marjinal fonlama) imkanları ile sağlanmaktadır<sup>34</sup>. Bu iki fonlamanın faizi farklı olduğundan ve arz eğrisi basamak şeklini almaktadır. Şöyle ki TCMB 1 hafta vadeli repo miktarını doğrudan belirleyebildiğinden, arz eğrisi bu faiz seviyesinde yatay bir görünüme sahiptir. TCMB, haftalık reponun faizine ve miktarına karar vermekte, verilen bu parametreler altında ek likidite talebi oluşursa bunu marjinal fonlamadan karşılamaktadır. TCMB marjinal fonlama oranından sistemin tüm likidite ihtiyacını karşılayabilmekte, dolayısıyla arz eğrisi bu faiz seviyesinde de yatay bir görünüme sahip olmaktadır.

Şekil 25'de bahsi geçen piyasa kabaca BIST Bankalararası Repo-Ters Repo Pazarına (Borsa İstanbul İnterbank Repo Market) eşdeğer kabul edilebilir. Bankalar arası para piyasası faizi, likidite arz ve talebinin kesiştiği denge noktasında oluşmaktadır (Şekil 25a'da B noktası ve Şekil 25b'de A noktası). Arz ve talep eğrisinin kesiştiği noktadaki denge faizi para piyasasında oluşan kısa vadeli faiz olarak düşünülebilir. Bu faiz bankaların kendi aralarındaki işlemlerde geçerli olan gecelik piyasa faizini temsil ettiğinden, gerek aktarım mekanizması açısından gerekse TCMB'nin fiili olarak sıkılık derecesinin anlaşılması bakımından önemli bir rol oynayabilmektedir.

Bu sistemde TCMB'nin fonlama kompozisyonu (fonlamanın hangi oranda haftalık repo hangi oranda marjinal fonlama ile yapılacağı) arz eğrisinin konumunu doğrudan etkilemekte ve dolayısıyla denge piyasa faizinin seviyesinde belirleyici olmaktadır. Burada TCMB fonlama politikasına dair iki farklı durum ele alınmaktadır. Şekil 25a daha *konvansiyonel* bir fonlama kompozisyonuna tekabül ederken; buna karşılık Şekil 25b ise sıkı fonlama politikasını göstermektedir. Şöyle ki;

<sup>34</sup> Haftalık repo ve marjinal fonlamanın yanı sıra, incelenen dönemde TCMB üçüncü bir fonlama aracı olarak piyasa yapıcılarına marjinal fonlamanın biraz altında bir faizle gecelik vadede borç vermektedir. Grafikteki gösterime bu fonlamanın da dâhil edilmesi durumunda arz eğrisi iki basamaklı bir görünüm almakta fakat temel aktarım mekanizması değişmemektedir. Dolayısıyla, sadelik ve anlaşılabilirlik açısından TCMB'nin piyasa yapıcılarına yaptığı gecelik fonlama gösterime dahil edilmemiştir. 23 Eylül 2015'ten itibaren piyasa yapıcısı bankalara gecelik repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkânı faiz oranı uygulaması kaldırılmış, piyasa yapıcılığı sisteminin bu bankaların TCMB'den sağladıkları fonlama maliyeti değişmeyecek şekilde 1 hafta vadeli miktar ihalesi teklif limitlerinde avantaj sağlanması yoluyla desteklenmesi uygulamasına başlanmıştır (Kara, 2015; Ünalı, 2015).

- Şekil 25a’da TCMB, sistemin fonlama ihtiyacının tamamını haftalık repo imkanı ile karşıladığından, arz ile talep eğrisi haftalık repo faizi düzeyinde (B noktası) kesişmektedir. Böylelikle, hem TCMB fonlama faizi hem de piyasa faizi (denge faizi) haftalık repo faizi düzeyinde oluşmaktadır. Bu gösterimde para politikasının duruşu *tek bir faiz (haftalık repo faizi)* ile temsil edilmektedir.
- TCMB fonlama kompozisyonu bir politika tercihi olarak değiştirebilmektedir. Fonlama ihtiyacının tamamının haftalık repo ile karşılanmadığı günlerde bankalar kalan fon ihtiyacı için daha pahalı fonlama imkanı olan marjinal fonlamaya başvurmak durumunda kalmaktadır. TCMB, haftalık repo ile yaptığı fonlamayı kısarak arz eğrisinin dik kısmını sola doğru kaydırduğunda, bankalar fonlama ihtiyaçlarının kalan kısmını daha yüksek maliyetli olan marjinal fonlamadan temin etmek durumunda kalmakta ve denge noktasında oluşan fiili faizler yükselmektedir. Şekil 25b’de TCMB, (son dönemde olduğu gibi) sıkı likidite politikası uygulayarak piyasanın ihtiyacı olan likiditenin tamamını sağlamamaktadır. Haftalık repo ile sağlanan fon miktarının sistemin likidite açığının tamamını karşılamadığı dönemlerde denge piyasa faizi *marjinal fonlama oranı (koridorun üst bandı)* düzeyinde gerçekleşmektedir (A noktası).

Şekil 25b’de her ne kadar bankalar arasında likidite ihtiyacı açısından heterojen bir yapı söz konusu olsa da, sisteme bir bütün olarak bakıldığında nette likidite açığı<sup>35</sup> bulunmaktadır. Türkiye’de 2010 yılından bu yana sistemin *net likidite açığı (fonlama ihtiyacı)* bulunduğundan, TCMB piyasadaki arz-talep dengesini finansal kuruluşlara düzenli olarak borç vererek sağlamaktadır. Diğer bir ifadeyle, TCMB net fon arz edici konumundadır. Net fon talebi ise temelde bankacılık sisteminden kaynaklanmaktadır.

Soldaki şekilden sağdakine doğru geçerken, ilan edilen politika faizleri (TCMB gecelik borç alma ve borç verme faizleri ile haftalık repo faizi) aynı seviyede kaldığı halde,

<sup>35</sup> Yukarıda da bahsedildiği üzere, burada mevcut koşulları yansıtmak ve gösterim kolaylığı açısından sistemin net likidite açığı içerisinde olduğu varsayılmıştır. Bankalar likidite fazlasına sahipse BIST gecelik faizi 1 hafta vadeli repo faizinin de altına inerek TCMB’nin borçlanma faizi düzeyine yaklaşabilecektir (Ünalımsı 2015: 5).

fonlama kompozisyonundaki değişim sonucu fiili para politikası duruşu iki kanaldan sıkılaşmaktadır: (i) denge piyasa faizi marjinal fonlama faizi düzeyine (faiz koridorunun üst sınırına) sıçramaktadır, (ii) merkez bankasından sağlanan fonların ortalama maliyeti haftalık repo faizinin üzerine çıkmaktadır. Sağdaki şekilde soldakine göre bankacılık sistemi açısından, hem TCMB’den sağlanan fonlar hem de piyasadan sağlanan fonlar daha pahalı hale gelmektedir. Burada vurgulanması gereken önemli bir nokta da, soldaki durumda para politikası tek bir faizle ifade edilirken; buna karşılık sağdaki durumda ise TCMB resmi faizleri (dikey ekseninde yer alan faizler), ortalama fonlama faizi ve piyasa faizi birbirinden farklı olduğu için, politika duruşunu tek bir faiz ile temsil etmenin mümkün olmamasıdır. Sonuç olarak, bu analiz TCMB’nin aynı koridor parametreleri ile farklı para politikası duruşunu nasıl sağlayabildiğini göstermektedir. Diğer bir ifadeyle, resmi faizler değişmeden de para politikasının sıkılık derecesi değişebilmektedir (Binici ve diğerleri, 2016: 10).

TCMB’nin uyguladığı para politikasını temsil etme potansiyeli taşıyan kısa vadeli faizleri iki grupta sınıflandırmak mümkündür (Binici ve diğerleri, 2016: 11-13):

1. *Resmi faizler*: TCMB’nin her ay düzenli olarak gözden geçirip resmi internet sayfasından ilan ettiği temel faizlerdir (şekil 25’de dikey eksenin solunda gösterilen faizler);

a. *TCMB fonlama faizleri*: TCMB 2011 sonrası dönemde piyasaya esas olarak *haftalık repo* ve *gecelik borç verme (marjinal fonlama)* yoluyla likidite sağlamıştır.

b. *TCMB borçlanma faizi*: Anılan dönemde, bankacılık sisteminin genelde yüksek miktarda likidite açığı olduğundan, TCMB’nin borç alma faizi (koridorun alt bandı) göreceli olarak pasif konumdadır.

2. *Fiili faizler*: Koridor parametrelerinin fonlama stratejisi (kompozisyonu) ile etkileşimi sonucu gerçekleşen fiili faizlerdir;

a. *TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizi (AOFF)*: Bankacılık sisteminin merkez bankasından yaptığı borçlanmanın ağırlıklı ortalama faizini temsil etmektedir. Söz konusu faiz piyasa tarafından para politikası duruşunun önemli bir göstergesi olarak algılanmaktadır. TCMB’nin fonlama kompozisyonuna bağlı olarak değişebilmektedir. Toplam fonlamanın haftalık fonlama ve gecelik (marjinal) fonlama şeklinde iki bileşenden



oluştugu varsayımı altında, TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizi (AOFF) şu şekilde hesaplanabilir:

$$AOFF = (\text{haftalık repo} * \text{haftalık repo faizi} + \text{gecelik fonlama} * \text{gecelik fonlama faizi}) / \text{toplam fonlama}$$

b. *Bankalararası piyasada oluşan gecelik faiz*<sup>36</sup>: Bankaların ve finansal kuruluşların kendi aralarında yaptıkları işlemlerde geçerli olan kısa vadeli faiz oranıdır. Söz konusu faiz Türkiye örneğinde kabaca BIST Bankalararası Repo-Ters Repo Pazarında oluşan gecelik faize (BIST gecelik faizi) eşdeğer kabul edilebilir. Gecelik piyasa faizinin seviyesi, doğrudan merkez bankasınca ilan edilmemekle birlikte, yukarıda da bahsedildiği gibi, fonlama kompozisyonunu değiştirmek suretiyle fiili olarak TCMB tarafından büyük ölçüde kontrol edilebilmektedir.

Enflasyon hedeflemesi yapan dalgalı kur rejimi altındaki ülkelerde para politikasının temel aracı kısa vadeli faiz oranıdır. Dolayısıyla para politikasının duruşu açısından TCMB'nin belirlediği kısa vadeli faize bakılmaktadır. Ancak, birden fazla faizin araç olarak kullanıldığı Türkiye örneğinde “*hangi kısa vadeli faiz*” sorusu da önem kazanmaktadır. Şekil 25’de dikey eksenin solunda belirtilen faiz oranları her ay PPK toplantısında gözden geçirilerek internet sayfasında kararlar birlikte ilan edilmektedir. TCMB ayrıca ay içinde fonlama kompozisyonunu da (haftalık reponun toplam fonlama içindeki payını) değiştirebilmektedir. Geleneksel koridor uygulamasında, bir kez politika faizi ilan edildikten sonra açık piyasa işlemleri ile bütün kısa vadeli faizler bu seviye yakın gerçekleşecek şekilde ayarlanmakta, dolayısıyla fonlama kompozisyonu para politikası açısından pasif bir rol üstlenmektedir. Ancak TCMB’nin 2011 yılından itibaren uyguladığı sistemde fonlama kompozisyonu para politikasının duruşu üzerinde önemli etki yapmaktadır. Zira Şekil 25’den de görüldüğü gibi, fonlamanın kompozisyonu arz ve talep eğrisinin hangi seviyede kesişeceğini ve ortalama fonlama faizini belirlemektedir. Gecelik piyasa faizleri, fonlamanın tamamının haftalık repo ile sağlanması durumunda haftalık repo faizi düzeyinde gerçekleşirken (soldaki şekil B noktası), sıkı likidite politikası altında

<sup>36</sup> Türkiye’de Borsa İstanbul bünyesinde iki farklı repo/ters repo pazarı bulunmaktadır. Birincisi, bankaların kendi aralarında fon alışverişinde bulunduğu ve zorunlu karşılığa tabi olmayan Bankalararası Repo/Ters Repo Pazarı’dır. İkincisi ise ağırlıklı olarak bankaların aracı kurumlardan borç aldığı ve zorunlu karşılığa tabi olan BIST Repo/Ters Repo Pazarıdır. Her iki pazarda faizler efektif olarak aynı düzeyde oluşmakla birlikte, zorunlu karşılık ve işlem maliyeti gibi faktörler nedeniyle aralarında sadece belirli bir seviye farkı bulunmaktadır (Binici ve diğerleri, 2016: 13).

marjinal fonlama oranı düzeyine (sağdaki şekil A noktası) çıkabilmektedir. Dolayısıyla, ilan edilen kısa vadeli faiz oranları değiştirilmeden para politikasının sıkılığı değiştirilebilmektedir. Özetle, TCMB'nin aylık olarak belirlediği faizler orta vadede para politikasının temel parametrelerini oluşturmakla birlikte, kısa vadeli fiili politika duruşu açısından fonlama kompozisyonu ve likidite politikası da önemli olmaktadır. Kısa vadeli faizler ve fonlama kompozisyonu bir bütün olarak ele alındığında, para politikasının duruşu açısından temelde şu iki faiz ön plana çıkmaktadır (Kara, 2015: 5-6):

1. *TCMB ortalama fonlama faizi (AOFF)*: Merkez bankasının çeşitli kanallardan piyasaya verdiği kısa vadeli likiditenin ağırlıklı ortalama faizini temsil etmektedir. TCMB'nin yaptığı fonlama, bankaların temin ettiği kısa vadeli fonlamanın önemli bir bölümünü oluşturduğu için, bu faiz bankalar açısından mevduat, kredi ve diğer finansal araçların fiyatlamalarında önem taşıyabilmektedir.
2. *BIST Bankalararası piyasa gecelik faizi (BIST Interbank market overnight (O/N) rate)*: Bankaların ve finansal kuruluşların BIST repo-ters repo piyasasında yaptığı gecelik işlemlerde geçerli olan faiz oranıdır. Gecelik piyasa faizinin seviyesi, doğrudan merkez bankasınca belirlenmemekle birlikte, koridor parametreleri ile etkileşimli olarak büyük ölçüde TCMB tarafından kontrol edilebilmektedir.

Kara (2015: 6-7)'nin belirttiği gibi, parasal aktarım açısından önemli olabilecek bütün temel kısa vadeli faizler bu iki parametre ile temsil edilebilmektedir. Dolayısıyla TCMB'nin koridor ve likidite politikasını özetleyen bu iki faiz değişmediği sürece para politikasının sıkılığının aynı kalacağı belirtilmiştir. TCMB'nin politika duruşunu tek bir faizle ifade etmek gerekirse, bu faizin BIST faizi ile TCMB ortalama fonlama faizi arasında bir yerde olduğunu söylemek mümkündür. Hangi faizin politika duruşunu daha ağırlıklı temsil ettiği sorusunun yanıtı ise piyasanın fonlama ihtiyacının ne kadarlık kısmının merkez bankası tarafından karşılandığı gibi faktörlere bağlı olarak değişebilecektir.

### **3.2.1.1. Faiz Koridoru, TCMB Fonlama Kompozisyonu ve Para Politikası Duruşu**

Kara (2015) tarafından yapılan çalışmada, TCMB para politikasının operasyonel yapısı basitleştirilmiş bir anlatımla sunularak, para politikasının pratikteki işleyişinin daha iyi anlaşılması amaçlanmıştır. Bu kısımda, Kara (2015: 7-11)'nin çalışmasındaki bulgular özetlenerek, TCMB'nin aylık olarak belirlediği kısa vadeli faizlerin yanı sıra, fonlama kompozisyonunun (likidite politikasının) da para politikasının duruşu açısından önemli olabildiği gösterilmektedir.

TCMB'nin politika duruşundaki değişiklikleri daha doğru yorumlayabilmek amacıyla, likidite politikası ile kısa vadeli faizlerin etkileşimi çerçevesinde para politikası duruşunun nasıl oluştuğuna dair iki örnek verilmektedir.

- İlk örnekte, faizler sabit tutulurken fonlama kompozisyonunu değiştirilmek suretiyle para politikası sıkılaştırılmaktadır.
- İkinci örnekte ise TCMB haftalık repo faizi artmasına rağmen, likidite politikasındaki uyarılama ile para politikasının sıkılığı aynı kalmaktadır.

Söz konusu durumları somutlaştırmak açısından Tablo 6 ve 7'de rakamsal bir örnekler sunulmuştur<sup>37</sup>. Tablolarda ilk üç sütunda TCMB'nin fonlama faiz oranları ile fonlama kompozisyonu yer almaktadır. Son iki sütunda ise bu parametreler sonucunda oluşan politika duruşu, yani TCMB ortalama fonlama faizi ve gecelik piyasa faizi gösterilmektedir. Burada para politikasının sıkılaştırılması ile kastedilen fiili faizlerin, yani TCMB ortalama fonlama faizinin ve/veya gecelik piyasa faizlerinin artırılmasıdır. Örneğin, haftalık fonlamanın toplam fonlama içindeki payı düştükçe (yükseldikçe) TCMB fonlaması ortalama olarak daha pahalı (ucuz) hale gelmektedir.

Likidite politikasının parasal duruş açısından önemini vurgulamak için, öncelikle kısa vadeli faizlerin değişmediği ancak para politikasının fonlama kompozisyonu aracılığıyla sıkılaştığı bir durum ele alınmaktadır. Yani TCMB'nin temel fonlama faizleri

<sup>37</sup> Çalışmanın bu kısmında verilen örnek ve tablolar Kara (2005) tarafından yapılan çalışmadan alınmıştır. Tablolarda rakamsal olarak belirtilen her iki örneğe ait arz talep dengesi bağlamında görsel grafikler ise yer tasarrufu amacıyla burada gösterilmemiş olup, daha detaylı bilgi için adı geçen çalışmaya bakılabilir.

(marjinal fonlama faizi ve 1 haftalık repo faizi) ve gecelik piyasa faizi sabit kaldığı halde, fonlama kompozisyonundaki değişim nedeniyle ortalama fonlama faizinin arttığı, dolayısıyla para politikasının duruşunun sıkılaştığı durum açıklanmaktadır.

**Tablo 6: Kısa Vadeli Faizler Değişmeden Fonlama Kompozisyonu Aracılığıyla Para Politikasının Sıkılaştırılması**

|     | Marjinal<br>Fonlama Faizi | 1 Haftalık<br>Repo Faizi | Haftalık<br>Fonlamanın<br>Toplam İçindeki<br>Payı | Ortalama<br>Fonlama<br>Faizi | BIST<br>Gecelik<br>Piyasa Faizi |
|-----|---------------------------|--------------------------|---------------------------------------------------|------------------------------|---------------------------------|
| I   | 10,75                     | 7,5                      | 80%                                               | 8,2                          | 10,75                           |
| II  | 10,75                     | 7,5                      | 70%                                               | 8,5                          | 10,75                           |
| III | 10,75                     | 7,5                      | 60%                                               | 8,8                          | 10,75                           |

**Kaynak:** Kara, 2015: 8

Tabloda TCMB'nin ilan ettiği kısa vadeli faizlerin (marjinal fonlama faizi ve 1 haftalık repo faizi) sabit kaldığı, ancak fonlamanın giderek daha pahalı bir kompozisyonla sağlandığı üç aşama ele alınmaktadır. İlk satırda gösterilen durumda fonlamanın yüzde 80'i 1 haftalık repo ihaleleri ile (yüzde 7,5 faiz oranından) sağlanmakta; geri kalan yüzde 20 için ise bankalar (faizi yüzde 10,75 olan) marjinal fonlama imkanına başvurmaktadır. Bu fonlama dağılımı altında TCMB AOFF yüzde 8,2 olarak gerçekleşmektedir ( $0,8 \cdot 7,5 + 0,2 \cdot 10,75$ ). Tabloda alt satırlara gittikçe marjinal fonlama faizi ve 1 haftalık repo faizi sabit kalmakta, ancak haftalık repo ile sağlanan fonlamanın payı kademeli olarak düşürülmektedir. Bu da marjinal fonlama faizinden yapılan fonlamanın payının, yani ortalama fonlama faizinin artmasına neden olmaktadır. Daha düşük fiyatlı olan haftalık fonlamanın payı aşamalı olarak azaldığından, TCMB AOFF yükselmektedir. Haftalık repo faizi aynı kaldığı halde, haftalık repo ile sağlanan fonlamanın azaldığı ve marjinal fonlamadan sağlanan (daha pahalı) likiditenin payı arttığı için, ortalama fonlama faizi artmaktadır. Her üç durumda da sistemin likidite ihtiyacının tamamı haftalık repo fonlaması ile karşılanmadığı için, bankalararası piyasada oluşan gecelik faiz marjinal fonlama oranı düzeyinde gerçekleşmektedir (Kara, 2015: 8).

Özetle, fonlama kompozisyonundaki değişim sonrasında politika duruşu açısından öne çıkan iki faizin seyrine bakıldığında, gecelik piyasa faizi değişmezken TCMB ortalama fonlama faizinin arttığı görülmektedir. TCMB'den sağlanan fonların maliyetinin artması

mevduat, bono ve kredi gibi diğer piyasalardaki faizlere de kısmen yansıtacağından, parasal koşullar da kademeli olarak sıkılaşacaktır. Sonuç olarak bu örnek, ilan edilen kısa vadeli faizleri değiştirmeden politika duruşunu değiştirmenin mümkün olduğunu göstermektedir. Yeni sistem TCMB'nin, temel fonlama araçlarına ilişkin faizleri değiştirmeden sadece fonlama kompozisyonunu değiştirerek para piyasası faizlerini etkilemesine olanak tanımaktadır.

Yukarıdaki örnek kısa vadeli faizleri sabit tutarak para politikası duruşunun değiştirilebileceğini göstermektedir. İkinci örnekte ise tam tersi bir durum yaşanmakta ve ilan edilen faizler değiştirildiği halde, para politikası duruşunun aynı sıkılıkta kalması sağlanmaktadır. Tabloda üç farklı durum ele alınmaktadır. Birinci durumda TCMB, fonlamanın yüzde 70'ini haftalık repo ihaleleri ile (yüzde 7,5 faiz oranından) geri kalan yüzde 30'unu ise marjinal fonlama imkanı ile (yüzde 10,75 faiz oranından) sağlamaktadır. Bu fonlama dağılımı altında TCMB AOFF yüzde 8,5 olarak gerçekleşmektedir ( $0,7 \cdot 7,5 + 0,3 \cdot 10,75$ ). Tabloda alt satırlara gittikçe marjinal fonlama oranı değiştirilmezken 1 haftalık repo faiz oranı 25'er baz puan artmakta; ancak aynı zamanda daha az maliyetli olan 1-haftalık reponun toplam fonlama içindeki payı kademeli olarak artırıldığı için, ortalama fonlama faizi değişmemektedir. Haftalık repo faizi aşamalı olarak yükseldiği halde, aynı zamanda marjinal fonlamadan sağlanan (daha pahalı) likiditenin payı azaldığı için, ortalama fonlama faizi değişmemektedir. Her üç durumda da likidite ihtiyacının tamamı haftalık repo ile karşılanmadığından, bankalararası piyasada oluşan faiz de (marjinal fonlama oranı düzeyinde) sabit kalmaktadır. Fonlamanın tamamının haftalık repo imkanından karşılanmaması nedeniyle, bir önceki örnekte olduğu gibi, gecelik piyasa faizi sabit kalmaktadır. Özetle, politika duruşu açısından önemli olan faizler, yani TCMB ortalama fonlama faizi ve gecelik piyasa faizi (Tablodaki son iki satır) değişmediğinden, para politikası aynı sıkılıkta kalmaktadır. Sonuç olarak bu örnek, aynı politika duruşuna farklı faiz ve fonlama bileşimleriyle ulaşmanın mümkün olduğunu göstermektedir. Özetle, hem piyasa faizi hem de TCMB ortalama fonlama faizi aynı kaldığından, para politikası duruşu değişmemektedir (Kara, 2015: 9-11).

**Tablo 7: Kısa Vadeli Faizler Değiştirildiği Halde Fonlama Kompozisyonu Aracılığıyla Para Politikasının Aynı Sıklıkta Kalması**

| Marjinal Fonlama Faizi |       | 1 Haftalık Repo Faizi | Haftalık Fonlamanın Toplam İçindeki Payı | Ortalama Fonlama Faizi | Gecelik Piyasa Faizi |
|------------------------|-------|-----------------------|------------------------------------------|------------------------|----------------------|
| I                      | 10,75 | 7,5                   | 70%                                      | 8,5                    | 10,75                |
| II                     | 10,75 | 7,75                  | 75%                                      | 8,5                    | 10,75                |
| III                    | 10,75 | 8,0                   | 82%                                      | 8,5                    | 10,75                |

**Kaynak:** Kara, 2015: 11

Yukarıda özetlenen Kara (2015)'nin çalışmasında yapılan analiz, TCMB'nin aylık olarak belirlediği kısa vadeli faizlerin yanı sıra fonlama kompozisyonunun da para politikasının duruşu açısından önemli olabildiğini göstermektedir. Kara tarafından vurgulandığı üzere, parasal duruş açısından TCMB fonlama faizleri ve likidite politikası ile bunların etkileşiminin içerdiği bilgi temelde iki faizle özetlenebilmektedir: (i) BIST bankalararası gecelik faizi ve (ii) TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizi (AOFF). Her iki faiz de doğrudan bankaların fonlama maliyetlerini etkilediğinden, kredi ve mevduat faizlerinin fiyatlamasında ve parasal aktarım mekanizmasında önemli rol oynamaktadır. Hangi faizin politika duruşunu daha ağırlıklı temsil ettiği sorusunun yanıtı ise piyasanın fonlama ihtiyacının ne kadarlık kısmının merkez bankası tarafından karşılandığı gibi faktörlere bağlı olarak değişebilecektir.

### **3.2.1.2. Faiz Koridoru ve Kredi-Mevduat Faiz Farkı İlişkisi**

Yukarıda açıklandığı üzere, resmi faizler değişmeden de para politikasının sıklık derecesi değişebilmektedir. Dolayısıyla kredi ve mevduat faizleri modellenirken sadece TCMB'nin açıkladığı resmi koridor parametrelerinin değil, aynı zamanda fonlama kompozisyonuna bağlı olarak şekillenen fiili faizlerin de dikkate alınması gerekmektedir.

TCMB'nin uyguladığı politikaların anlaşılması açısından faiz koridorunun kredi faizi, mevduat faizi ve bu iki faizin farkı ile ilişkisinin değerlendirilmesi büyük önem taşımaktadır. Söz konusu ilişkilerin incelenmesi faiz koridorunun *makro ihtiyati bir araç* olarak kullanılabilme potansiyeline de ışık tutmaktadır. *Kredi-mevduat faiz farkı* (loan-deposit spread) bankaların kredi koşullarına dair önemli bir gösterge niteliğindedir.

Nitekim, bu farkın fazla olması bankaların kredi riski alma iştahının az, kredi standartlarının ise sıkı olduğunu göstermektedir. Bunun pratikteki karşılığı iktisadi faaliyetin genişleme ve yavaşlama dönemlerinde ortaya çıkmaktadır. Şöyle ki, *genişleme dönemlerinde* kredi standartlarının gevşediği, risk alma iştahının arttığı, bankalar arası rekabetin güçlendiği ve kredi-mevduat faiz farkının daraldığı gözlenmektedir. Buna karşılık *yavaşlama dönemlerinde* ise tam tersi bir durum gerçekleşmektedir. İlgili yazında yapılan çalışmalarda, kredi çevrimlerinde ortaya çıkan bu *döngüsel hareketlerin* makro ihtiyati politikalar aracılığıyla giderilebileceği gösterilmektedir. Türkiye özelinde bakıldığında da, TCMB'nin asimetrik faiz koridoru ve zorunlu karşılıklar aracılığıyla yaptığı düzenlemeler, kredi çevrimlerinin yumuşatılmasına yönelik makro ihtiyati politikalara örnek teşkil etmektedir. Bu politikalar, bankaların kredi verme iştahını ve dolayısıyla kredi-mevduat faiz farkını etkilemek suretiyle kredi büyümesindeki oynaklığı sınırlamaktadır (Binici ve diğerleri, 2013: 3-4).

Yukarıda belirtildiği üzere, Türkiye'ye özgü bir araç olan asimetrik faiz koridoru, gerektiğinde *kredi döngüsü* (credit cycles) karşıtı bir makro ihtiyati araç olarak kullanılabilir. Faiz koridorunun uygun likidite stratejisi ile birlikte kullanılması halinde kredi ve mevduat faizlerini farklı kanallardan etkileyebilmesi mümkündür. Bu durumda faiz koridoru makro finansal istikrara yönelik bir araç olarak kullanılabilir potansiyeli taşımaktadır. Hızlı ekonomik büyüme dönemlerinde genellikle kredi-mevduat faiz farkı daralmakta, bankalar arası rekabet artmakta ve bu durum kredilerin hızlı genişlemesine yol açmaktadır. Böyle dönemlerde söz konusu faiz farkının daralmasının önlenmesi kredi hacmindeki artışı sınırlayarak finansal istikrara önemli katkıda bulunabilmektedir. TCMB'nin faiz farkını ve dolayısıyla kredi arzını ayrı bir kanaldan etkileyebilecek bir politika aracına (faiz koridoru) sahip olması, fiyat istikrarı ve finansal istikrar arasındaki ödünleşimi hafifletmekte ve fiyat istikrarından ödün vermeden finansal istikrara katkıda bulunulmasını sağlamaktadır. Faiz koridorunun tamamen para politikasının inisiyatifi dahilinde ve oldukça esnek bir araç olması da, kısa vadeli kredi hareketlerine tepki verilebilmesini mümkün kılmaktadır. TCMB'nin aynı amaç doğrultusunda zorunlu karşılıkları da kullanabilmesi mümkündür. Ancak zorunlu karşılığın maliyet etkisi sınırlı olabilmektedir. Maliyet kanalı aracılığıyla belirli düzeyde faiz farkı artışı için çok yüksek miktarlarda zorunlu karşılık artışı gerekmektedir. Bu durum çok

yüksek miktarda likiditeyi piyasadan çekmeyi gerektireceğinden, pratikte uygulaması zor olabilmektedir (Binici ve diğerleri, 2013: 4).

Türkiye gibi finansal aracılığın ağırlıklı olarak bankalar tarafından sağlandığı ülkelerde, bankaların merkez bankasının etki alanında bulunan kısa vadeli faizlerdeki değişimi ne ölçüde kredi ve mevduat faizlerine yansıttığı konusu aktarım mekanizmasının faiz kanalının nasıl işlediğine ilişkin önemli bilgiler sunmaktadır. Bu çerçevede, Binici ve diğerleri (2016), birden fazla faizin para politikası aracı olarak kullanıldığı bir sistemde, para politikasının kontrolündeki kısa vadeli faizler ile banka faizleri (kredi ve mevduat faizleri) arasındaki ilişkiye odaklanmaktadır. Çalışmada özellikle sıra dışı (konvansiyonel olmayan) koridor politikası kapsamında merkez bankası tarafından ilan edilen resmi faizler (haftalık repo faizi ve gecelik borç verme faizi) ile bankaların fiiliyatta maruz kaldıkları faizler (BIST bankalararası piyasa faizi ve TCMB AOFF) arasındaki farklılaşmanın parasal aktarım mekanizması açısından yansımaları ele alınmaktadır. 19 mevduat bankasının Haziran 2010 - Aralık 2014 dönemi aylık verileri kullanılarak genelleştirilmiş momentler yöntemi (GMM) yardımıyla, kredi ve mevduat faizleri ile para politikası faizleri arasındaki ilişki analiz edilmektedir. Çalışmada yanıtlanmaya çalışılan sorular aşağıdaki gibi özetlenebilir;

- TCMB'nin faiz koridoru çerçevesinde belirlediği resmi faizler ile bu faizlerin fonlama politikasıyla etkileşimi sonucu oluşan fiili faizlerden hangisi kredi ve mevduat fiyatlamasında daha belirleyicidir?
- İncelenen dönemde para politikası duruşunu hangi değişken temsil etmektedir? Zira birden fazla faizin aynı anda para politikası aracı olarak kullanılması durumunda, resmi olarak ilan edilen faizler ile fiili faizlerin birbirinden farklılaştığı görülmektedir.
- Çalışmada bankaların kredi ve mevduat faizleri ile TCMB politikaları arasındaki asimetrik ilişki de incelenmekte ve şu soruya yanıt aranmaktadır: TCMB faizlerindeki değişimlerin kredi ve mevduat faizleri üzerindeki etkisi, para politikasının sıkılaşma dönemlerinde gevşeme dönemlerine kıyasla daha hızlı mı olmaktadır? Diğer bir ifadeyle, bankaların TCMB politikalarına asimetrik tepki verip vermediği sorusuna yanıt aranmaktadır. Burada para politikasının sıkılaştırılması ile kastedilen fiili faizlerin, yani



TCMB ortalama fonlama faizinin ve/veya gecelik piyasa faizlerinin artırılmasıdır.

Söz konusu çalışmanın bulgularından çıkarılan önemli sonuçlar aşağıdaki beş ana başlıkta özetlenebilir (Binici ve diğerleri, 2016):

(1) Çalışmanın bulguları, bankaların kredi ve mevduat fiyatlamalarında TCMB'nin ilan ettiği resmi faizlerden ziyade fiili faizlerin belirleyici olduğunu göstermektedir. Bankaların gerek kredi gerekse mevduat faizlerini fiyatlamalarında BIST bankalar arası gecelik faizi ile TCMB ortalama fonlama faizinin belirleyici olduğu gözlenmiştir. Her iki faiz de, TCMB tarafından resmi olarak ilan edilmemesine rağmen, koridor ve fonlama politikasının bileşenleri olarak dolaylı şekilde belirlenmekte ve para politikasının etki alanında bulunmaktadır. Diğer bir ifadeyle, bankalar kredi ve mevduat fiyatlamalarında doğrudan TCMB'nin ilan ettiği resmi faizleri değil, uygulamadaki fiili faizleri esas almaktadır. Hem kredi faizleri hem de mevduat faizleri para politikasının duruşunu temsil eden fiili faizlere hızlı ve güçlü bir şekilde tepki vermektedir.

(2) Çalışmanın bulguları hangi fiili faizin kredi ve mevduat fiyatlamasında daha belirleyici olduğu sorusuna da ışık tutmaktadır. Mevduat faizleri üzerinde ağırlıklı olarak TCMB fonlama faizi etkili olurken; buna karşılık kredi faizleri üzerinde (özellikle ticari krediler için) bankalar arası piyasada oluşan faizin, yani TCMB likidite politikasının daha belirleyici olduğu gözlenmektedir. Türkiye'de çalışmaya konu olan dönemde BIST bankalararası piyasa faizi TCMB ortalama fonlama faizine göre daha oynak bir seyir izlemektedir. Bu durumda bankalar mevduat faizlerinin fiyatlamasını daha yavaş hareket eden ve parasal otorite tarafından vurgu yapılan TCMB ortalama fonlama faizine göre ayarlamayı tercih edebilecektir.

(3) Politika parametrelerinin kredi ve mevduat fiyatlamasındaki göreceli öneminin zaman içinde değişebileceği ve bu nedenle çalışmanın bulgularından yola çıkarak yapılabilecek güncel politika önermeleri konusunda temkinli olunması gerektiği belirtilmiştir. Nitekim, piyasa faizlerinin koridor içindeki yükselişinin uzun süreli ve daha kalıcı olduğu bir ortamda bankaların bütün fiyatlamalarını bankalararası piyasa faizi üzerinden yapması beklenebilir. Zira kısa vadeli piyasa faizlerinin uzun süre koridorun üst

bandında seyrettiği 2015 yılının ikinci yarısında, mevduat faizlerinin de TCMB ortalama fonlama faizinin ima ettiği seviyelerin oldukça üzerine çıktığı görülmüştür.

(4) Çalışmanın sonuçları kredi ve mevduat faizlerinin para politikasına verdiği tepki arasında asimetri anlamında önemli bir ayrışmanın olduğuna işaret etmektedir. Kredi faizleri ile para politikası arasındaki ilişki sıkılaştırma dönemlerinde gevşeme dönemlerine kıyasla daha güçlüdür. Ancak kredi fiyatlamasında gözlenen asimetrisinin mevduat faizi için geçerli olmadığı bulunmuştur. TCMB fonlama faizini yükselttiğinde veya likidite politikasını sıkılaştırdığında bankalar mevduat ve kredi faizlerini önemli ölçüde artırmakta yani kısa süre içinde uyarlamaktadırlar. Buna karşılık, para politikası gevşediğinde ise bankalar mevduat faizlerini kısa süre içinde aşağı çekmekte ancak kredi faizlerini daha sınırlı düşürmektedir. Böylelikle, parasal gevşeme dönemlerinde bankaların *net faiz marjları* (kredi ve mevduat faiz oranları arasındaki fark) geçici bir süre için yükselmektedir. Yazarlara göre, bu sonuçları bankaların kredi piyasasında monopolistik rekabetçi bir fiyatlama davranışı izlediği şeklinde yorumlamak mümkündür. Çalışmada kredi faizleri ile para politikası faizleri arasında gözlenen asimetric ilişkinin varlığı, Türkiye’de bankaların bir miktar fiyatlama gücüne sahip olduğu, diğer bir ifadeyle bankacılık sisteminde tam rekabetçi bir piyasa fiyatlamasının geçerli olmadığı şeklinde değerlendirilmiştir.

(5) Çalışmadan elde edilen bulgular aynı zamanda 2011 dönemi sonrasında uygulanan para politikası duruşunun tek bir faizle temsil edilemeyeceğine işaret etmektedir. Daha önce de belirtildiği üzere, Türkiye’de konvansiyonel olmayan koridor politikası uygulaması döneminde 2010 yılının ortalarına kadar bankacılık sisteminde net likidite fazlası yaşanmıştır. Bu nedenle 2002 yılından 2010 yılının ortalarına kadar geçen dönemde efektif politika faizi TCMB’nin borçlanma faizi olmuş, BIST gecelik faizi de koridorun alt bandına yakın düzeylerde gerçekleşmiştir. Mayıs 2010’da ise TCMB yeni bir likidite enstrümanı olan bir hafta vadeli repo ihalelerine başlamış ve söz konusu enstrüman bankanın temel fonlama aracı haline gelmiştir. Yeni para politikası çerçevesinde birden fazla politika aracının kullanılması ile birlikte politika faizi olan bir hafta vadeli repo faizi, TCMB’nin bankacılık sistemini fonlama maliyetini tek başına temsil edememeye başlamıştır.

Türkiye’de uygulanan para politikası çerçevesinin büyük ölçüde kendine has olması nedeniyle, ilk bakışta Binici ve diğerleri (2016)’nin çalışmasından elde edilen yukarıdaki çıkarımların sadece Türkiye ekonomisi için önemli olabileceği düşünülebilir. Her ne kadar çalışmada Türkiye’deki sıra dışı para politikası uygulamasına ve bunun parasal aktarım açısından yansımalarına odaklanılsa da, elde edilen bulgular genel olarak küresel ölçekte merkez bankalarının uyguladığı politikalar açısından da önemli bilgiler sunmaktadır. Çalışmada esas olarak para politikasına dair genel bir soruya yanıt aranmaktadır: Para politikası faizlerinin banka faizlerine aktarımında merkez bankasının dediği mi yoksa yaptığı mı daha önemlidir? Merkez bankasının ilan ettiği temel politika faizi ile kısa vadeli piyasa faizi arasındaki ayrışma sadece Türkiye’ye özgü bir durum değildir. Gelişmiş ekonomilerde resmi faizler ile fiili faizlerin farklılaşması durumunda, para politikasının sıklığının hangi faizle ölçülmesi gerektiği sorusu söz konusu ekonomiler için de önem taşıyacaktır.

Örneğin, piyasada stresin yoğun olduğu küresel kriz gibi dönemlerde kısa vadeli piyasa faizleri merkez bankası politika faizinden önemli ölçüde farklılaşabilmektedir. Nitekim 2007-09 küresel krizi sürecinde para piyasalarında bozulan risk algılaması ve azalan likidite, gelişmiş ülkelerde kısa vadeli piyasa faizlerinin politika faizinin üzerine çıkmasına neden olmuştur. Bu ayrışmanın uzun sürmesi durumunda mevduat ve kredi faizlerinin fiyatlaması açısından kayda değer yansımaları olabilecektir. Dolayısıyla Binici ve diğerleri, çalışmalarında incelenen temel konulara dair elde edilen bulguların pratikte diğer ülkeler için de önemli yansımalarının olabileceğini vurgulamaktadır. Yazarlar, bankaların kredi ve mevduat fiyatlamasında fiili faizlerin belirleyici olduğunu, diğer bir ifadeyle, finansal aracılardan merkez bankasının dediğine değil yaptığına baktığını ileri sürmektedir.

### **3.2.2. Rezerv Opsiyonu Mekanizması**

2011 sonrası dönemde TCMB tarafından yaygın olarak kullanılan bir diğer araç zorunlu karşılıklar kapsamında tasarlanan *Rezerv Opsiyon Mekanizması* (Reserve Option Mechanism (ROM))’dır.

TCMB 2011 yılının sonlarından itibaren sermaye akımlarındaki aşırı oynaklıkların makroekonomik ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamak amacıyla ROM'u tasarlayarak uygulamaya koymuştur. ROM, zorunlu karşılığa tabi kuruluşların<sup>38</sup> TCMB'de tutmak zorunda oldukları TL zorunlu karşılıklarının belirli bir yüzdesini YP ve altın cinsinden tesis edebilmelerine imkân tanıyan bir uygulamadır. Bu imkânın hangi ölçüde kullanılabileceği rezerv opsiyonu oranı (ROO) ile belirlenmektedir. Birim TL zorunlu karşılık başına tesis edilebilecek YP veya altın karşılığını belirleyen katsayılar ise rezerv opsiyonu katsayısı (ROK) olarak tanımlanmıştır. Mevcut durumda YP veya altın cinsi borçlanmanın maliyeti TL cinsi borçlanmaya göre daha düşük olduğundan, bankalar ROM imkânını kullanmak suretiyle daha az maliyetle zorunlu karşılık tesis edebilmektedir. Nitekim, TCMB'nin ROK'ları artırması (azaltması) söz konusu maliyet avantajını azaltıcı (artırıcı) yönde etki etmektedir (Alper ve diğerleri, 2012a: 2; Küçüksaraç ve Özel, 2012: 2-3).

ROM, TCMB tarafından dış finansal şoklara karşı ekonominin dayanıklılığını artırmak amacıyla geliştirilen yenilikçi bir para politikası aracıdır. Bu imkân, zorunlu karşılığa tabi kuruluşların TL zorunlu karşılıklarının bir bölümünü döviz ve altın cinsinden tutmalarına izin vermek suretiyle, gönüllü olarak ek döviz ve altın rezervleri bulundurmasını sağlamaktadır. 2011 yılının sonunda uygulamaya konan ve aşamalı olarak geliştirilen ROM, TL zorunlu karşılıkların %60'ına kadar olan kısmının döviz, %30'una kadar olan kısmının ise altın olarak tutulmasına olanak sağlamaktadır. Buna göre ROM imkânları tamamıyla kullanılsa dahi TL yükümlülükler için zorunlu karşılıkların asgari yüzde 10'unun TL cinsinden tesis edilmesi gerekmektedir.

Rezerv opsiyonu mekanizmasının faydaları aşağıdaki şekilde sıralanabilir (TCMB, 2012c; Küçüksaraç ve Özel, 2012):

- Kısa vadeli sermaye akımlarının yurtiçi piyasalar üzerinde yaratabileceği oynaklığı azaltmaktadır.

<sup>38</sup> Zorunlu karşılığa tabi kuruluşlar '*mevduat ve katılım bankaları*', '*kalkınma ve yatırım bankaları*' ve '*finansman şirketleri*' olmak üzere üç gruba ayrılmaktadır. Çalışmanın bundan sonraki kısmında ROM ile ilgili açıklamalarda kısaca bankalar ya da sadece kuruluşlar ifadeleri kullanılmıştır.

- Giriş veya çıkış yönünde kuvvetli sermaye akımları yaşanan dönemlerde piyasadaki döviz likiditesini etkilemek suretiyle kur oynaklığını azaltmaktadır.
- TCMB brüt döviz rezervlerini<sup>39</sup> güçlendirmektedir.
- Bankacılık sisteminin döviz likiditesi şoklarına dayanıklılığını artırmaktadır.
- Bankalara TL zorunlu karşılıkları tesis etmede ve likidite yönetimlerinde esneklik sağlamaktadır.
- Bankalara TL likidite gereksinimlerini karşılamada döviz varlıklarını belli oranlarda kullanabilme imkânı sunmaktadır.
- Bankalara TL zorunlu karşılıkları daha düşük maliyetle tesis etme imkânı sağlamaktadır.
- Her bankaya kendi likidite optimizasyonunu yapabilme olanağı sağlamaktadır.
- Kredilerin sermaye hareketlerine olan duyarlılığını azaltmaktadır.
- Kredi büyümesini hem genişleyici hem de daraltıcı yönde etkileyerek konjonktür karşıtı bir politika aracı olarak kullanılabilir.
- Diğer politika araçlarına duyulan ihtiyacı azaltmaktadır.

TCMB tarafından tasarlanan ve TCMB'ye özgü bir para politikası aracı olan ROM, temel olarak sermaye akımlarındaki aşırı oynaklığın makroekonomik ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla geliştirilmiştir. Buna ek olarak, bankacılık sisteminin TL likidite ihtiyacının daha kalıcı bir yöntemle ve daha düşük bir maliyetle karşılanması, döviz rezervlerinin desteklenerek zamanında, kontrollü ve etkili bir şekilde kullanılması ile altının ekonomiye kazandırılması da diğer kullanım amaçları arasında yer almaktadır. Bu imkân sayesinde sermaye hareketlerindeki oynaklığın finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini gidermek amacıyla TCMB'nin piyasaya döviz alım veya satım yönünde müdahale ihtiyacı azalmaktadır. Otomatik dengeleyici<sup>40</sup> (automatic stabilizer) olarak çalışması beklenen ROM, sermaye akımlarının yurt içi piyasalarda

<sup>39</sup> ROM kapsamında tutulan döviz ve altının TCMB tarafından satın alınmaması ve bankalara ait olması nedeniyle, bu imkân TCMB'nin net döviz pozisyonunu etkilemeyip, sadece brüt döviz rezervini artırmaktadır (Küçüksaraç ve Özel, 2012: 5).

<sup>40</sup> Otomatik dengeleyiciler, ekonomik dengenin sağlanmasında ve sürdürülmesinde hızlı ve etkin bir şekilde kendiliğinden işlev gören mali unsurlardır (TCMB, 2016a).

oluşturduğu döviz kuru oynaklığını düşürmekte ve bu nedenle faiz koridoruna olan ihtiyacı da kısmen azaltmaktadır (TCMB, 2012b).

ROM uygulamasının TCMB'nin piyasalara müdahale ihtiyacını azaltması ve kurdaki olası dalgalanmaları düşürmesi beklenmektedir. Bankalara döviz varlıklarını likidite gereksinimleri doğrultusunda serbestçe kullanabilme imkânı sunduğu için, likidite yönetimlerinde daha fazla esneklik sağlamaktadır. Dolayısıyla otomatik dengeleyici olarak çalışması beklenen bu mekanizmanın finansal istikrarı destekleyeceği düşünülmektedir.

Bu mekanizmadan beklenen diğer bir yarar diğer politika araçlarına duyulan ihtiyacı azaltmasıdır<sup>41</sup>. Daha önce belirtildiği üzere, TCMB'nin 2010 yılı sonlarından itibaren uyguladığı yeni sistemde faiz koridoru, daha çok kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklığa karşı daha hızlı ve esnek tepki verilebilmesini sağlamak amacıyla kullanılmaktadır. ROM'un zaman içinde kademeli olarak daha etkin bir şekilde devreye girmesi, faiz koridorunun sermaye akımları ve döviz kurundaki oynaklıklara karşı kullanılmasına olan gereksinimi büyük ölçüde azaltmıştır (Binici ve diğerleri, 2013: 2).

ROM'un katkı sağlayabileceği bir diğer unsur da, bankaların kısa vadeli kur/para takası (cross-currency swap) işlemlerine olan ihtiyaçları azaltacak olmasıdır. Söz konusu uygulamanın ardından bankaların kısa vadeli kur takası işlemlerinin azalması beklenmektedir. Bilindiği üzere, bankaların TL zorunlu karşılıklarını tutmak için kullanabilecekleri önemli alternatiflerden biri yabancı para (YP) kaynaklarını kur takası

<sup>41</sup> ROM bankacılık sisteminin döviz likiditesi şoklarına karşı dayanıklılığını artırmak ve döviz kuru oynaklığını sınırlamak amacıyla uygulamaya konulmuştur. TCMB'nin yeni politika çerçevesinde kullandığı araçlar olan faiz koridoru ve etkin likidite yönetimi de bu doğrultuda kullanılabilir. Bu nedenle, faiz koridoru ile ROM'un birbirinin *ikamesi* olup olmadığı sorusu gündeme gelmektedir. Bu iki aracın döviz kurundaki dalgalanmalara yönelik sonuçları benzeşmesine rağmen, işleyiş mekanizmaları açısından önemli farklılıklar bulunmaktadır. Faiz koridoru doğrudan portföy davranışları kanalıyla döviz kuru oynaklığını etkilerken; ROM giren sermayenin kullanımını değiştirmek suretiyle etkili olmaktadır. Faiz koridorunun hem kredi aktarım mekanizması hem de etkin likidite yönetimi açısından farklı işlevleri bulunmaktadır. Buna ek olarak, faiz koridoru sermaye akımlarındaki hareketlere bağlı olarak TCMB'nin politika duruşunu yüksek frekansta ayarlayabildiği bir esneklik sağlamasından ötürü ROM'dan farklı bir nitelik taşımaktadır. Özetle, ROM döviz kurundaki oynaklığın azaltılması açısından geniş bir faiz koridoruna olan ihtiyacı azaltmakta, ancak tamamen ortadan kaldırmamaktadır. Öte yandan faiz koridoru ile ROM *tamamlayıcı* mekanizmalar olarak da çalışabilmektedir. Faiz koridorunun varlığı merkez bankasına ROM uygulaması neticesinde ortaya çıkan TL likidite hareketlerinin sterilizasyonu konusunda bir esneklik sağlamaktadır. Merkez bankasının kısa vadeli faizi sadece aylık frekanslarda değiştirdiği standart enflasyon hedeflemesinde, piyasadan çekilen döviz neticesinde artan TL likiditesi ilan edilen faiz doğrultusunda sterilize edilmek durumundadır. Oysaki TCMB'nin para piyasası faizlerini ay boyunca sabit değil de sadece faiz koridoru içerisinde tutmayı taahhüt ettiği mevcut çerçeve, ortaya çıkan likiditeyi çekme hususunda önemli bir esneklik sağlamaktadır. Örneğin, sermaye girişlerinin hızlandığı bir dönemde, TCMB ROM ile çekilen döviz sonucu ortaya çıkabilecek likiditeyi gerektiğinde tam sterilize etmeme olanağına sahiptir. Böyle bir durumda kısa vadeli TL piyasa faizlerinin düşmesine izin verilebilmesi, kısa vadeli sermaye girişlerini sınırlayıcı ek bir etki yapabilecektir (Alper ve diğerleri, 2012a: 11-12).

yoluyla Türk lirasına çevirmektir. Bankalar kısa vadeli kur takası işlemlerini TL likidite ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla kullanmaktadırlar. Bankaların TL zorunlu karşılıklarının bir bölümünü döviz cinsinden tutabilmesi daha önce para takası yoluyla sağlanan TL fonlamanın bir kısmının ROM yoluyla ikame edilmesini sağlamıştır. TCMB ROK'ları değiştirerek kısa vadeli piyasa faizlerini etkileyebilmekte ve bankaların kısa vadeli kur takası taleplerini düşürebilmektedir. Bu açıdan bakıldığında kısa vadeli TL kur takaslarına yatırım yapan yatırımcılar açısından kur takaslarının cazibesi azalacağından, kur takası kanalıyla giren ve oynaklığı yüksek olan kısa vadeli sermaye akımlarının zayıflaması beklenmektedir. Dolayısıyla, ROM bu kanaldan da finansal istikrarı desteklemekte ve risk iştahındaki ani hareketlere karşı döviz kuru oynaklığının düşük kalmasına katkıda bulunmaktadır (Küçüksaraç ve Özel, 2012; Alper ve diğerleri, 2013b).

ROM'un otomatik dengeleyici olarak işleyişine geçmeden önce döviz kurundaki oynaklıkları azaltmak bağlamında diğer alternatif araçlarla arasındaki farklılıklardan bahsedilebilir. ROM'un olmadığı TCMB'nin sermaye girişine doğrudan müdahil olduğu (döviz satın aldığı) durumu düşünelim. Bilindiği üzere sermaye girişi doğrudan yurt içi piyasadaki döviz arzını arttırarak TL üzerinde değerlenme yönlü bir baskı oluşturmaktadır. Aynı zamanda sermaye girişi krediye erişimi kolaylaştırarak bankaların kredi arzını hızlı arttırmalarına yol açabilmektedir. Bu durumda merkez bankası açık piyasa işlemleriyle sterilizasyon amaçlı müdahalede bulunabilir. Merkez bankasının, bir yandan döviz satın alarak döviz girişinin TL üzerindeki değerleme baskısını azaltması, diğer yandan müdahale sonucu ortaya çıkan likiditeyi sterilize ederek fazla likiditenin TL faizler üzerindeki düşürücü etkisini engellemesi mümkündür. Döviz likiditesini etkilemek için kullanılabilecek diğer bir araç da YP zorunlu karşılıklardır. Bu aracın kullanımı, sterilizasyonun aksine, piyasadaki TL likidite koşullarını değiştirmemektedir.

ROM'un ise, döviz kurundaki oynaklıkları azaltmak bağlamında sterilize edilmiş müdahale veya standart YP zorunlu karşılık uygulaması gibi alternatif araçlara göre, önemli avantajları bulunmaktadır (Alper ve diğerleri, 2012a: 10-11):

1. ROM'un en önemli özelliği kendiliğinden işleyen bir dengeleyici mekanizma olmasıdır. ROM yoluyla döviz likiditesinin çekilmesi, müdahaleden farklı olarak, merkez bankasının ihtiyari kararı ile değil, bankaların bireysel kar azamileştirme davranışlarının bir sonucu olarak

gerçekleşmektedir. Her bankaya, kendi maliyet analizini yaparak bu imkândan ne ölçüde faydalanacağını belirleme olanağı sunulması, daha verimli ve etkin bir sistem anlamına gelmektedir.

2. Piyasadaki aktif müdahale araçlarının kullanılması, döviz kuru rejimine ilişkin arzu edilmeyen sinyaller oluşturma olasılığı taşımaktadır. Şöyle ki, kurda oynaklığı azaltmayı hedefleyen bir döviz müdahalesi kurların seviyesine ilişkin sinyal olarak algılanabilmektedir. ROM'da ise ROK veri iken imkânın ne kadar kullanılacağı ve bunun sonucunda dövizde oluşacak hareketler tamamen bankaların optimizasyon kararları sonucu oluşacağından, döviz kurunun seviyesine veya para politikasının duruşuna dair yanlış algılama riski çok daha sınırlı olacaktır.
3. Döviz müdahalelerindeki diğer bir husus merkez bankasınca yapılan döviz alım ve satımların spekülâtif hareketlere yol açabilme ihtimalidir. Oysa rezerv opsiyonunun kullanımı bankaların kendi olanaklarını değerlendirmeleri sonucu ihtiyaçları doğrultusunda belirleneceğinden, ROM'un benzer bir sakınca doğurması beklenmemektedir<sup>42</sup>.
4. YP zorunlu karşılıklarda yapılacak değişiklikler tüm bankaları aynı oranda ve aynı zamanda YP likiditelerini ayarlamaya zorlayacağından, dövize erişimi geçici olarak kısıtlanmış bankalar ciddi YP likidite problemleri yaşayabilir. ROM uygulamasında zorunlu karşılığın döviz olarak kullanılacak kısmı bankaların kendi kararına bırakılmıştır. Dolayısıyla ROM, standart YP zorunlu karşılık uygulamasına göre finansal istikrar açısından daha faydalı sonuçlar verebilecektir. Ayrıca, YP zorunlu karşılıklardaki değişikliklerin, döviz müdahalesinde olduğu gibi, para politikası duruşuna veya döviz kurunun seviyesine dair arzu edilmeyen sinyaller oluşturma olasılığı da bulunmaktadır.

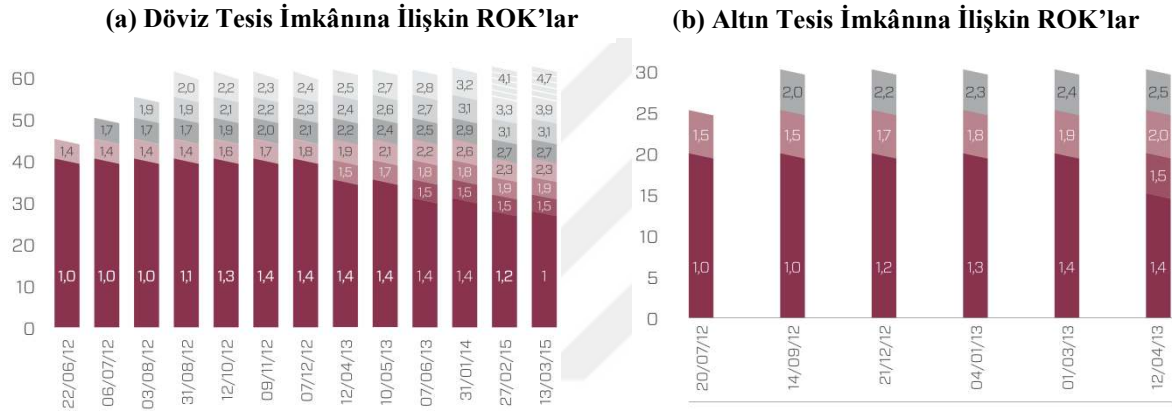
ROK'lar kullanım oranına göre artan bir yapıda tasarlanmıştır. Uygulama kolaylığı açısından rezerv opsiyon oranları yüzde 5'lik dilimlere bölünmüş ve ROK'lar dilim bazında belirlenmiştir. TL fonlama maliyeti YP cinsi fonlama maliyetine göre daha yüksek

<sup>42</sup> Bu noktada ROM'un döviz müdahalesine olan ihtiyacı azaltacağı, ancak müdahale olasılığını tamamen ortadan kaldırmayacağı da göz önüne alınmalıdır. Sermaye hareketlerinde sert ve ani değişimlerin olduğu ve/veya piyasada sağlıklı fiyat oluşumları gözlenmesi durumunda döviz müdahaleleri de gerektiğinde destekleyici bir araç olarak kullanılabilir (Alper ve diğerleri, 2012a: 11).



olduğundan, ROK'un 1 olduğu durumda kuruluşlar zorunlu karşılıklarını TL yerine döviz olarak tutmayı tercih edecek, yani ROM'u sonuna kadar kullanma yoluna gidecektir. Dolayısıyla TCMB, ROK değerlerini ayarlayarak kuruluşlar için ROM'u kullanma maliyetini değiştirebilmektedir. Örneğin, herhangi bir dilimde ROK'un 1'den 2'ye yükseltilmesi o dilim için ROM'un kullanma maliyetinin iki katına çıkması anlamına gelmektedir. Nitekim TCMB, ROK'ları değiştirerek ROM kapsamında tanınan imkânın göreceli maliyeti ile bankaların ve finansman şirketlerinin ROM kullanımını etkileyebilmektedir (TCMB, 2014a: 76).

**Grafik 21: Döviz ve Altın İmkânına İlişkin Rezerv Opsiyonu Katsayıları**



**Not:** Tarihler tesis dönemini göstermektedir. Sol eksen rezerv opsiyonu oranlarını yüzde olarak göstermektedir.

**Kavnak:** TCMB. 2016c: 41

ROM'un nihai olarak otomatik dengeleyici bir mekanizma olarak çalışabilmesi için, ROK'ların yeterince büyük ve kullanım oranına göre artan bir yapıda kurgulanması gerekmektedir. Ancak katsayıların hızlıca artırılması bankacılık sistemine ek bir şok vereceği için, TCMB ROM için kademeli bir inşa süreci tasarlamıştır. Bu doğrultuda, hızlı sermaye girişleri ve kredi büyümesi göz önünde bulundurularak, ROM'un kuruluş aşamasında ROK ve rezerv opsiyonu oranları kademeli olarak artırılmıştır. Böylelikle, sermaye akımlarının yoğun olduğu dönemde hem bankaların daha fazla döviz rezervi biriktirmeleri sağlanmış, hem de sermaye girişlerinin aşırı kredi genişlemesine dönüşmesi engellenmiştir (Aslaner ve diğerleri 2013: 83, 2015: 3).

ROM yeni bir tasarım olduğundan, uygulamaya geçişin yumuşak olması amacıyla aşamalı bir inşa stratejisinin benimsendiği görülmektedir. İlk aşamada, TL zorunlu

karşılıkların bir kısmının döviz olarak tesis edilebilmesine Eylül 2011’de, altın olarak tesis edilebilmesine ise Ekim 2011’de imkân verilmiştir. Söz konusu imkânlar, piyasa koşulları çerçevesinde kademeli olarak yükseltilmiştir.

Döviz ve altın cinsinden borçlanma maliyetinin TL cinsinden borçlanmaya göre daha düşük olması sebebiyle, bankalar ve finansman şirketlerinin ROM uygulamasından büyük ölçüde ve istikrarlı olarak faydalandıkları gözlenmektedir. 18 Aralık 2015 tesis tarihi itibarıyla, sektör genelinde döviz imkânının kullanım oranı yüzde 91,2; altın imkânının kullanım oranı ise yüzde 89,8 olarak gerçekleşmiştir (TCMB, 2016c: 42).

Özetle, ROM uygulaması ile her bankanın kullanım oranını kendi ihtiyaçlarına ve kısıtlarına göre belirlemesi suretiyle sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklıkların yurt içi ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerinin yumuşatılması amaçlanmaktadır. Nitekim sermaye hareketlerindeki oynaklığa karşı bankaların ROM’u dengeleyici yönde kullanması beklenmektedir.

### **3.2.2.1. Otomatik Dengeleyici Olarak ROM’un İşleyişi**

Hızlı sermaye girişlerinin olduğu bir dönemde bankaların YP kaynaklara daha rahat ulaşabilmeleri ve YP kaynakların maliyetinin düşük olmasının etkisiyle, bankalar ROM’u daha fazla kullanmak eğiliminde olacaklardır. Diğer bir ifadeyle, döviz borçlanma maliyetlerinin düşmesi, bankaların ROM’dan daha çok yararlanmalarını teşvik etmektedir. Böylelikle, yurt içine giren dövizin bir kısmı, bankalarca TL zorunlu karşılıkların tesisinde kullanılmak üzere TCMB nezdinde bulunan hesaplara aktararak piyasadan çekilmekte ve bu şekilde TL üzerindeki değerlenme baskısı sınırlanmış olacağı gibi ülkeye giren dövizin krediye dönüşüm oranı da azalmaktadır. Kısacası, sermaye akımlarının yol açabileceği TL’de aşırı değerlenme baskısı ve hızlı kredi büyümesi engellenebilecektir (TCMB, 2012c: 2).

Sermaye girişlerinin yavaşladığı dönemlerde ise, YP kaynakların maliyeti TL kaynakların maliyetine göre artmakta ve yurt dışı fonlara erişim zorlaşmaktadır. Bu durumda, bankalar ihtiyaç duydukları döviz likiditesinin bir kısmını ROM kullanımlarını

azaltmak suretiyle elde etme yoluna gitmektedir. Bu durum, TL üzerindeki değer kaybetme yönlü baskıyı hafifletirken TL likidite talebini artırmaktadır (TCMB, 2012c: 3).

Sonuç olarak giriş veya çıkış yönünde kuvvetli sermaye akımları yaşanan dönemlerde ROM'un piyasadaki döviz likiditesini etkilemek suretiyle kur oynaklığını azaltması beklenmektedir. Ayrıca ROM kredi büyümesini hem genişleyici hem de daraltıcı yönde etkileyebilecek konjonktür karşıtı bir politika aracı olarak kullanılabilir. Böylelikle kredilerin sermaye akımlarına olan duyarlılığı düşürülmüş olacaktır (Küçüksaraç ve Özel, 2012: 3-4).

Ancak, bu noktada dikkat edilmesi gereken husus, sermaye akımlarına karşı kuruluşların ROM'u dengeleyici yönde kullanacağını varsayılmasıdır. Nitekim mekanizmanın devreye girdiği tarihten 2013 yılının ortalarına kadar geçen dönemde yurtdışından hızlı sermaye girişi yaşanmış ve bankaların ROM imkânını yüksek oranlarda kullandıkları görülmüştür. 2013 yılının ortasında FED'in para politikalarında normalleşme sinyali vermesi sonrasında ise gelişmekte olan ülkelerden yüklü sermaye çıkışları başlamıştır. Ancak uluslararası finansal piyasalardaki çalkantılara rağmen, Türk bankacılık sisteminin güçlü yapısı sayesinde, sektörün borç döndürme oranları %100'ün üzerinde seyretmiştir. Bu dönemde yurtdışından kaynak bulmanın maliyeti artmış, ancak TCMB'nin sıkı ve temkinli para politikasının da etkisiyle, kısa vadeli TL faizler görece olarak yüksek seyretmeye devam etmiştir. Kısacası, Türk bankacılık sistemi ROM'un otomatik dengeleyici özelliğini kullanmaya ihtiyaç duymamış ve sermaye girişlerinin zayıf seyrettiği bu dönemde ROM kullanım oranlarında kayda değer düşüşler yaşanmamıştır. ROM'un uygulanmaya başlandığı tarihten bu yana Türk bankalarının yurtdışından kaynak bulma konusunda sıkıntı yaşamamaları ve YP kaynak maliyetlerinin TL kaynak maliyetine göre avantajlı yapısını koruması nedeniyle, söz konusu imkân bankacılık sistemi tarafından yaygın bir şekilde kullanılmaya devam etmiştir (Ünalı ve Ünalı, 2015: 7).

ROM'un temel işleyişine dair bahsi geçen bu öngörüler diğer para politikası enstrümanlarının sabit olduğunu varsaymaktadır. Bununla birlikte, TCMB dış ve iç şoklara karşı gerektiğinde kısa vadeli faiz oranları, likidite politikası ve zorunlu karşılık oranı/faizi gibi diğer araçlarını da ayarlayabilmektedir. Bu nedenle, ROM'un tam olarak nasıl işlediğinin anlaşılması ve son dönemde uygulanan zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi gibi

TCMB politikalarının daha sağlıklı yorumlanabilmesi açısından, diğer para politikası değişkenlerinin ROM ile etkileşiminin analiz edilmesi büyük önem taşımaktadır. Özellikle TCMB'nin faiz ve zorunlu karşılık kararlarının ROM davranışı ile etkileşimi üzerinde durulması gereken bir konudur (TCMB, 2014a: 75).

### 3.2.2.2. Başabaş ROK Kavramı ve ROM Kullanımının Bankacılık Sektörüne Etkileri

ROM kullanımının diğer para politikası araçları ile etkileşiminin anlaşılabilmesi için ‘başabaş ROK<sup>43</sup>’ (breakeven ROC) kavramının açıklanması gerekmektedir.

Başabaş ROK (ROK<sup>b</sup>), kuruluşların zorunlu karşılıkları TL olarak tesis etmekle döviz cinsinden tesis etmek arasında kayıtsız kaldığı ROK'tur. Bu değer kabaca, TL fonlama maliyetinin YP fonlama maliyetine oranına karşılık gelmektedir. Belirli varsayımlar altında başabaş ROK matematiksel olarak aşağıdaki gibi ifade edilebilmektedir<sup>44</sup> (TCMB, 2014a: 77):

$$ROK^b \sim \frac{(1 - ZK_{YP})(r_{TL} - r_{ZK})}{(1 - ZK_{TL})r_{\$}} \quad (1)$$

Burada  $ZK_{YP}$  ve  $ZK_{TL}$  sırasıyla YP ve TL zorunlu karşılık oranlarını,  $r_{TL}$  ve  $r_{\$}$  sırasıyla TL ve ABD doları faiz oranlarını ifade etmektedir.  $r_{ZK}$  ise TL zorunlu karşılıklara TCMB tarafından ödenen faiz oranını göstermektedir.

Yukarıdaki denklemde payı paydaya göre artıracak her tür düzenleme TL fonlama maliyetini YP fonlama maliyetine göre artırarak döviz ROM kullanımını daha cazip hale getirecektir. Örneğin (TCMB, 2014a: 77-788);

$ZK_{TL} \uparrow$ : TL yükümlülükler için uygulanan zorunlu karşılık oranlarında YP yükümlülüklerin zorunlu karşılık oranına kıyasla bir artış olduğunda, YP cinsi kaynak bulma maliyeti görece olarak düşecektir. Bu da kuruluşlar için TL zorunlu karşılıklarını

<sup>43</sup> Başabaş ROK yerine ‘marjinal ROK’ veya ‘eşik ROK’ ifadeleri de kullanılmaktadır. Söz konusu değerlerin hesaplanması ile ilgili ayrıntılı formüller için Alper ve diğerleri (2012a) ile Küçükşaraç ve Özel (2012) tarafından yapılan çalışmalara bakılabilir.

<sup>44</sup> Formülde gösterim kolaylığı amacıyla YP zorunlu karşılıklara faiz ödenmediği varsayılmıştır. İlgilenen okuyucular daha kapsamlı bir formülasyon ve daha ayrıntılı bilgi için Küçükşaraç ve Özel (2012)’in çalışmasına bakabilir.

ROM kapsamında döviz olarak tutma motivasyonunu artıracaktır. Başka bir ifadeyle ROM'u kullanmak daha avantajlı hale gelecek ve ROM kullanım oranı artacaktır.

$r_{TL}\uparrow$ : TL faizinde YP cinsi faizlere kıyasla bir artış gözlendiğinde ROM'u kullanmak daha avantajlı hale gelecektir. Örneğin TCMB (diğer her şey veri iken) kısa vadeli faizleri artırdığında, TL fon sağlamanın görelî maliyeti artmakta; TL zorunlu karşılıkların ROM kapsamında döviz olarak tutulması daha avantajlı hale gelmektedir.

$r_{ZK}\downarrow$ : TCMB'nin TL cinsinden zorunlu karşılıklara ödediğı faizi azaltması durumunda ise zorunlu karşılıkları TL olarak tesis etme maliyeti artacaktır. Başka bir ifadeyle ( $r_{TL} - r_{ZK}$ ) terimi büyüyecektir. Bu da zorunlu karşılıkların TL yerine döviz cinsinden tesis edilmesi motivasyonunu yani ROM kullanım oranını artıracaktır. Buna karşılık TCMB'nin TL cinsinden zorunlu karşılıklara ödediğı faizi artırması durumunda ise tam tersi bir süreç yaşanacaktır. Zorunlu karşılıklara TL fonlama maliyetinin tamamı kadar faiz ödenmesi durumunda ise  $ROK^b$  sıfır olacak ve ROM'u kullanmanın avantajı tamamen ortadan kalkacaktır. Dolayısıyla ROM devrede olduğı sürece zorunlu karşılıklara ödenecek faizin kısmi olması gerekmektedir.

Sonuç olarak, ROM imkânı kullanım oranını etkileyen temel faktörler TL fonlama maliyetinin YP fon maliyetine oranı (YP ve TL kaynakların görelî maliyeti) ile TCMB tarafından tespit edilen ROK değerleri olmaktadır.  $ROK^b$ 'nin TCMB'nin herhangi bir dilim için belirlemiş olduğı ROK'tan büyük olması halinde bankaların ve finansman şirketlerinin ROM imkânını o dilim için kullanması, altında olması halinde ise ilgili dilimin kullanılmaması beklenmektedir. Bu durumda, ROM kullanım oranını etkileyen en önemli parametre, başabaş ROK'ların TCMB tarafından belirlenen ROK'lara göre durumudur<sup>45</sup>. Dolayısıyla, ROM kullanımının TCMB'nin faiz ve zorunlu karşılık kararları ile etkileşimi temelde denklem (1)'deki basit formül yardımıyla değerlendirilebilir (TCMB, 2014a: 78).

ROM'un devreye girdiğı dönemden 2014 Ekim ayına kadar zorunlu karşılıklara faiz ödenmemiştir. Zorunlu karşılıklara faiz ödenmediğı durumda ise (1) nolu denklem aşağıdaki formu almaktadır (TCMB, 2014a: 78):

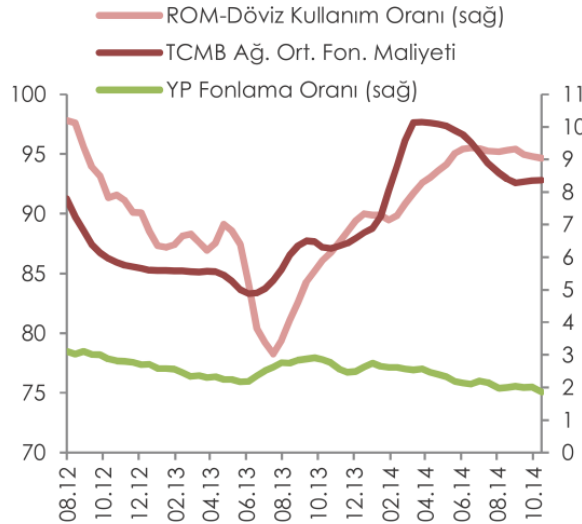
<sup>45</sup> Aslaner ve diğerleri (2015) çalışması, banka bazında panel veri kullanarak, fiiliyatta da sistemin bu şekilde işlediğini göstermektedir.

$$ROK^b \sim \frac{(1 - ZK_{YP})r_{TL}}{(1 - ZK_{TL})r_{\$}} \quad (2)$$

Dolayısıyla, zorunlu karşılıkların kısa vadede sabit olduğu varsayımı altında, burada başabaş ROK'taki değişimlerin temel belirleyicisi TL ve YP cinsi faizlerin göreceli seviyesi olmaktadır.

Bankaların TL fonlamanın temel olarak TCMB'den yapıldığı göz önünde bulundurulduğunda, TL fonlama maliyetinin temel belirleyicisinin TCMB ağırlıklı fonlama maliyeti olduğu varsayılabilir. Nitekim Aslaner ve diğerleri (2013, 2015) tarafından yapılan çalışmalarda, bankaların TL fonlama maliyeti olarak büyük ölçüde TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizini referans aldığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu gözlem, başabaş ROK denkleminde  $r_{TL}$  değişkeni olarak TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizinin kullanılabileceğine işaret etmektedir. Zorunlu karşılık oranlarının çok sık değişmediği varsayımı altında, bu durumda  $ROK^b$  oranındaki dalgalanmaların asıl belirleyicisi TCMB fonlama faizi ile YP cinsi borçlanma maliyeti olacaktır (TCMB, 2014a: 78-79).

**Grafik 22: Gerçekleşen ROM Kullanım Oranı ve Fonlama Maliyetleri**



**Kaynak:** TCMB, 2014a: 79

Son yıllarda YP borçlanma maliyetinin oldukça istikrarlı bir seyir izlemesi nedeniyle, göreceli maliyetteki değişimlerde asıl olarak TCMB faizleri belirleyici olmaktadır. 2014 Kasım ayının Finansal İstikrar Raporundan alınan yukarıdaki grafikte bu eğilim net

bir şekilde görülmektedir. Grafikten ROM imkânı kullanım oranının TCMB ortalama fonlama faizine paralel hareket ettiği gözlenmektedir.

Nitekim, sermaye çıkışları yaşandığı bir dönemde TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarını yükseltmesi ROM kullanımını artırıcı etki yapmaktadır. Sermaye çıkışlarına karşı bankaların ROM'u dengeleyici yönde kullanacağı, yani ROM kullanımlarını azaltacakları teorik beklentisinin tam tersi bir durum yaşanmaktadır. Sermaye akımları zayıfladığında bankalar ROM kullanımlarını azaltmak yerine TCMB'de daha fazla döviz rezervi tutmaktadır. Sonuç olarak, sermaye hareketlerine karşı kısa vadeli faizler aracılığıyla verilen (sermaye çıkışlarında artış, sermaye girişlerinde azalış şeklindeki) sistematik tepki ROM'un otomatik dengeleyici etkisini sınırlayabilmektedir. Bu bulgu ve gözlemler, ROM'un otomatik dengeleyici özelliğinin gözlenebilmesi için ROM kullanımının TCMB faizlerine olan duyarlılığının azaltılmasının faydalı olabileceğine işaret etmektedir (TCMB, 2014a: 79).

### **3.2.2.3. Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödenmesi Yoluyla ROM Kullanımının TCMB Faizlerine Duyarlılığının Azaltılması**

TCMB yakın dönemde zorunlu karşılıklara faiz ödeme kararı almış, ayrıca ödenen faizi finansal sistemde çekirdek yükümlülükleri<sup>46</sup> teşvik edecek şekilde ayarlamıştır. ROM'un dengeleyici özelliğini güçlendirmek amacıyla, yapılacak faiz ödemesinin zorunlu karşılıkları TL olarak tesis etme maliyetinin TCMB fonlama faizine duyarlılığını azaltacak şekilde tasarlandığı görülmektedir. Şöyle ki, zorunlu karşılıklara ödenecek faiz, geçmişteki uygulamalardan farklı olarak, kısa vadeli faizlerin bir oranı olarak değil de sabit bir sayıdan farkı olarak tanımlanmıştır. TCMB zorunlu karşılıklara ödenecek faizi 'TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizi eksi sabit bir X puan' olarak belirlemiştir. Yeni düzenleme sonrasında (1) numaralı denklemde zorunlu karşılığa ödenen faiz oranı  $r_{ZK} \sim r_{TL} - X$  olarak ifade edilebilmektedir. Bu denklik kullanıldığında başabaş ROK kabaca şu formu almaktadır (TCMB, 2014a: 79-80):

<sup>46</sup> Çekirdek yükümlülükler (core liabilities); genel olarak bankacılık sektörünün yurt içindeki tasarruf sahiplerinden sağladığı mevduat kaynaklı finansman şeklinde tanımlanmaktadır. Çekirdek yükümlülükler ekonominin büyüklüğü ve hane halkının servetiyle orantılı şekilde büyüdüğünden, bankaların kredi genişlemesi için ekonominin temelleriyle uyumlu bir kaynak olarak kabul edilmektedir. Kredilerin mevduattan hızlı büyüdüğü kredi genişlemesi dönemlerinde, bankalar çekirdek olmayan yükümlülükler (non-core liabilities) yönelerek finansal sistemdeki makro-f finansal kırılganlıkları besleyebilmektedir (2016a).

$$ROK^b \sim \frac{(1 - ZK_{YP})X}{(1 - ZK_{TL})r_{\$}} \quad (3)$$

Burada dikkat edilmesi gereken husus, yukarıdaki denklemde TL faizinin ( $r_{TL}$ ) yer almamasıdır. Zorunlu karşılıklara bu şekilde faiz ödemesi yapıldığında  $ROK^b$ 'nin kısa vadeli faizlere duyarlılığının büyük ölçüde ortadan kalktığı görülmektedir. Dolayısıyla, zorunlu karşılık oranlarının sabit kaldığı durumda ROM kullanımı YP fonlama maliyetindeki değişimlere daha duyarlı hale gelmiştir. Bu nedenle, teorik beklentilerle uyumlu bir şekilde, sermaye akımlarının zayıf olduğu dönemlerde genelde döviz cinsi borçlanma maliyetleri de arttığından,  $ROK^b$  ve dolayısıyla ROM kullanım oranı düşecektir. Bunun anlamı, sermaye girişleri zayıfladığında (veya sermaye çıkışı olduğunda), banka ve finansman şirketlerinin ROM kapsamında TCMB'de tuttıkları dövizin bir kısmını çekerek bunun yerine TL koyma motivasyonlarının güçlenecek olmasıdır. Bu sayede sistemin döviz likiditesi ve kredilendirilebilir fonlar desteklenecek, gerek döviz kuru gerekse kredilerdeki dalgalanmalar sınırlanabilecektir (TCMB, 2014a: 80).

Özetle, zorunlu karşılığa tabi kuruluşların TL zorunlu karşılık tutma maliyetinin kısa vadeli faizlere duyarlılığının azaltılması ROM'un otomatik dengeleyici özelliğini güçlendirebilecektir. Ancak burada vurgulanması gereken önemli bir nokta vardır. Her ne kadar zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulaması ROM kullanımının TCMB faiz politikasına olan hassasiyetini azaltsa da, tam olarak ortadan kaldırmayabilecektir. Çünkü, yukarıdaki analizde bankaların TL zorunlu karşılıkları fonlama maliyetinin TCMB ortalama fonlama faizine denk olduğu varsayılmıştır. Ancak, bankaların para piyasalarından da kısa vadeli fonlama yapabildikleri bilinmektedir. Örneğin bankalar arası faizin TCMB ortalama fonlama maliyetinden ciddi ölçüde saptığı durumda, başabaş ROK hesabında kullanılan  $r_{TL}$  değişkeninin TCMB fonlama faizinden farklılaşabilmesi mümkündür. Dolayısıyla, bankaların başabaş ROK hesabında TL ve YP fon maliyetine dair hangi faizleri esas aldıklarının tespit edilmesi gerekmektedir. Zira piyasada bankaların dikkate alabilecekleri birden fazla fonlama aracı bulunmaktadır. Bankaların ROM imkanını kullanırken referans aldıkları faizi tespit etmek için öncelikle piyasadaki hangi faizin bankaların fiili kullanım oranını en iyi tahmin ettiği incelenmelidir.



Aslaner ve diğerleri (2013, 2015), bu amaca yönelik olarak TL kur takası faiz oranı (currency swap rate), haftalık repo faizi, BIST gecelik repo faizi, TCMB gecelik borç verme faiz oranı, üç aya kadar vadeli mevduat faiz oranı ve TCMB ortalama fonlama faiz oranını kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlar bankaların ROM kullanımında, kısa vadeli para piyasası faizleri ve TCMB ortalama fonlama faizini dikkate aldığını göstermektedir. Yazarların çalışmasında gösterildiği gibi, TCMB ortalama fonlama faizi ile hesaplanan başabaş ROK değerleri ROM kullanımındaki değişimleri büyük ölçüde açıklamaktadır. Dolayısıyla, başabaş ROK hesabında ve ROM kullanımında TCMB fonlama faizinin referans alınması makul bir varsayımdır.

ROM kullanımının tek belirleyicisinin göreceli maliyetler olmadığı da göz önüne alınmalıdır. Aşağıda bankaların ROM kullanımı üzerinde etkili olabilecek diğer faktörler ele alınmaktadır.

#### **3.2.2.4. ROM Kullanım Oranını Etkileyen Unsurlar**

ROM kullanım oranı ile kastedilen, bankaların kendilerine tanınan opsiyonu hangi oranda kullandıklarıdır. Rezerv opsiyonu oranı döviz için %60, altın için %30 düzeyindedir. Zaman içinde ROM kullanım oranlarında önemli dalgalanmaların yaşandığı gözlenmektedir. Bankalar arasındaki heterojen yapıdan ötürü, bazı bankalar için kaynağın kullanılması optimal iken, diğer bir banka için optimal olmayabilmektedir. Bazı bankaların neden ROM imkânını sonuna kadar kullanırken, bazılarının kısmen kullandığı veya kullanım oranlarının zaman içinde niçin değiştiği gibi sorulara yanıt verilmesi ROM'un işleyişinin ve olası şoklara karşı tepkisinin anlaşılması açısından önem arz etmektedir (Aslaner ve diğerleri 2013, 2015; Küçüksaraç ve Özel, 2012).

Bankaların ROM kullanımı üzerinde etkili olabilecek faktörler esas olarak '*maliyet unsurları*' ve '*diğer unsurlar*' olarak ayrıştırılabilir (Aslaner ve diğerleri, 2013: 85-86, 2015: 5-8):

1) *Maliyet Bazlı Unsurlar*: Bankaların bu imkânı kullanıp kullanmama kararını etkileyen en önemli husus ROM'un göreceli maliyetidir. Eğer bankalar için TL zorunlu karşılıkları ROM kapsamında döviz olarak tutmak TL olarak tutmaktan daha az maliyetli

ise, bankaların söz konusu imkânı kullanması beklenmektedir. TCMB ROK'ları değiştirerek bu görelî maliyeti etkileyebilmektedir. Bir önceki alt başlıkta da açıklandığı üzere, bankaları ROM'u kullanmak ve kullanmamak arasında kayıtsız bırakan katsayı Başabaş ROK olarak adlandırılmaktadır. Bu değerin hesaplamasında, bankaların döviz ve TL cinsi maliyetleri kıyasladığı varsayılmaktadır. Bankaların başabaş ROK'larının TCMB tarafından belirlenen ROK'lara göre durumu, teorik olarak bankaların ROM kullanım oranını etkileyen en önemli değişken olmaktadır. Başabaş ROK'un TCMB'nin belirlemiş olduğu ROK'tan büyük olması durumunda, bankalar genelde bu maliyet avantajını değerlendirerek imkânı kullanmayı tercih etmektedir.

2) *ROM kullanımını Etkileyen Diğer Unsurlar*: Maliyet yönlü unsurların yanı sıra bankaların ROM kullanım oranında etkili olabilecek diğer unsurlar aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- *YP likidite koşulları*: ROM'u kullanmak için dövize ihtiyaç duyulması, bankaların kullanım oranında YP likidite koşullarının etkili olabileceğine işaret etmektedir. Her ne kadar bankalar açısından rezerv opsiyonu imkânını kullanmak kağıt üstünde avantajlı olsa dahi, yeterli kaynağa erişim sağlanamaması sebebiyle ROM kullanım oranı beklenenden daha düşük gerçekleşebilecektir.
- *Döviz kurundaki değişimler*: Döviz likiditesinin yanı sıra döviz kurundaki değişimlerin de ROM kullanım oranını mekanik bir kanaldan etkileyebileceği düşünülmektedir. Örneğin, TL'deki değer kaybı, ROM kapsamında tutulan dövizlerin TL değerini yükselteceğinden, YP likiditeye erişim nedeniyle ROM'u düşük oranda kullanan bankalar için ROM kullanım oranını artırabilecektir.
- *Küresel risk iştahı*: Küresel risk iştahı özellikle 2007-09 küresel finans krizi sonrası sermaye giriş ve çıkışlarının ana belirleyicilerinden biri haline gelmiştir. Küresel risk algılaması faiz, kur ve likidite gibi değişkenler aracılığıyla başabaş ROK üzerinden ROM kullanım oranını etkileyebilmektedir.
- *Kredi verme iştahı*: Başabaş ROK hesaplamasında bankaların sağladıkları YP fonları TL zorunlu karşılık tesis etmede kullandığı varsayılmaktadır. Oysa bankalar bu fonları doğrudan YP olarak veya YP fonlarını kur takası

ile Türk lirasına çevirerek kredi kullandırmak gibi diğer varlıklarda da kullanabilmektedir. Kredi verme iştahının ROM kullanımı ile ters yönlü hareket etmesi ve banka kredi verme iştahının arttığı dönemlerde ROM kullanımının düşmesi beklenmektedir.

Kasım 2013 Finansal İstikrar Raporunun özel konular bölümünde Aslaner ve diğerleri (2013, 2015)'nin çalışmasının sonuçları özetlemektedir. Yazarlar banka bazında veri kullanarak, döviz ROM kullanımını etkileyen faktörleri incelemişlerdir. Çalışmada bankaların finansal piyasalardaki gelişmelere ROM aracılığıyla nasıl tepki verdiği araştırılmaktadır. Sonuçlara göre, bankaların TL fonlama maliyetinin YP fonlama maliyetine oranı ile rezerv opsiyonu katsayıları ROM kullanımındaki değişimleri büyük oranda açıklamaktadır. Elde edilen sonuçlar, ROM kullanımında başabaş ROK'un, başka bir ifadeyle görelİ maliyet unsurlarının belirleyici olduğunu göstermektedir. Başabaş ROK'u belirleyen ana unsur ise, TCMB'nin belirlediği ROK'ların sabit olduğu varsayımı altında, TL ve YP cinsi faiz oranlarıdır. Söz konusu faizlerden daha değişken ve oynak olanı, ROM kullanımının zaman içindeki hareketinde belirleyici olabilmektedir. Çalışmanın bulgularına göre, bankaların ROM kullanımında dikkate aldıkları TL fonlama maliyeti gecelik piyasada oluşan faizler ile TCMB ortalama fonlama faizidir. Dolayısıyla, geniş faiz koridorunun aktif olarak kullanıldığı bir politika çerçevesinde faizlerdeki oynaklık da yüksek olacağından, ROM kullanımında kısa vadeli TL faizlerin hareketinin YP fonlama maliyeti gibi diğer değişkenlere göre daha belirleyici olabileceği ifade edilmiştir.

Bu durum ROM kullanımının kısa vadeli piyasa faizlerine hassas olabileceği anlamına gelmektedir. Dolayısıyla, çalışmanın sonuçları ROM'un otomatik dengeleyici olarak çalışabilmesi için kısa vadeli faizlerdeki oynaklığın azaltıldığı bir para politikası çerçevesinin önemine işaret etmektedir. Diğer bir ifadeyle, geniş koridor sisteminin aktif olarak kullanılması yoluyla kısa vadeli faizlerdeki oynaklığın yüksek tutulması, ROM'un dengeleyici özelliğini sınırlayabilmektedir. Böyle bir ortamda ise ROM'un otomatik dengeleyici özelliğinin gözlenebilmesinin güç olacağı belirtilmiştir. Yazarlar, kısa vadeli faiz oynaklığındaki düşüşün (örneğin TCMB likidite ve faiz politikasının öngörülebilirliğindeki artışın) ROM'un otomatik dengeleyici olarak çalışması için daha elverişli bir ortam sunacağına işaret etmektedir.

Aynı çalışmanın bulguları, Haziran 2013 döneminde küresel piyasalardaki oynaklığın artmasını takip eden süreçte, bankaların neden TL zorunlu karşılıklarını daha fazla oranda döviz olarak tutmayı tercih ettikleri sorusuna da ışık tutmaktadır. 2013 yılı sonrası daralma döneminde bankaların, sermaye çıkışlarını dengeleyici yönde değil tam tersi şekilde hareket ederek, ROM kullanımını artırdıkları gözlenmiştir. İlgili dönemde TCMB'nin sıkı likidite politikası ile kısa vadeli fonlama faizlerini yükseltmiş olması, TL fonlama maliyetini döviz ile borçlanmaya göre artırmıştır. Bu durum bankalar için ROM kullanımını daha karlı hale getirmiştir. Bu bulgu, sermaye hareketlerine karşı kısa vadeli faizlerin verdiği (sermaye çıkışlarında artış, sermaye girişlerinde azalış şeklindeki) sistematik tepkinin ROM'un otomatik dengeleyici etkisini sınırlayabileceğine işaret etmektedir. Fakat yazarlar, bu gözlemin ROM'un faydalı olmadığı şeklinde yorumlanmaması gerektiğini belirtmektedir. Zira çalışmanın panel veri analiz sonuçları ROM'un likidite yeterliliği ve kredi davranışı ile etkileşim halinde dengeleyici rol oynama potansiyeline işaret etmektedir. Anılan dönemde yaşanan şokun bankaların dış finansman koşullarındaki zayıflamadan ziyade daha çok bir yeniden fiyatlamayı (re-pricing shock) yansıtmaması da ROM'un dengeleyici etkisinin hissedilmemesine neden olmuştur. Nitekim bu dönemde bankaların dış borç çevirme oranlarının (external rollover problem) oldukça yüksek seyrettiği görülmektedir.

Çalışmada ROM'un esnek ve piyasa dostu bir mekanizma olması, TCMB rezervlerini düşük sterilizasyon maliyetiyle yükseltmesi ve bankaların borç çevirme riskini azaltması bakımından faydalı bir mekanizma olduğu vurgulanmıştır. İlerleyen dönemde TCMB'nin daha öngörülebilir bir faiz ve likidite politikası uygulaması halinde bu faydaların daha belirgin bir şekilde gözlenebileceği savunulmuştur. Çalışmanın sonuç bölümünde zorunlu karşılıklara ödenecek faizin uyarlanması yoluyla zorunlu karşılık maliyetinin merkez bankası politika faizine duyarlılığını azaltacak bir mekanizma önerilmekte ve bu yolla ROM'un otomatik dengeleyici özelliğinin güçlendirilebileceği değerlendirilmektedir. Bütün bu değerlendirmeler ışığında, TCMB'nin son dönemde zorunlu karşılıklara faiz ödenmesine dair yaptığı düzenlemenin, TL cinsinden zorunlu karşılık tutma maliyetinin politika faizine duyarlılığını büyük ölçüde azaltması ve ROM'un dengeleyici özelliğini güçlendirmesi beklenmektedir.

### **3.2.3. Zorunlu Karşılıklar**

Zorunlu karşılık oranı (reserve requirement ratio), banka ve diğer finansal kuruluşların bilançolarında taşıdıkları mevduat, kredi ve benzeri yükümlülüklerine karşılık merkez bankasında tutmak zorunda oldukları rezerv miktarını gösteren kanuni orandır (TCMB, 2016b).

TCMB'nin zorunlu karşılık politikası standart zorunlu karşılık politikasından faiz ödemeleri ve ROM kanalı ile farklılaşmaktadır. Bu uygulamalar bankaların aracılık maliyetlerini ve efektif zorunlu karşılık oranlarını dolaylı olarak etkilemektedir. TCMB'nin zorunlu karşılıkları aktif bir politika aracı olarak birçok farklı boyutta kullandığı görülmektedir.

#### **3.2.3.1. Zorunlu Karşılıkların Aktarım Mekanizması**

Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde zorunlu karşılıkların makroekonomi üzerindeki etkisi maliyet ve likidite kanalları üzerinden çalışmaktadır. Temel olarak, maliyet kanalı merkez bankasının zorunlu karşılıkları değiştirerek bankaların kredi ve mevduat faizleri arasındaki farkı etkilemesi yoluyla çalışırken, likidite kanalı zorunlu karşılıklardaki değişimin bankaların kısa vadeli merkez bankası kaynaklarına olan ihtiyaçlarını değiştirmek suretiyle kredi verme davranışlarını etkilemesi yoluyla çalışmaktadır (Alper ve Tiryaki, 2011: 3-4).

Zorunlu karşılıklar krediler üzerinde temelde iki kanaldan etkili olmaktadır: (i) doğrudan maliyet kanalı ve (ii) likidite kanalı.

Zorunlu karşılık oranlarındaki değişimler bankaların kaynak maliyetini doğrudan etkilemektedir. Bu nedenle bankalar, karşılık oranlarındaki değişimleri kredi ve/veya mevduat faizlerine yansıtma eğiliminde olmaktadır. Alper ve diğerleri (2014), mevduatların büyük bir bölümünün vadesinin kısa olduğu ve politika faiz kararlarının piyasalar tarafından büyük ölçüde öngörülebildiği bir ortamda, zorunlu karşılık kararlarının bankaların toplam faiz riski üzerindeki ilave etkisinin çok önemli olmayabileceğini ifade etmektedir. Nitekim Türkiye'de faizlerdeki küçük değişimlerin krediler üzerindeki etkisi

de sınırlı olmaktadır. Bu nedenle, zorunlu karşılık oranlarındaki makul değişimlerin maliyet kanalıyla krediler üzerinde oluşturacağı etkinin sınırlı kalacağı tahmin edilmektedir.

Zorunlu karşılıkların oluşturduğu ek yükün kredi ve mevduat faizlerine ne ölçüde yansıyacağı noktasında mevduat ile merkez bankası fonları arasındaki ikame edilebilirlik derecesi önemli olmaktadır. Bankalar için kısa vadeli merkez bankası fonlarının mevduata tam ikame olması durumunda, zorunlu karşılık oranındaki bir artışa tepki olarak bankalar, mevduatın faizini düşüreceklerdir. Dolayısıyla artan maliyetin etkisi kredi faizlerinden çok mevduat faizlerine yansıyacaktır (Alper ve Tiryaki, 2011: 5).

Zorunlu karşılıkların banka davranışları üzerine etkisine ilişkin yapılan çalışmalarda, genelde zorunlu karşılıkların etkisinin sınırlı olacağı ifade edilmektedir. Örneğin çoğu çalışmada dalgalı döviz kuru rejimi altında kısa vadeli faiz oranının ara hedef olarak benimsendiği bir ekonomide zorunlu karşılık oranındaki değişimin kredi büyümesi üzerindeki etkisinin ihmal edilebilir düzeyde olduğu savunulmaktadır. Dolayısıyla, zorunlu karşılık oranındaki artış sonrasında likidite şoku ile karşılaşan bankanın ihtiyaç duyduğu likiditeyi merkez bankası fonlaması ile telafi etmesi mümkündür. Bu nedenle, merkez bankası fonlamasının mevduatı ikame edebildiği varsayımı altında zorunlu karşılık oranlarındaki artışın kredi faiz oranları üzerinde hiçbir etkisi olmazken; buna karşılık mevduat faizlerini, yarattığı ek maliyet nedeniyle, düşürmesi beklenmektedir. Bu durumda zorunlu karşılık politikasının kredi büyümesi ve ekonomik faaliyet üzerinde etkisi ihmal edilebilir seviyede kalacaktır (TCMB, 2014a: 84).

Zorunlu karşılıklar, krediler üzerinde asıl olarak likidite kanalıyla etkili olmaktadır. Likidite kanalına göre zorunlu karşılık oranındaki yükseliş, bir bankanın likit varlık ve yükümlülüklerini etkileyerek bankacılık sisteminin likidite pozisyonunda değişime yol açmaktadır. Bu da bankanın kredi verme politikasını değiştirmesine neden olmaktadır. Zorunlu karşılık artışı ile birlikte bankanın mevduatlarındaki azalışı merkez bankasından sağladığı kısa vadeli fonlama ile telafi etmesinin likidite pozisyonunu olumsuz etkilediği görülmektedir. Şöyle ki, merkez bankasından kısa vadede sağlanan fonlama teminat kullanımını gerektirdiği için, bankanın likit varlıklarının azalmasına yol açmaktadır. Likit varlıkları azalan söz konusu banka için merkez bankasından kısa vadeli borçlanmak daha

maliyetli hale gelmektedir. Başka bir ifadeyle, merkez bankası fonlmasının mevduat için tam ikame olması mümkün olmamaktadır. Böyle bir durumda zorunlu karşılık artışı sonucu mevduat ile kredi faiz oranları yükselmekte ve kredilerde daralma yaşanabilmektedir. Mevduat ve merkez bankasından sağlanan fonlama arasında tam ikame etkisinin olmaması, zorunlu karşılığın banka kredi verme davranışı üzerinde etkili olmasını sağlamaktadır. Likidite riskindeki artış bankayı kredi verme konusunda daha temkinli olmaya ve dolayısıyla kredi arzını daraltmaya sevk edebilecektir. Bu mekanizma likidite kanalı olarak adlandırılmaktadır (TCMB, 2014a: 84).

TCMB'nin 2010 yılı son çeyreğinde zorunlu karşılık oranında artış kararı almasını takiben bankacılık sektörünün bilançosunda yukarıda bahsedilen mekanizmaya benzer hareketler gözlenmiştir. Zorunlu karşılık oranlarındaki artışı takiben bankalar merkez bankasından sağladıkları gecelik borçlanma miktarını yükseltmişlerdir. Merkez bankasından fonlama teminat kullanımını gerektirdiğinden, zorunlu karşılıklardaki artış bankaların likit varlıklarının azalması anlamına gelmektedir. Dolayısıyla bankalar için likidite pozisyonu önem taşımakta ve kredi verme davranışını etkilemektedir.

Likidite kanalının faiz koridoru ve etkin likidite yönetimi ile etkileşim halinde işlemesi söz konusudur. Normal şartlar altında, mevduatın ortalama vadesinin kısa olduğu ve parasal otoritenin enflasyon hedeflemesi uyguladığı bir çerçevede, zorunlu karşılıklar ile piyasadan çekilen likiditenin TCMB fonlaması ile kolaylıkla ikame edilmesi, dolayısıyla likidite kanalının etkili olmaması beklenmektedir. Fakat, uygulanan koridor sistemi ve aktif likidite yönetimi stratejisi, kısa vadeli faizlerdeki oynaklığı artırarak mevduatın merkez bankası fonlaması ile ikame edilebilirlik derecesini sınırlamaktadır. Mevduat ve merkez bankasından sağlanan fonlama arasında tam ikame etkisinin olmaması, zorunlu karşılığın banka kredi verme davranışı üzerinde etkili olmasını sağlamaktadır. Dolayısıyla, TCMB'nin ek sıkılaştırma dönemlerinde özellikle ciddi likidite gereksinimi olan bankalar kredi genişlemesinde daha temkinli davranmaktadır. Sonuç olarak, zorunlu karşılıkların kredi arzı üzerindeki asıl olarak etkisinin faiz koridoru sistemi ile etkileşim halinde ortaya çıktığı görülmektedir. Ayrıca, zorunlu karşılık oranları uygulaması faiz koridoru aracının etkinliğini de artırmaktadır (Kara, 2012a: 23).

Faiz riskindeki değişimler, zorunlu karşılıkların likidite kanalı yoluyla gerçekleşen etkileri üzerinde belirleyici rol oynamaktadır. Şöyle ki, faiz riskindeki artış merkez bankası kaynaklarının daha maliyetli hâle gelmesi anlamına gelmektedir. TCMB'nin 2010 yılının son çeyreğinden itibaren faiz koridorunu genişletmesi ve konjonktürün gereklerine göre para piyasası faizlerinde bir miktar dalgalanmaya izin vermesi, faiz riskinin artmasına yol açmıştır. Bu nedenle, para piyasası kaynaklarını daha maliyetli hale getiren söz konusu uygulama zorunlu karşılıkların likidite kanalı üzerinden çalışan etkilerini artırmaktadır. Ayrıca zorunlu karşılığa tabi yükümlölüklerin vadeye göre farklılaştırılması da bankaların finansman kaynaklarının faiz riskini belirleyen bir başka unsur olarak kabul edilmektedir. Bankacılık sisteminin yükümlölüklerinin vadesini uzatmaya yönelik olarak tasarlanan zorunlu karşılık oranları, bankaların yükümlölüklerinin ortalama vadesini uzatmaktadır. Bu sayede, kısa vadeli merkez bankası fonlarının mevduatla ikame edilebilirlik derecesi azalmaktadır. Bu da zorunlu karşılıkların likidite kanalı yoluyla oluşan etkilerinin güçlenmesine katkı sağlamaktadır (Alper ve Tiryaki, 2011: 6-9).

Binici ve diğerkleri (2013: 11)'nin ifadesiyle, bankaların doğrudan aracılık maliyetlerine etki eden bir politika aracı olan zorunlu karşılık oranlarındaki artış, maliyet ve likidite kanalıyla bankaların kredi verme iştahını azaltıcı yönde etki edebilmekte ve faiz riskini sınırlamak isteyen bankaların ticari kredi faizlerini artırarak kredi arzını daraltmalarına neden olabilmektedir. Dahası, zorunlu karşılık oranları mevduat faizleri üzerinde de etkili olmakta ve zorunlu karşılıkların arttığı dönemlerde bankaların kendilerine daha kalıcı kaynak sağlama eğiliminde olmasının mevduat faizlerini artırabileceğı düşünölmektedir.

### **3.2.3.2. Zorunlu Karşılıkların Para Politikası Açısından Önemi**

Daha öncede bahsedildiğı üzere, güçlü sermaye akımlarının yaşandığı bir konjonktörde, merkez bankalarının ekonomideki ısınmayı ve enflasyonist baskıları da kontrol altında tutması gerekmektedir. Ancak, ekonomiyi soğutma amacıyla politika faizini yükseltmek sermaye akımlarının şiddetlenmesine yol açabilecektir. Diğerk taraftan, sermaye akımlarını sınırlamak amacıyla yapılabilecek bir faiz indirimi ise ekonomideki ısınmayı ve enflasyonist baskıları artırıcı bir etki yaratacaktır.



Zorunlu karşılıkların para politikası açısından önemi, zorunlu karşılıkların, politika faizinin aksine, yalnızca belirli faiz oranları üzerinde etkili olmasından ötürü, sermaye akımlarını artırmadan sıkılaştırıcı para politikası uygulama imkânı tanınmasından kaynaklanmaktadır. Zorunlu karşılıkların kullanılması, kredi faiziyle mevduat faizi arasındaki farkı açmak suretiyle iç talebin kontrol altına alınmasını sağlayabilecektir. Yine yukarıda değinildiği gibi, kredi genişlemesi likidite kanalı yoluyla da etkilenebilecektir. Özetle, zorunlu karşılıklar sermaye akımlarını hızlandırmadan sıkılaştırıcı para politikası uygulamaya imkân tanımakta, dolayısıyla TCMB açısından elverişli bir araç niteliği taşımaktadır (Alper ve Tiryaki, 2011: 7).

Kara (2012a: 22), zorunlu karşılıkların kredi arzını etkilemek için kullanılabileceğini belirtmektedir. Şöyle ki, sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde, arz koşullarındaki gevşeme ve faiz oranlarındaki düşüş nedeniyle kredi büyümesi hızlanarak makro finansal riskleri besleyebilmektedir. Bu durumda zorunlu karşılık oranlarının artırılması kredi arzını sınırlayabilmektedir. Diğer taraftan, sermaye girişlerinin aniden zayıfladığı veya risk algılamasının arttığı dönemlerde ise zorunlu karşılıkların düşürülmesi kredilerde ani duruş riskini azaltabilmektedir.

### **3.2.3.3. Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödenmesi**

Türkiye’de 8 Ağustos 2001 tarihinden itibaren yürürlükte olan TL zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına 23 Eylül 2010’da, 10 Mayıs 2002’den itibaren yürürlükte olan YP zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına ise 5 Aralık 2008’de son verilmiştir. Zorunlu karşılıklara ödenecek faiz oranı ise önceki dönemlerde TL mevduat ağırlıklı ortalama basit faiz oranına göre belirlenirken; sonraki dönemlerde ise TCMB’nin borç alma faiz oranı baz alınarak hesaplanmıştır. YP zorunlu karşılıklara ödenecek faiz oranı ise uluslararası piyasalarda oluşan bankalararası faizler baz alınarak saptanmıştır. Genel uygulamaya göre ödenen zorunlu karşılık faizi piyasa faizlerinden belli bir oranda düşük tutulmuştur. TCMB tarafından 21 Ekim 2014’te yapılan basın duyurusunda ise finansal kuruluşların zorunlu karşılıklarının TL olarak tutulan kısmına yeniden faiz ödeneceği duyurulmuştur. 5 Mayıs 2015 tarihinden itibaren ise TCMB nezdinde dolar cinsinden tutulan zorunlu karşılıklara, rezerv opsiyonlarına ve serbest hesaplara faiz ödenmesi uygulamasına başlanmıştır.

Zorunlu karşılıklara faiz ödemesi yapılırken TCMB tarafından tespit edilen usul ve esaslar uygulanmaktadır. TL cinsinden tesis edilen zorunlu karşılıklara bankalar ve finansman şirketlerinin ‘*mevduat ve özkaynak toplamının kredilerine oranı*’ esas alınarak, ABD doları cinsinden tesis edilen zorunlu karşılıklara, rezerv opsiyonlarına ve serbest hesaplara da ihbarlı döviz mevduat hesaplarına uygulanan oranlarla aynı oranda faiz ödenmektedir. ABD doları cinsinden zorunlu karşılıklara faiz ödemesi TCMB tarafından günlük olarak belirlenen faiz oranı ve ilgili tarihte ilan edilen gösterge niteliğindeki döviz alış kuru kullanılarak TL cinsinden ve günlük bazda hesaplanmaktadır.

Zorunlu karşılıklara ödenecek faiz oranının çekirdek yükümlülük oranına göre farklılaştırılması uygulamasına 2015 yılından itibaren başlanmıştır. Zorunlu karşılığa tâbi kuruluşlar ‘mevduat ve katılım bankaları’, ‘kalkınma ve yatırım bankaları’ ve ‘finansman kuruluşları’ olarak üç gruba ayrılmakta, her bir grup için çekirdek yükümlülük oranı hesaplanmaktadır.

Zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulaması zorunlu karşılıkların finansal kuruluşlara olan maliyetini değiştirmektedir. Söz konusu uygulama zorunlu karşılık tutmanın maliyetini azaltacağı için, uygulamanın mevduat faizleri, kredi faizleri ve zorunlu karşılığa tabi kuruluşların kârlılığı üzerinde etkili olabileceği düşünülmektedir. Bilindiği üzere, zorunlu karşılıklardan kaynaklanan maliyet artışı bankalar tarafından mevduat sahiplerine ve/veya kredi kullananlara yansıtılmaktadır. Reinhart ve Reinhart (1999) tarafından gelişmekte olan ülkeler üzerine yapılan bir çalışmada, zorunlu karşılık oranlarındaki değişikliklerin hem mevduat hem de kredi faiz oranları üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi ise bu aracılık maliyetinin yükünü hafifletici bir etki yapmaktadır. Standart zorunlu karşılık faizi uygulamasının mevduat faizleri üzerinde yukarı yönlü, kredi faizleri üzerinde ise aşağı yönlü bir etki yaratarak, kredi-mevduat faiz farkını (loan-deposit rate spread) düşürmesi beklenmektedir. Bu nedenle zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasının hem yurtiçi tasarrufu teşvik edici, hem de ekonomik büyümeyi destekleyici etkisi olabilecektir. Ancak Türkiye’deki sistemin, aşağıda daha ayrıntılı değinildiği üzere, çeşitli nedenlerle standart uygulamadan farklı etkileri olabilecektir (Ünalı ve Ünalı, 2015: 1-3).

Burada dikkat edilmesi gereken ve üzerinde durulması gereken husus, TCMB tarafından TL zorunlu karşılıklara ödenecek faizin *çekirdek yükümlülük oranına* (core liability ratio) (mevduat ve özkaynağın kredilere oranı) göre banka bazında farklılık göstermesinin uygulamayı *makro-ihtiyati politikalar* açısından önemli kılmasıdır. Türkiye’deki uygulamada zorunlu karşılık faizi banka bazında farklılaştırılarak, bankaların kaynak olarak yurtdışı borçlanma yerine, mevduatı ve kendi kaynaklarını kullanmalarını özendirmek ve öz sermayelerini güçlendirmek amaçlanmıştır. Bankaların artan kredi hacmini fonlayabilmek için daha çok mevduat ve özkaynak kullanımına yönelmesine çalışılmıştır. Bu politikanın bankacılık sektörünün mevcut sağlıklı yapısının daha da güçlendirilmesi açısından finansal istikrara katkı vermesi hedeflenmektedir. Ayrıca söz konusu politikanın yurtiçi tasarrufun desteklenmesi ve dengeli ekonomik büyüme açısından olumlu etkileri olacağı tahmin edilmektedir. Yurtiçi tasarrufların teşvik edilmesi Türkiye’nin yapısal sorunlarından biri haline gelen cari açık probleminin hafifletilmesinde rol oynayabilecektir (Ünalımsı ve Ünalımsı, 2015: 3-7).

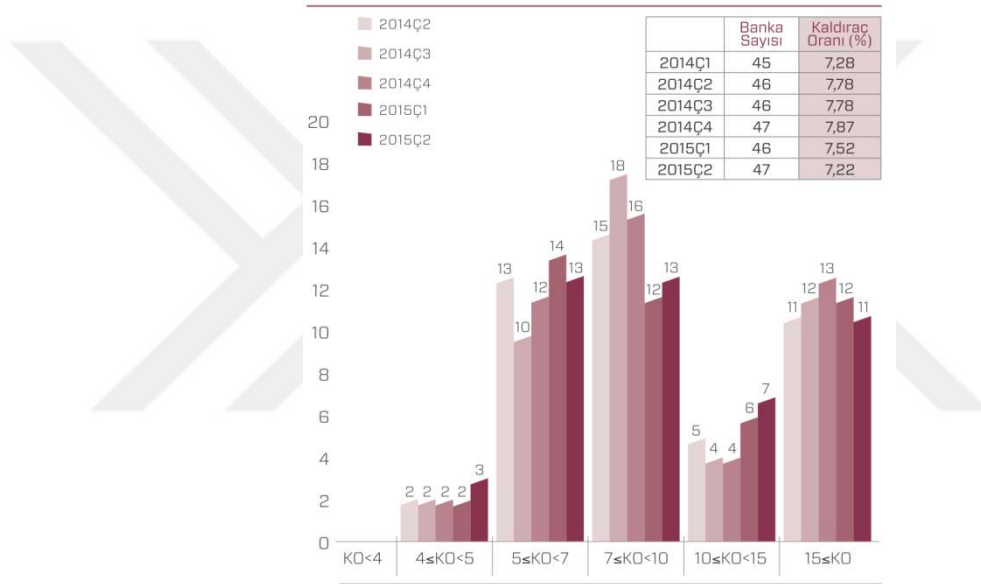
21 Ekim tarihli TCMB duyurusunda belirtildiğı üzere, TL zorunlu karşılık faizi bankaların TL kaynak maliyeti açısından önemli bir gösterge olan TCMB ortalama fonlama faizi ile birebir hareket edecektir. Bu mekanizma sayesinde TL zorunlu karşılığın bankalara maliyeti büyük ölçüde sabitlenecektir. Bu durumda, ROM kullanımı daha çok YP kaynak maliyetine bağılı olacak ve ROM’un otomatik dengeleyici özelliğı güçlenecektir. Zorunlu karşılıklara faiz ödenmesinin miktarına bağılı olarak bankaların ROM imkânını daha az kullanmaya başlamaları beklenmektedir. Bu çerçevede piyasadaki döviz likiditesinin artması, TL likiditesi ihtiyacı doğması ve bankaların TL mevduata ödedikleri faizleri artırması beklenmektedir. Son olarak, TL zorunlu karşılık tutmanın kaynak maliyetinin kısmen de olsa telafi edilmesi bankaların kârlılığına da olumlu yönde etki edebilecektir (Ünalımsı ve Ünalımsı, 2015: 7-8).

#### **3.2.3.4. Kaldıraca Dayalı Zorunlu Karşılık Uygulaması**

Kaldıraca dayalı zorunlu karşılık uygulaması (leverage based reserve requirements (LBRR)), *makro riskleri azaltıcı* ve *döngüsellik karşıtı* bir politika aracı olarak kullanılmaktadır. Türkiye’de bankacılık sektöründe yüksek borçlulukla çalışmaktan kaynaklanabilecek risklerin ortaya çıkmadan önlenmesi amacıyla mevcut duruma

kıyasla borçluluklarını aşırı düzeylere çıkaran bankalara ilave zorunlu karşılık yükümlülüğü getiren ‘kaldıraca dayalı zorunlu karşılık’ uygulaması, 26 Aralık 2012 tarihinde yapılan düzenleme ile aşamalı şekilde uygulamaya konmuştur. TCMB tarafından yapısal bir para politikası aracı olarak kullanılan kaldırıp oranı, ana sermayenin, toplam pasif ve belirli dikkate alınma oranları ile bilanço dışı kalemler toplamına bölünmesi suretiyle (Ana Sermaye / [Pasif Toplamı + Bilanço Dışı Kalemler]) hesaplanmaktadır (TCMB, 2013b: 87).

**Grafik 23: Bankacılık Sektörü Kaldırıp Oranlarının Dağılımı**



**Kaynak:** TCMB, 2016c: 42

Bankacılık sektörünün borçluluk düzeyini sınırlandırarak şoklara dayanma kapasitesini artırmayı amaçlayan LBRR düzenlemesi, 2015 yılında çeyrek dönemlere ilişkin belirlenen sınırlar için uygulanmaya başlamıştır. Bu kapsamda, Haziran 2015 itibarıyla sektörün kaldırıp oranı yüzde 7,2 dolaylarında gerçekleşmiştir. Nisan-Haziran 2015 dönemi verilerine göre bankacılık sektörünün kaldırıp oranı, asgari oran olarak Basel III düzenlemesinde belirlenen yüzde 3’ün, TCMB uygulamasında ise 2015 yılı ilk üç çeyreği için belirlenen yüzde 4’ün oldukça üzerinde ve istikrarlı bir seyir izlemiştir. Uygulamanın yürürlüğe girdiği tarihten itibaren banka bazında asgari sınırların altında kalan ve ilave zorunlu karşılık tesis etmesi gereken herhangi bir bankanın bulunmadığı görülmüştür (TCMB, 2016c: 42).

Binici ve Köksal (2012a, 2012b)'ın çalışmasında, 2002-2011 dönemi verileri kullanılarak Türk bankacılık sisteminin kaldıraç yapısının döngüsel (procyclical) olup olmadığı sorusunun cevabı araştırılmıştır. Çalışmada kaldıraç ile varlık büyümesi arasındaki ilişki incelenmiş ve bu iki değişken arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Bu sonuç bankacılık sisteminin büyüme gösterdiği dönemlerde kaldıraç oranının arttığını, dolayısıyla kaldıracın döngüsel olduğunu göstermektedir. Bu anlamda, finansal çevrimler ile kredi çevrimlerinin birbirini beslediği, buna bağlı olarak kaldıracın finansal hızlandırıcı rolünün olduğu ortaya çıkmaktadır. Ayrıca işlev bakımından banka grupları dikkate alındığında, mevduat ve katılım bankalarının yüksek; buna karşılık kalkınma ve yatırım bankalarının ise düşük kaldıraç ile çalıştıkları sonucuna ulaşılmıştır. Kaldıracın önemli bir belirleyicisinin bilanço büyüklüğü olduğu göz önünde bulundurulduğunda, Türkiye’de büyük mevduat bankalarının yüksek, yatırım bankalarının ise düşük kaldıraçla çalışması beklenen bir sonuç olarak değerlendirilmiştir. Bilanço büyüklüğü ve kârlılığın kaldıracı anlamlı şekilde etkilediği saptanmıştır. Elde edilen ampirik bulgular bankacılık sisteminin büyüdüğü dönemlerde kaldıraç oranında artış olduğu; aksine daralma dönemlerinde ise bu oranın düştüğü yönündedir.

Kaldıracın döngüsel olması banka bilançolarının genişleme ve daralmalarının kredi çevrimlerini hızlandırdığı sonucunu vermekte, dolayısıyla kaldıraç ve iş çevrimleri ilişkisini de ortaya koymaktadır. Bu anlamda, döngüsellik karşıtı (countercyclical) geliştirilecek makro ihtiyati önlemler sepetine kaldıraç oranının da eklenmesinin faydalı olacağı düşünülmektedir. Finansal çevrimleri yumuşatmaya katkı sağlaması amacıyla kaldıracın makro riskleri azaltıcı bir araç olarak kullanılmasının politika yapıcılarının gündeminde olabilecek konulardan biri olduğu belirtilmiştir. Şöyle ki, banka varlıklarının büyümesinin yüksek olduğu dönemlerde kaldıraç oranının düşürülmesi, tam tersi durumda ise kaldıraç oranının yükseltilmesi kredi ve finansal çevrimlerin yumuşatılmasına katkı sağlayacaktır. Dolayısıyla, döngüsel karşıtı bir kaldıraç oranı aralığı belirlemenin makul bir politika önermesi olduğu ifade edilmiştir (Binici ve Köksal, 2012a, 2012b).

Nitekim TCMB tarafından yenilikçi para politikası araçlarından biri olarak uygulamaya konulan kaldıracı dayalı zorunlu karşılık düzenlemesi de, Binici ve Köksal tarafından yapılan çalışmanın sonuçları ile uyumludur.

### 3.3. Yeni Politika Stratejisinin İletişimi

Finansal istikrara ilişkin riskleri azaltmak için kullanılan politikaların iletişiminin sadece fiyat istikrarını gözeten alışlagelmiş para politikası uygulamalarına göre daha zor olduğu görülmektedir. Daha önce de belirtildiği gibi, enflasyon hedeflemesi uygulayan hemen hemen bütün merkez bankalarının iletişim politikası basit bir Yeni Keynesçi model çerçevesinde izah edilebilmektedir. Bu modeller, merkez bankasının davranışını genelde tek bir ana amaç (enflasyon) ve tek bir araç (kısa vadeli faiz) çerçevesinde ele aldığından, iletişim yönünden son derece açık ve sade bir çerçeve sunmaktadır. İktisadi birimlerin uzun yıllar boyunca tecrübe edilmiş ve etkileri gözlenmiş olan bu yaklaşımı kolayca anlayabilmeleri, para politikasının iletişimini oldukça basitleştiren bir unsur olmuştur. Merkez bankalarının zaman zaman birden fazla aracı bir arada kullanmasını gerektirebilecek olan TCMB'nin 2010 yılının sonlarından itibaren uyguladığı yeni para politikası yaklaşımı ise, hem geçmişe göre daha karmaşık hem de sebep-sonuç ilişkisinin doğrulanmasının daha güç olduğu bir çerçeve içermektedir. Bu yeni çerçeve, başlangıç aşamasında para politikasının iletişimine dair bazı zorlukları da beraberinde getirmektedir. 2002 yılından itibaren uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisini gözlemlemiş ve buna alışmış olan iktisadi birimlerin yeni politika yaklaşımını kavraması ve kabul etmesinin zaman alabileceği düşünülmektedir. Bu nedenle, yeni politikalar uygulanırken en azından başlangıç aşamalarında iletişim güçlüklerinin yaşanması beklenebilecektir. Uygulanan politikalar güçlü bir teori ve/veya sağlam ampirik bulgular ile desteklenene kadar bu zorlukların yaşanmaya devam edebileceği açıktır. TCMB'nin amaç fonksiyonunun zenginleştirilmiş olması da iletişim konusunda ek bir çaba gerektirmektedir (Başçı ve Kara, 2011: 16-18).

Finansal istikrar, fiyat istikrarının aksine, somut göstergelerle ölçülmesi zor bir kavramdır. TCMB finansal istikrara makro bir perspektiften bakmakta ve konuyu özellikle iç-dış denge bağlamında değerlendirmektedir. Türkiye özelinden bakıldığında, son yıllarda makro finansal riskler; hızlı kredi büyümesi, dış dengesizlikler ve döviz kurunun iktisadi temellerden sapması noktalarında kendini göstermektedir. Ayrıca cari işlemler dengesi ve sermaye akımlarının seyri de makro finansal risklere yönelik önemli bilgiler içermektedir. Krediler ve döviz kuru, cari denge ve makro finansal riskler ile doğrudan etkileşim halinde olan değişkenlerdir. Bu kapsamda, gerek kredi genişlemesi gerekse yerli paranın aşırı

değerlenmesi cari dengeyi bozucu etki yaparak sermaye hareketlerindeki ani değişimlere karşı ekonomiyi kırılgan hale getirebilmektedir. TCMB, yeni araçların nihai amaçlar olan fiyat istikrarı ve finansal istikrarı nasıl etkilediğine dair iletişimi kolaylaştırmak için iki ara değişkeni ön plana çıkarmıştır: ‘krediler’ ve ‘döviz kuru’. Diğer bir ifadeyle, krediler ve döviz kurunu makro finansal risklere dair bir ‘septom’ olarak değerlendirmek mümkündür. Krediler ve döviz kurunun, makro finansal risklerin birikmesine neden olan değişkenlerden ziyade, finansal istikrara dair sinyal niteliğindeki göstergeler olarak düşünülmesi mümkündür. Her iki değişkenin de gecikmeden açıklanması, kolay gözlemlenebilmesi ve aynı zamanda nihai araçlarla doğrudan etkileşiminin kurulabilmesi uygulanan politikanın iletişiminin daha sağlıklı yapılabilmesine olanak tanımıştır. Bu sayede, politika araçlarından nihai amaçlara giden yola ilişkin daha anlaşılabilir ve gözlenebilir bir çerçeve sunulmuştur. Para politikasının iletişiminin krediler ve döviz kuru üzerinden yapılması, özellikle finansal istikrarı içine alan yeni çerçevenin anlaşılabilirliğini kolaylaştırması bakımından da büyük önem taşımaktadır (Kara, 2012a: 15-25).

Finansal istikrar tabiri oldukça geniş bir değişken kümesini kapsayabilmektedir. Ayrıca, finansal istikrar göstergeleri ülkelerin yapısal ve kurumsal karakteristiklerine ve finansal sisteminin yapısına göre ülkeden ülkeye değişebileceği gibi, konjonktüre bağlı olarak da, farklı dönemlerde farklı göstergelerin ön plana çıkarılması gerekebilmektedir. Benzer şekilde, ekonomilerin yapısına göre finansal istikrar kavramı çok farklı şekiller alabileceği gibi, aynı ekonomi içinde finansal istikrara dair önem atfedilen göstergeler de zaman içinde farklılaşabilmektedir. Bu kapsamda, Türkiye özelinde bakıldığında, TCMB tarafından 2010 yılının sonlarından itibaren gündeme getirilen finansal istikrar kavramının, dönemin küresel dengesizliklerinin bir yansıması olduğu görülmektedir. Daha önce de bahsedildiği üzere, bollaşan kısa vadeli küresel likidite, bir yandan yerli parayı değerlendirerek ithalat talebini uyarmakta, diğer yandan kredi arzının hızla artmasına neden olmaktadır. Bu durum emtia fiyatlarındaki hızlı artışlar ile birleştiğinde, finansman kalitesi giderek düşen bir cari açık sorununu beraberinde getirmektedir. TCMB, bu gelişmenin küresel risk iştahındaki değişim ve küresel sermaye akımlarındaki olası ani hareketler karşısında makro ölçekte bir kırılganlığa sebep olduğunu değerlendirmekte ve finansal istikrar vurgusunu yaparken cari denge ve finansman kalitesi ile hızlı kredi genişlemesine odaklanmaktadır (Başçı ve Kara, 2011: 18-19; Kara, 2012a: 14).

Başka bir ifadeyle, yapılan finansal istikrar vurgusu makro bir perspektif içermekte ve içinde bulunulan döneme özgü tasarlanmış bir iletişim stratejisini yansıtmaktadır. Bu bağlamda, TCMB'nin ilerleyen yıllarda konjonktürün ciddi anlamda değişmesi ve/veya önemli yapısal gelişmeler olması durumunda, politikalarını uygularken (konut fiyatları, firmaların yurt dışı borçluluğu gibi) farklı göstergelere odaklanabileceği de gözden kaçırılmamalıdır. Dolayısıyla, ilerleyen dönemde konjonktüre bağlı olarak makro finansal risklerin farklı değişkenler aracılığıyla vurgulanması da mümkün olabilmektedir. Uygulanan politikanın ülkeye ve döneme özgü olarak tasarlandığı, diğer gelişmekte olan ülkelere her durumda tavsiye edilebilecek bir formül olmadığı unutulmamalıdır. Kısa vadeli sermaye hareketlerine karşı politikalar tasarlanırken; finansal sistemin yapısı ve derinliği, sermaye hareketlerinin niteliği ve iktisadi konjonktürün durumu gibi temel hususların göz önüne alınması gerekmektedir (Başçı ve Kara, 2011: 19-25; Kara, 2012a: 14).

Finansal istikrarın gündeme getirilmesinin, enflasyon hedefinden ödün verilebileceği şeklinde algılanması riski bulunmaktadır. Dahası, faiz koridoru ve zorunlu karşılıklar gibi alışılmışın dışındaki para politikası araçlarının aktarım kanalları konusunda kabul görmüş kuramsal bir çerçeve bulunmaması da, bu araçların aktif olarak kullanıldığı bir para politikası stratejisinin iletişimini güçleştirebilmektedir. TCMB, bütün bu zorlukları aşmak için aktif bir iletişim politikası izlemiştir. Amaç fonksiyonundaki farklılaşmanın enflasyon beklentilerini bozmasını engellemek için, enflasyona dair temkinli bir politika duruşu benimsenmiş, para politikasının sıkılaştırılması gerektiği belirtilmiştir. Buna ek olarak, TCMB'nin temel amacının fiyat istikrarı olduğu her fırsatta vurgulanmış, bununla birlikte mevcut konjonktürde makro finansal dengesizliklerin göz ardı edilmesinin ilerleyen dönemlerde fiyat istikrarını da tehdit edebileceği uyarısında bulunulmuştur. Bunun yanı sıra, aktarım mekanizmasına dair belirsizliklerin beklentileri bozmasını engellemek için, alınan tedbirlerin enflasyon üzerindeki etkisinin yakından takip edileceği ve gerekirse aynı yönde ilave tedbirler alınacağı ifade edilmiştir (Başçı ve Kara, 2011: 16-17).

Özetle, TCMB'nin uygulanan para politikasının sınırları konusunda açık bir iletişim stratejisi izlediği görülmektedir. Öte yandan, makro finansal risklerin azaltılması açısından diğer ilgili kurumların destekleyici tedbirlerinin de önemli olduğu dile



getirilmiştir. Doğrudan kredi arzını kısımaya yönelik tedbirlerin, TCMB'nin uyguladığı politikaların etkililiğini ve verimliliğini artıracak ifade edilmiştir. Diğer bir ifadeyle, uygulanan politika bileşiminin etkinliğinin artırılması amacıyla, diğer ilgili kurumlarca yapılabilecek destekleyici düzenlemelerin, Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu (BDDK)'nın konut kredisi teminatını sınırlamaya yönelik aldığı tedbirlerin ve buna ek olarak mali disiplinin de önemli olduğu uyarılarında bulunulmuştur.



## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **4. YENİ PARA POLİTİKASI STRATEJİSİNİN UYGULANMASI VE SONUÇLARI**

Çalışmanın dördüncü ve son bölümünde, yeni para politikası stratejisinin uygulanması ve sonuçlarına yer verilmiştir. Aşırı oynak sermaye akımlarını yönetmek ve finansal istikrarı korumak amacıyla uygulanan makro-ihtiyati politika araçlarının performansı tartışılmakta ve uygulanan politikaların sonuçları değerlendirilmektedir. Bu kapsamda üç alt başlığa ayrılan bu bölümün ilk kısmında, Türkiye’de yeni politika stratejisi üzerine literatür incelemesine yer verilmiştir. İkinci başlıkta ise TCMB politikalarının 2010 ile 2015 arasındaki seyri detaylı bir şekilde analiz edilmiştir. Son olarak üçüncü başlıkta, TCMB’nin geleneksel olmayan para politikalarından elde edilen sonuçlar değerlendirilerek, uygulanan politikaların; cari denge, döviz kurları, krediler ve fiyat istikrarı üzerindeki etkileri incelenmiştir.

#### **4.1. Türkiye’de Yeni Politika Stratejisi Üzerine Literatür İncelemesi**

TCMB tarafından uygulanan yeni para politikası bileşiminin etkililiğine ilişkin çalışmalara baktığımızda, uygulanan önlemlerin sistemde biriken makro finansal dengesizlikleri azaltmakta başarılı olduğu gözlenmiştir.

Başçı ve Kara (2011) gözleme dayalı çalışmalarında, TCMB tarafından uygulanan düşük politika faiz oranı, yüksek zorunlu karşılıklar ve geniş bir faiz koridorundan oluşan yeni para politikası bileşimini ayrıntılı olarak açıklamaktadır. Türkiye’de faiz koridorunun henüz uygulanmaya başlandığı dönemde yapılan çalışmada yazarlar, yeni para politikası stratejisinin etkilerini değerlendirmek için erken olduğunu belirtmişlerdir. Ancak alınan ilk sonuçlara göre yeni politika bileşiminin, özellikle yüksek cari açık veren ülkelerde kısa vadeli sermaye hareketlerinin makroekonomik dengesizlikler üzerindeki etkisini hafifletmek için etkili bir strateji olabileceği ifade edilmiştir. Başçı (2012b)’nın ifadesiyle,

finansal istikrarı pekiştirici yönde atılan adımlar, 2008-2009 yıllarında derinleşen küresel finansal kriz sonrasında Türkiye ekonomisinin hızla toparlanmasını ve 2011-2012 Avrupa Borç Krizinin etkilerini en az hasarla atlatmasını sağlamıştır.

Kara (2012), betimsel bir yaklaşım izleyerek, yeni politikaya geçiş nedenleri, kullanılan araçlar ve aktarım mekanizmalarını ele aldığı çalışmada uygulanan politikaların sonuçlarını değerlendirmiştir. İncelenen veriler, uygulanan politikaların ekonomiyi yumuşak inişe geçirmekte başarılı olduğunu göstermektedir. Nitekim Türkiye ekonomisi yakın tarihinde ilk kez kriz yaşamadan cari açığı kontrol altına alabilmiştir. Ayrıca, sermaye hareketlerindeki oynaklığın ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini yumuşatma konusunda da yeni politika çerçevesinin oldukça etkili olduğu ortaya koyulmuştur. Enflasyon tarafında ise kısa vadede aynı başarı sağlanamamış, ancak orta vadeli enflasyon beklentilerinin yönetimi konusunda iyi bir performans sergilendiği belirtilmiştir. Söz konusu politika çerçevesinin, orta vadeli enflasyon beklentilerini bozmadan Türkiye ekonomisini dengeli bir büyüme patikasına yönlendirmekte oldukça etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Aysan ve diğerleri (2015a), Türkiye’deki yeni politika çerçevesinin oynak sermaye akımlarının ekonomiyeye etkisini ılımlaştırmada etkili olup olmadığını karşılaştırmalı bir perspektiften incelemişlerdir. Çalışmada, 46 ülke panel verisi kullanılarak, Türkiye’de 2010 sonlarında uygulanmaya başlayan makro-ihtiyati politikaların etkinliği araştırılmıştır. Ulaşılan sonuçlar, makro ihtiyati politikaların uygulanmasından önce Türkiye’nin diğer ekonomiler ile karşılaştırıldığında küresel faktörlere karşı daha duyarlı olduğunu; fakat politikaların uygulanmasından sonra bu duyarlılığın önemli ölçüde azaldığını göstermektedir. Çalışmada, Türkiye’ye yönelik sermaye girişlerinin küresel bankacılık faaliyetlerine daha az duyarlı hale geldiği ve bu nedenle makro riskleri azaltıcı politikaların başarılı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Küçüksaraç ve Özgür (2013), Pesaran, Shin ve Smith (2001) tarafından geliştirilen eş bütünleşme yöntemini kullanarak, gecelik kur takası faizleri ile BIST Repo-Ters Repo Pazarı’ndaki gecelik repo faizleri arasındaki ilişkiyi ampirik olarak test etmişlerdir. Çalışmanın sonuçları, söz konusu iki faiz seviyesi arasındaki teorik açıdan var olması beklenen ilişkinin ampirik olarak da geçerli olduğunu göstermektedir. İki faiz arasındaki

farkta Libor, finansal kuruluşların ek borçlanma maliyeti ile TL ve YP zorunlu karşılık oranlarının etkili olduğu gösterilmiştir. Bu durumun hem politika yapımcılar hem de piyasa oyuncuları açısından önemli bir bulgu olduğu belirtilmektedir. Para politikası açısından, TCMB'nin BIST gecelik repo piyasalarında oluşan faizleri direk olarak etkilemesi aynı zamanda kur takası faizlerini de gereken doğrultuda etkilediğini göstermektedir. Böylelikle TCMB'nin en önde gelen para piyasalarında etkin bir konumda olduğu düşünülmektedir. Ayrıca, kısa vadeli yabancı sermaye akımlarının önemli bir kısmını oluşturan gecelik kur takası piyasası TCMB tarafından etkilenecek kısa vadeli sermaye akımları finansal sağlamlığın tesis edilmesi doğrultusunda yönetilebilmektedir. Ayrıca, piyasa oyuncuları açısından ise iki piyasa arasında hangi değişkenlere bakılmasının ve hangi durumlarda bir arbitraj imkânı olabileceğini detaylı olarak göstermesi bakımından çalışmanın sonuçları önem arz etmektedir.

TCMB tarafından kısa vadeli sermaye akımlarındaki oynaklığı azaltmak amacıyla aktif likidite yönetimi ve geniş faiz koridoru politikalarının bir arada kullanılması, BIST gecelik piyasa faizinin bazı dönemlerde TCMB ortalama fonlama faizinden farklılaşmasına neden olabilmektedir. Söz konusu iki faiz arasındaki fark BIST gecelik faiz farkı (overnight spread ya da BIST spread) olarak adlandırılmakta ve bu farkın 2010 yılının ikinci yarısından itibaren daha büyük ve oynak hale geldiği gözlenmektedir. Akademik yazında geleneksel olmayan politikaların, kriz sonucu artan kısa dönemli faiz farklarına olan etkilerini inceleyen çalışmaların sayısı giderek artmaktadır. Türkiye özelinde Küçük ve diğerleri (2013, 2015) çalışması da geleneksel ve geleneksel olmayan para politikası dönemlerinde BIST gecelik faiz farkının belirleyicilerini araştırmaktadır. Yapılan analiz, 2010 yılında yeni politika çerçevesinin benimsenmesinden itibaren para politikası aktarım mekanizmasının değişen yapısına ışık tutması bakımından önem taşımaktadır. Çalışmada likidite yönetimi ile faiz koridorunun söz konusu faiz farkı üzerinde etkili olduğu gösterilmektedir. Çalışmanın bulguları, politika değişkenleri arasında piyasanın gecelik borçlanma ihtiyacını gösteren net likidite açığının (net liquidity deficit) BIST gecelik faiz farkının açıklanmasında en önemli belirleyicilerden biri olduğunu ortaya koymaktadır. Net likidite açığının artması, piyasadaki likidite koşullarının sıkılaştığına işaret etmektedir ve bu durum BIST faiz farkını yukarı yönlü etkilemektedir. Benzer şekilde fonlama belirsizliğindeki yükseliş de BIST gecelik fazinde ve BIST faiz farkında artışa yol açmaktadır. Çalışmanın bulguları, geleneksel olmayan para politikası döneminde

uygulanan likidite politikalarının da BIST faiz farkını açıklamakta önemli olduğuna işaret etmektedir. Analiz sonuçlarına göre TCMB, bankalara sağladığı fonlamanın miktarını, fonlamanın vade yapısını ve faiz koridorunun alt ve üst seviyelerini değiştirerek BIST faiz farkını etkileyebilmektedir. Sonuç olarak, fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrara da katkı sağlamayı hedefleyen yeni para politikası bileşimi çerçevesinde etkin likidite yönetiminin önemli bir araç olarak değerlendirilebileceği belirtilmektedir. Bu nedenle, BIST gecelik faizi ile TCMB fonlama faizi arasındaki farkta 2010 yılının ikinci yarısından itibaren gözlenen yükselişin çoklu araç-amaç sistemine sahip bir para politikası çerçevesinin doğal bir sonucu olduğu görüşü desteklenmektedir. Ancak faiz farkındaki artışın, literatürdeki diğer çalışmaların aksine, kriz kaynaklı faktörlerden ziyade; TCMB'nin aktarım mekanizmasında kredi ve döviz kanalını farklı etkilemek amacıyla kullanmış olduğu birden fazla politika aracının devreye girmesinden kaynaklandığı vurgulanmaktadır.

Binici ve diğerleri (2013)'nin çalışmasında, bankaların kredi verme iştahına ve kredi arzına dair önemli bir gösterge niteliğinde olan kredi-mevduat faiz farkının (credit/loan-deposit spread) faiz koridoru ile etkileşimi incelenmektedir. Bu amaçla, zaman serisi ve panel veri analizi kullanılarak, TCMB'nin yeni politika çerçevesinde uyguladığı asimetrik faiz koridoru ve likidite politikalarının ticari kredi faizi, mevduat faizi ve bu iki faiz arasındaki farkı nasıl etkilediğini araştırılmıştır. Çalışmada faiz farkı hesaplanırken, kredi-mevduat faiz farkının modellenmesine dair literatürde yer alan çalışmaların aksine, kredi ve mevduatın vade yapısı uyumsuzluğu sorunu (maturity mismatch problem) gözetilmiştir. Çalışmada, faiz koridorunun kredi-mevduat faiz farkı üzerindeki etkisini daha sağlıklı ölçebilmek amacıyla ticari krediler ile mevduat faizleri kullanılmış; daha uzun vadeli olan tüketici kredileri büyük ölçüde piyasa faizlerinin vade yapısından etkilenebileceğinden kapsam dışı tutulmuştur. Diğer bir ifadeyle, kredi ve mevduat faiz farkının TCMB likidite politikaları ile etkilenebilme potansiyeli yüksek olan kısmına odaklanılmıştır. Elde edilen bulgular, asimetrik faiz koridoru ve likidite politikasının bir arada aktif olarak kullanılmasıyla kredi ve mevduat faizlerinin farklı kanallardan etkilenebildiğini göstermektedir. Çalışmanın sonuçlarına göre, faiz koridoru sisteminde birden fazla kısa vadeli faizin likidite politikası ile etkileşim halinde bir arada kullanılması, TCMB'nin kredi-mevduat faiz farkını etkilemesine olanak tanımaktadır. Çalışmada ulaşılan bulgular asimetrik faiz koridorunun, geleneksel enflasyon hedeflemesi rejimindeki

kısa vadeli faizden farklı olarak, gerektiğinde kredi-mevduat faiz farkını etkilemek yoluyla makro ihtiyati bir politika aracı olarak kullanılabileceğine işaret etmektedir.

Küçüksaraç (2016), TCMB'nin para politikası faiz oranlarının kısa vadeli Hazine bonosu ve kur takası faiz oranları üzerine olan etkisini 2011 Ekim ile 2015 Temmuz dönemi verilerini kullanarak incelemektedir. Sonuçlar, TCMB'nin 2011 yılı sonrasında para piyasası faiz oranlarını farklı araçlar kullanarak daha önceki döneme göre farklı şekilde etkilediğini göstermektedir. Çalışmada TCMB politika faiz oranları ile likidite yönetimine dair göstergelerin hem Hazine bonosu faizleri hem de kur takası faizleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu durum TCMB'nin kısa vadeli faizler üzerinde belirleyici olduğuna işaret etmektedir. Bunun yanı sıra, beklentilere paralel olarak vade uzadıkça para politikası faiz oranlarının uzun vadeli faizler üzerindeki etkisinin azaldığı da görülmüştür. Söz konusu bulgular, TCMB'nin para politika kararlarının piyasa faizleri üzerinde etkili olduğunu göstermekle beraber, 2011 öncesi döneme göre etkileme kanallarının farklılaştığına işaret etmektedir.

Akçelik ve diğerleri (2012)'nin çalışmasında, TCMB tarafından son dönemde kullanılan politika araçlarından bir tanesi olan ek parasal sıkılaştırma aracının döviz kurları üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Bu amaç doğrultusunda 20.10.2011-19.07.2012 dönemi verileri ve GARCH modelleri kullanılarak, önce EPS'lerin döviz kuru oynaklığı üzerindeki etkisi incelenmiş, ardından EPS'lerin gelişmekte olan ülke kurlarına göre TL'nin göreceli değeri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Elde edilen sonuçlar, EPS'nin döviz kuru oynaklığını düşürücü yönde belirgin bir etkisinin olduğunu göstermektedir. EPS öncesinde görece yüksek olan oynaklığın genelde EPS döneminde düşük bir seviyeye geldiği, EPS sonrasında ise bu seviyenin dahi altına düştüğü gözlenmiştir. Çalışmada ayrıca, EPS yapılan günlerde TL'nin diğer GOÜ kurlarına kıyasla değerlendirildiği gösterilmiştir. Sonuç olarak EPS'lerin etkin bir politika aracı olarak geçici fiyat hareketlerinin enflasyon görünümünü bozmasına engel olmanın yanı sıra sermaye akımlarındaki oynaklıklar nedeniyle ortaya çıkan kur oynaklıklarının azaltılmasına da katkı yaptığı sonucuna ulaşılmıştır. Ermişoğlu ve diğerleri (2014)'nin belirttiği üzere, EPS enflasyon görünümünün bozulmasına yol açan geçici fiyat hareketlerinin önlenmesinde etkin bir para politikası aracı olarak kabul edilebilir. Dahası TCMB'nin yeni politika bileşimi çerçevesinde diğer politika araçlarının da tamamlayıcısı olabilmektedir.

Oduncu ve diğerleri (2013) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, 15.10.2010-15.10.2012 dönemi verileri ve GARCH modeli kullanılarak, ROM'un döviz kuru oynaklığı üzerindeki etkisi incelenmiştir. TCMB tarafından tasarlanan ve TCMB'ye özgü bir para politikası aracı olan ROM'un döviz kuru oynaklığı üzerindeki etkisinin ilk defa ampirik olarak analiz edildiği bu çalışmada, ROM'un incelenen dönemde kur oynaklığını düşürücü yönde belirgin bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Sonuç olarak, ROM'un sermaye akımlarındaki oynaklıklar nedeniyle ortaya çıkan kur oynaklıklarının azaltılmasında etkin bir politika aracı olduğu savunulmaktadır. Elde edilen sonuçlar aynı zamanda EPS'nin de kur oynaklığını düşürücü yönde anlamlı bir etkisinin olduğunu göstermektedir. Bu sonuç, Akçelik ve diğerleri (2012)'nin çalışmasında ulaşılan sonuçla paraleldir. Ayrıca, Merkez Bankası döviz satışlarının ve VIX endeksindeki değişimin de oynaklık üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı da çalışmanın bulguları arasında yer almaktadır.

Kasım 2014 Finansal İstikrar Raporunun özel konular bölümünde yer alan bir çalışmada, faiz ve zorunlu karşılık kararlarının ROM ile etkileşiminin anlaşılmasına katkıda bulunmak amacıyla, bir başabaş ROK denklemi eşliğinde TCMB politika faizi ve zorunlu karşılık kararlarının bankaların ROM kullanımına etkileri incelenmektedir. Yapılan analiz sonucunda ROM kullanımındaki değişikliklerin ana belirleyicisinin kısa vadeli faizler olduğu tespitinden hareketle, TCMB'nin sermaye hareketlerine verdiği sistematik tepkinin ROM'un otomatik dengeleyici etkisini sınırladığına işaret edilmektedir. ROM kullanımının kısa vadeli faizlere duyarlılığını azaltmak için TCMB'nin yakın dönemde zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasının, bankaların TL zorunlu karşılık tutma maliyetinin fonlama faizine duyarlılığını azaltacak şekilde tasarlandığı vurgulanmaktadır.

Küçüksaraç ve Özel (2012)'in çalışmasında, bankaların TL zorunlu karşılık tesis etmek amacıyla kullanabilecekleri temel fon kaynaklarının maliyetleri hesaplanmış ve mevcut durumda hangi fon kaynaklarını kullanmanın bankalar açısından daha avantajlı olduğu gösterilmiştir. Yapılan analizde TCMB'nin TL zorunlu karşılıkları hem döviz hem de altın olarak tutma imkânını kullanmasının mevcut veriler altında optimal olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada ayrıca TCMB'nin TL zorunlu karşılıklar için döviz ve altın bulundurma imkânını diğer fonlama maliyetleriyle kayıtsız bırakan ROK değerleri incelenmiştir. Kritik katsayı değerlerinin temel olarak yabancı para/altın ve TL fon bulma

maliyetlerine, Libor faiz oranına, TL swap faiz oranına ve YP zorunlu karşılık oranına bağlı olduğu gözlenmiştir. Sonuçlara göre katsayı değerinin özellikle YP ve altın cinsi borçlanma maliyetlerine hassas olduğu ifade edilmiştir. Sonuç olarak, ROM ile bankaların TL likidite ihtiyaçlarının azaldığı vurgulanmıştır. İmkânın kullanılmaya başlandığı tarih olan 2011 Eylül ayından 2012 yılı Kasım ayına kadar olan dönemde, bankaların TCMB'den sağladıkları fon tutarlarında yaklaşık olarak 40 milyar TL düşüş olduğu belirtilmiştir. Söz konusu düşüşte temel etkenin rezerv opsiyonu mekanizmasının varlığı olduğu savunulmuştur.

Değerli ve Fendoğlu (2013), cari açık veren 11 GOÜ'nin Ocak 2006 - Kasım 2012 dönemi verilerini kullanarak, ABD doları/TL döviz kuru beklentilerinin oynaklık, çarpıklık ve basıklığını benzer gelişmekte olan ülkelerle karşılaştırılmakta ve son dönem TCMB para politikası çerçevesinin bu momentlere olası etkisini dönemler arası karşılaştırma yaparak analiz etmektedir. Bu momentleri elde etmek için, varlık fiyatlarına ilişkin piyasa beklentilerini ve algılamalarını yansıtmada önemli bir bilgi kaynağı olan opsiyon fiyatları kullanılmış ve riske duyarsız olasılık yoğunluk (risk-neutral probability density (RND)) fonksiyonları hesaplanmıştır. Çalışmada Türkiye ve benzer GOÜ'ler için tezgahüstü opsiyon piyasalarında işlem gören sözleşmeler kullanılarak döviz kuru olasılık yoğunluk fonksiyonu elde edilmiş ve bu fonksiyonun oynaklık, çarpıklık ve basıklık gibi yüksek momentleri hesaplanmıştır. Böylece, Türkiye'nin benzer GOÜ'lere göre kur performansı daha geniş bir perspektifle analiz edilmiştir. Elde edilen sonuçlar küresel kriz öncesi dönem veya yeni politika bileşimi öncesi referans dönemlerine göre kurdaki çarpıklıkta ve basıklıkta görece olarak önemli bir düşüş göstermektedir. TCMB tarafından son dönemde uygulamaya konulan çeşitli politika araçlarının potansiyel etkisiyle, Kasım 2011 dönemini takiben ABD doları/TL kurunun diğer döviz kurlarına göre gerek oynaklık gerekse çarpıklık ve basıklık değerlerinde belirgin bir düşüş olduğuna işaret etmektedir. Özellikle, oynaklık ve TL üzerindeki olası aşırı değerlenme/değer-kaybetme baskısını gösteren basıklık değerlerindeki düşüş dikkat çekici boyuttadır. Bu durum kullanılan yeni politika araçlarının TL üzerindeki olası aşırı değerlenme/değer-kaybetme baskısını sınırladığını göstermektedir. Bu gelişmede TCMB tarafından son dönemde uygulamaya konulan asimetrik faiz koridoru ve ROM gibi politika araçlarının etkili olduğu düşünülmektedir.



Ulaşılan bulguların, Merkez Bankası'nın kurdaki aşırı oynaklığa kayıtsız kalmayacağına dair verdiği sinyallerin piyasa tarafından inandırıcı bulunduğu şeklinde yorumlanabileceği belirtilmiştir. Yazarlar özellikle aşırı değer kaybetme ya da aşırı değer kazanma beklentilerini ifade eden kur basıklığının yeni politika bileşimi sonrası görece olarak kayda değer bir düşüş göstermesini, iktisadi birimlerin ani duruş olasılığına atfettikleri ağırlığın azaldığı şeklinde yorumlamaktadır. Ayrıca bu gözlem, Merkez Bankası'nın Kasım 2010 döneminden itibaren uyguladığı politika stratejisinin ani duruş riskini önemli ölçüde azalttığı görüşünü de desteklemektedir.

Değerli ve Fendoğlu (2013), TCMB'nin özellikle Kasım 2011'den itibaren fiyat istikrarı ve finansal istikrar politikaları çerçevesinde döviz kurunda aşırı oynaklığa kayıtsız kalınmayacağı sinyalini veren bir yaklaşım izlediğini belirtmektedir. Bu dönemde, aşırı kur oynaklığına karşı bir politika aracı olarak ROM uygulamaya konulmuş ve faiz koridorunun üst sınırı aktif olarak kullanılarak ek parasal sıkılaştırma yapılmıştır. Bu politika araçları ile oynak sermaye akımlarına karşı TL üzerindeki olası aşırı değerlenme/değer-kaybetme baskısının sınırlandırılması amaçlanmıştır. Dolayısıyla izlenen bu politikanın ABD doları/TL döviz kurunun oynaklığını azaltmasının yanı sıra, döviz kurunun asimetrik hareket beklentilerini veya her iki yöndeki aşırı hareket beklentilerini yansıtan kurdaki çarpıklığı ya da basıklığı da azalttığı ifade edilmiştir.

Kasım 2014 Finansal İstikrar Raporunun özel konular bölümünde yer alan bir çalışmada, 19 mevduat bankasının Haziran 2010-Aralık 2013 dönemi verileri kullanılarak TCMB tarafından aktif olarak kullanılan zorunlu karşılıklar ile banka kredi davranışı arasındaki etkileşim incelenmektedir. Literatürdeki çalışmalardan farklı olarak zorunlu karşılık politikasının kredi büyümesi üzerindeki etkisi incelenirken “likidite kanalı” dikkate alınmıştır. Ticari kredi faizinin, mevduat faizinin ve her iki faiz arasındaki farkın zorunlu karşılık, faiz koridoru gibi çeşitli para politikası araçlarına olan tepkisi incelenmektedir. Analiz sonuçları kredi faizi ve zorunlu karşılık arasındaki ilişkinin politika faizlerinin kontrol edilmesine rağmen pozitif çıktığını göstermektedir. Aynı zamanda zorunlu karşılık ve döviz müdahalesi sonucunda artan fonlama talebinin mevduat faiz oranlarını yükselttiği bulunmuştur. Bu gözlemler bankalar açısından merkez bankasından sağlanan kısa vadeli fonlamanın mevduat için tam ikame olmadığına işaret etmektedir. Ayrıca bu sonuçlar zorunlu karşılık oranı aktarım mekanizmasında likidite

ve/veya faiz riski kanallarının varlığına işaret etmektedir. Elde edilen bulgular, zorunlu karşılıkların bankaların likidite pozisyonu üzerinden kredi arzını/davranışını etkileyebildiğine işaret etmektedir. Buna göre, zorunlu karşılıklar ile uygulanan miktarsal sıkılaştırma bankaların fonlama ihtiyacını ve likidite pozisyonunu etkilemektedir. Çalışmada yer alan analizler, likidite pozisyonundaki bozulmanın bankaların kredi davranışları üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olduğunu bulgulamaktadır. İlgili analizler, zorunlu karşılıkların ticari kredilerde faiz üzerinden, tüketici kredilerinde ise miktar üzerinden etkili olduğuna işaret etmektedir.

Kasım 2015 Finansal İstikrar Raporunun özel konular bölümünde yer alan bir çalışmada, 2006-2014 dönemi için firma-banka bazında detaylı mikro veri kullanılarak zorunlu karşılık oranlarında yapılan değişikliklerin kredi büyümesi üzerindeki etkileri incelenmiştir. Özellikle banka yükümlülüklerinin cinsi ve vadesine göre farklılaşan zorunlu karşılık oranlarındaki değişimin krediler üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Makro değişkenler olarak ise Türkiye için sanayi üretim endeksi ve enflasyon, TCMB para politikası duruşu, ECB ve FED efektif faiz oranları kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır. Ampirik sonuçlar, zorunlu karşılık oranlarındaki artışların TL ve YP kredi büyümesi üzerinde anlamlı ve negatif etkisi olduğunu göstermektedir. Ayrıca TCMB para politikasındaki sıkılaşmanın kredi büyümesi üzerindeki etkisi negatif ve anlamlı bulunmuştur. Ayrıca, zorunlu karşılık oranlarında vade kaynaklı üst ve alt bant arasındaki farkın artışıyla, kredilerin vade uzunluğu arasında anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Bir başka ifadeyle, zorunlu karşılıklarda kısa vadeli yükümlülükler TCMB tarafından uygulanan yüksek oran, bankaların kredilerini daha uzun vadeye yönlendirmesine neden olmuştur.

#### **4.2. 2010-2015 Para Politikası Uygulamaları**

Çalışmanın üçüncü bölümünde detaylı olarak açıklandığı gibi, küresel krizin ardından, gelişmiş ekonomilerin geleneksel olmayan politikaları sonucunda artan risk iştahı ile birlikte gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları makro finansal riskleri artırmış ve TCMB'nin fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da gözetilen bir para politikası uygulamasını gerektirmiştir. TCMB, küresel dengesizliklerin Türkiye ekonomisi üzerinde oluşturduğu makro finansal riskleri sınırlamak amacıyla, 2010 yılının sonlarından itibaren yeni bir politika stratejisi tasarlamış ve uygulamaya başlamıştır. Yeni politika

yaklaşımında fiyat istikrarı önceliği korunurken finansal istikrar da destekleyici bir amaç olarak gözetilmiştir. Bu kapsamda, geleneksel araçların (1 haftalık repo faiz oranı) yanı sıra faiz koridoru, TL ve YP likidite yönetimi, zorunlu karşılık araçları ve ROM gibi birbirini tamamlayıcı nitelikteki araçlar bir arada kullanılmıştır. Uygulanan politikalarla orta vadede fiyat istikrarından ödün vermeden makro finansal risklerin dengelenmesi amaçlanmıştır. Nitekim uygulanan bu politikalar neticesinde, makroekonomik göstergeler istenilen sonuçlara ulaşmada başarılı olunduğunu göstermektedir. Çalışmanın bu kısmında 2015-2015 arasındaki para politikası gelişmeleri her bir yıla ait TCMB'nin Yıllık Rapor'ları kullanılarak özetlenmektedir.

#### **4.1.1. 2010 Yılında Para Politikası Gelişmeleri<sup>47</sup>**

Küresel piyasalardaki normalleşme belirginleştikçe döviz likiditesine ilişkin sağlanan imkânların kontrollü ve aşamalı olarak kriz öncesi seviyelere getirilmesi hedefi çerçevesinde, YP zorunlu karşılık oranı yükseltilmiştir. Söz konusu oran krizden çıkış stratejisinin bir parçası olarak küresel piyasalardaki normalleşmenin belirginleştiği göz önünde bulundurularak, Nisan, Temmuz ve Eylül aylarında yapılan düzenlemelerin sonucunda toplamda 2 puan artırılarak %11 düzeyine ulaşmıştır.

Likidite yönetimi stratejisinin daha etkili olarak kullanılabilmesine yönelik olarak ise operasyonel çerçevede değişiklik yapılmıştır. 18 Mayıs 2010 tarihli PPK kararı ile teknik faiz ayarlaması sürecinin ilk adımı atılmıştır. Bu tarihten itibaren bir hafta vadeli repo ihaleleri sabit faiz oranından miktar ihalesi yöntemiyle gerçekleştirilmeye başlanmış, gecelik borçlanma faizi yerine bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı politika faizi niteliği kazanmıştır ve söz konusu oran %7 olarak belirlenmiştir. Gecelik borç verme ve borç alma faizlerinden oluşan faiz koridoru sistemi ise korunmuştur. Bu çerçevede, repo ihaleleri aracılığıyla piyasaya ihtiyacın üzerinde sağlanan likidite, para piyasalarındaki normalleşmeye paralel olarak kademeli biçimde azaltılmıştır. Gecelik piyasadaki faiz oynaklığının kontrollü bir şekilde dalgalanmasına ve dolayısıyla faiz koridorunun daha aktif bir politika aracı olarak kullanılmasına olanak tanınmıştır. Buna ek olarak, 16 Eylül 2010'da teknik faiz ayarlaması sürecinin ikinci adımı atılarak 1-hafta vadeli repo ihale faiz

<sup>47</sup> 2010 yılında para politikası gelişmeleri, ilgili yıla ait TCMB tarafından hazırlanan Yıllık Rapor'dan özetlenmiştir. (TCMB, 2011b). 2010 yılı TCMB PPK toplantı kararlarına ilişkin detaylı bilgiler için, Ek 1'e bakınız.

oranı ile gecelik işlemler için ilân edilen borçlanma faizi arasındaki fark 25 baz puan artırılmıştır. Gecelik borçlanma faiz oranı %6,50'den %6,25'e, borç verme faiz oranı %9'dan %8,75'e indirilmiştir.

Zorunlu karşılıkların bu dönemde özellikle kredi kanalını etkilemek amacıyla makro-ihtiyati bir politika aracı olarak etkin şekilde kullanılmaya başlandığı görülmektedir. Bu doğrultuda, piyasadaki TL likiditesini ve kredi arzını kontrol etmek amacıyla zorunlu karşılık oranlarında kademeli artırımlara gidilmiştir. Eylül ve Kasım aylarında 0,5 puan artırılarak %6 düzeyine yükseltilmiştir.

Buna ek olarak, 23 Eylül 2010 tarihli PPK kararı ile zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son verilmiş, karşılık oranlarının ağırlıklı ortalaması artırılmaya başlanmış ve zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin kapsamı genişletilmiştir. Ayrıca, bankacılık sisteminin yükümlülük vadesinin uzatılarak finansal istikrarın güçlendirilmesi amacıyla, 17 Aralık 2010 tarihinde zorunlu karşılık oranlarının kısa vade için daha yüksek olacak şekilde vadelere göre farklılaştırılması yoluna gidilmiştir. Mevduata uygulanan zorunlu karşılık oranlarının vadelere göre farklılaştırılmasının ardından, mevduatın ortalama vadesinin kademeli olarak uzamaya başladığı gözlenmiştir.

Finansal istikrarın fiyat istikrarına olan katkısını dikkate alan TCMB, döviz arzının döviz talebine kıyasla arttığı dönemleri uluslararası rezerv seviyesini artırmak için bir fırsat olarak değerlendirerek, daha fazla alım yapmak amacıyla değişiklik yapıldığını duyurmuştur. Bu çerçevede döviz alım ihalelerinde daha esnek bir yöntem tasarlanmış ve 1 Ekim 2010 tarihinden itibaren uygulamaya konmuştur.

Çıkış stratejisi çerçevesinde aşamalı teknik faiz ayarlaması sürecinin tamamlanmasıyla birlikte temel fonlama aracı 1-hafta vadeli repo ihaleleri olarak belirlenmiştir. Buna karşılık, kısa vadeli diğer borç verme ve borçlanma imkânları ise gecelik vadedir. Benzer nitelikteki likidite yönetimi araçları arasındaki vade uyumunu sağlamak amacıyla, 15 Ekim 2010 tarihinden itibaren piyasa yapıcısı bankalara<sup>48</sup> tanınan

<sup>48</sup> Piyasa yapıcısı bankalara sağlanan likidite imkânı; TCMB bünyesinde, piyasa yapıcısı bankalara önceden belirlenmiş limitler ve faiz oranı dahilinde, repo işlemleri yoluyla gecelik vadede sağlanan TL borçlanma imkânıdır. TCMB'nin bir hafta vadeli repo ihaleleri ile yapmış olduğu fonlama faizi “*İstikrarlı Fonlama Oranı I*”, açık piyasa işlemleri

repo imkânının sadece gecelik vadede kullanılmasına karar verilmiştir. Ayrıca, uluslararası likidite koşullarında gözlenen iyileşme ve bankacılık sisteminin döviz likiditesindeki artış dikkate alınarak, 15 Ekim 2010 tarihinden itibaren TCMB'nin Döviz ve Efektif Piyasaları Döviz Depo Piyasası'ndaki aracılık işlemlerine son verilmiştir. Aynı tarihli kararlar 3-ay vadeli repo ihalelerine olan ihtiyacın azaldığı dikkate alınarak söz konusu ihalelere son verilmiştir.

2010 yılının son çeyreğine gelindiğinde, güçlü sermaye girişleri ile birlikte cari dengedeki bozulma ve kredi genişlemesindeki hızlanma önlem alma gereğini artırmıştır. Mevcut konjonktürde hızlı kredi genişlemesine faiz artışıyla karşılık verilmesinin sermaye girişlerini besleyerek makro finansal dengesizlikleri daha da artıracığı düşüncesi, alternatif politika seçeneklerini gündeme getirmiştir. Bu çerçevede TCMB, bir yandan kısa vadeli faizleri düşük tutarak hızlı sermaye girişlerini caydırmayı amaçlayan, diğer yandan zorunlu karşılık oranlarını artırarak kredi artış hızını yavaşlatmayı hedefleyen bir stratejiyi uygulamaya koymuştur. Buna ek olarak, finansal sistemin yükümlülüklerinin uzatılması da destekleyici bir amaç olarak benimsenmiştir. Sonuç olarak, TCMB'nin uyguladığı yeni politika stratejisi çerçevesinde; faiz koridorunun genişletilmesi, politika faizinin tahmin edilebilirlik derecesinin azaltılması ve zorunlu karşılıkların artırılarak vadelere göre farklılaştırılması şeklindeki düzenlemeler, kısa vadeli sermaye girişlerinin ve kredi genişlemesinin yavaşlatılmasına yönelik birbirini tamamlayan araçlar olarak kullanılmıştır (Başçı ve Kara, 2011: 13-15).

Yeni politika çerçevesine geçilen 2010 yılının Kasım ayından, Avrupa ekonomisindeki belirsizliklerin hızla yoğunlaştığı 2011 Ağustos ayına kadar olan dönemde yoğun sermaye girişleri yaşandığı görülmektedir. Bu nedenle söz konusu dönemde amaç, ekonomiyi yumuşak inişe (soft landing) geçirmek şeklinde özetlenmektedir. Bu dönemde güçlü risk iştahı kısa dönem sermaye akımlarının GOÜ'lere yönelmesine yol açmıştır. GÜ'lerin niceliksel genişleme paketlerini takiben 2010 yılının ortalarından itibaren artan kısa vadeli sermaye girişleri, değerlendirilen TL ve hızla büyüyen cari açık makro finansal riskleri belirginleştirmiştir. Hedefin altında seyreden enflasyonun sağladığı alanla para politikası iki eksen doğrultusunda belirlenmiştir. Bir yandan, kısa vadeli sermaye

---

çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkânı faizi ise “İstikrarlı Fonlama Oranı 2” olarak tanımlanmaktadır (TCMB, 2016a).

akımlarının sınırlandırılması ve TL'nin aşırı değerlenmesinin önlenmesi amaçlanmıştır. Diğer yandan da, yurt içinde krediler ve talebin daha kontrollü biçimde büyümesi, iç taleple dış talep arasındaki ayrışmanın dengelenmesi ve iktisadi büyümenin daha sağlıklı bir kompozisyona doğru yönlendirilmesi hedeflenmiştir (Kara, 2012a: 26-27).

Bu dönemde, daha düşük bir politika faizi, daha geniş bir faiz koridoru ve daha yüksek zorunlu karşılık oranlarından oluşan yeni bir politika bileşimi uygulanmaya başlanmıştır. Risk iştahının güçlü olması ve sermaye akımlarının kısa vadeli ve daha çok spekülasyon amaçlı olması nedeniyle sermaye girişlerini caydırmak için öncelikle borçlanma faizi hızla düşürülmüştür. Gecelik borçlanma faiz oranı Kasım ayında %5,75'ten 1,75'e ve Aralık ayında 1,50'ye düşürülmüştür. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı Kasım ayında %7 düzeyinde sabit tutulurken; Aralık'ta %6,50'ye düşürülmüştür. Borç verme faiz oranı Kasım tarihinde %8,75 düzeyinde sabit tutulurken; Aralık tarihinde %9 düzeyine yükseltilmiştir. Böylece TCMB faiz koridorunu aşağı doğru genişleterek gecelik faiz oranlarının politika faiz oranından düşük seviyede oluşmasına izin vermiş, gecelik faizlerde aşağı yönlü oynaklığı artırarak spekülasyon sermaye girişlerini azaltabilmiştir.

Aynı dönemde faizlerin düşük düzeyinin kredilerde ek bir ivmelenmeye sebep olmasını yani aşırı kredi genişlemesini engellemek ve iç talebi kontrol altında tutabilmek amacıyla zorunlu karşılıklarda da güçlü bir artışa gidilmiştir. Zorunlu karşılık oranlarındaki artış, aynı zamanda bankaların TCMB'den borçlandıkları miktarı artırarak likidite kanalıyla para politikasının kredi davranışı üzerindeki hâkimiyetinin güçlenmesini sağlamıştır. Ayrıca, bu dönemde açılan düzenli döviz alım ihaleleriyle güçlü sermaye girişlerinden rezervleri güçlendirmek amacıyla yararlanılmıştır (Kara, 2012a: 27).

Özetle, döviz alım ihalelerinin esnek bir yapıya kavuşturulması, TL zorunlu karşılıklara faiz ödemesi uygulamasına son verilmesi, likidite yönetiminin operasyonel yapısının değiştirilmesi ve küresel ölçekte parasal genişlemeden kaynaklanan sermaye girişlerini daha uzun vadeli yatırım araçlarına yönlendirme amacıyla Kasım ve Aralık aylarında alınan bir dizi yeni tedbiri içeren politika bileşimi, para politikasının etkinliğini artırmayı ve makro finansal riskleri sınırlamayı hedeflemektedir.

#### 4.1.2. 2011 Yılında Para Politikası Gelişmeleri<sup>49</sup>

Bankacılık sistemi kaynaklarının vadesinin uzatılarak, vade uyumsuzluğunun azaltılması ve finansal istikrara katkı sağlanması amacıyla 7 Ocak 2011 yükümlülük döneminden itibaren geçerli olmak üzere TL zorunlu karşılık oranı, mevduatın/katılma hesaplarının vade yapısına göre farklılaştırılmıştır. Daha sonra finansal istikrarı desteklemek amacıyla, TL zorunlu karşılık oranları özellikle kısa vadeli yükümlülükler için çeşitli tarihlerde yükseltilmiştir.

2011 yılı ilk çeyreğinde petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki hızlı artışların sürmesi enflasyon üzerindeki yukarı yönlü riskleri artırmış, bu doğrultuda ek parasal sıkılaştırmanın gerekli olduğu öngörülmüştür. Söz konusu sıkılaştırmanın, politika faizinden ziyade, zorunlu karşılıklar aracılığıyla yapılmasının iç ve dış talepteki ayrışmadan kaynaklanan makro finansal risklerin azaltılması açısından daha etkili olacağı değerlendirilerek, 2011 yılı Ocak, Mart ve Nisan aylarında alınan kararlarla TL zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalamasında güçlü bir artışa gidilmiştir. Ayrıca, 29 Nisan 2011 tarihinde YP zorunlu karşılık oranları, yükümlülüklerin vadesinin uzamasını teşvik etmek amacıyla, daha önce TL zorunlu karşılıklarda olduğu gibi, vade bazında farklılaştırılmıştır.

2011 yılının ikinci çeyreğinde, bazı Avrupa ülkelerinde kamu borçlarının sürdürülebilirliğine ve küresel büyümeye ilişkin endişelerin artması, risk iştahını olumsuz etkileyerek, Türkiye'nin de içinde bulunduğu GOÜ'lere yönelik sermaye akımlarının azalmasına yol açmıştır. Söz konusu gelişmeler dikkate alınarak, günlük döviz ihalelerinde alımı yapılacak tutar Mayıs ve Haziran aylarında yapılan düzenlemelerle toplamda 30 milyon dolara düşürülmüştür. Avrupa Birliği ülkelerinde yaşanan borç sorunları nedeniyle artan stres nedeniyle, 25 Temmuz 2011 tarihinde döviz alım ihaleleri durdurulmuştur.

2011 yılı ikinci yarısından itibaren iktisadi faaliyetteki yavaşlama ve küresel ekonomideki belirsizlikler de göz önüne alınarak, Mayıs-Temmuz döneminde politika faizi ve TL zorunlu karşılık oranları değiştirilmemiştir. Piyasaya döviz likiditesi sağlamak

<sup>49</sup> 2011 yılında para politikası gelişmeleri, ilgili yıla ait TCMB tarafından hazırlanan Yıllık Rapor'dan özetlenmiştir. (TCMB, 2012d). 2011 yılı TCMB PPK toplantı kararlarına ilişkin detaylı bilgiler için, Ek 2'ye bakınız.

amacıyla, Temmuz ayında YP zorunlu karşılık oranları uzun vadeli yükümlülükler için azaltılırken, bir yıldan kısa vadeli yükümlülükler için sabit tutulmuştur. Ağustos ayında ise söz konusu oran tüm vadeler için azaltılmıştır. Küresel ekonomide gözlemlenen yavaşlama ve iç talep gelişmeleri dikkate alınarak piyasanın ihtiyacı olan likiditenin sağlanması amacıyla Eylül ayında yabancı para ve TL zorunlu karşılık oranlarında indirimde gidilmiştir.

2011 yılının Ağustos ayından Ekim ayına kadar olan dönemde Euro bölgesi borç krizi ve artan belirsizlik sonucu GOÜ'lerden sermaye çıkışlarının yaşandığı görülmektedir. Küresel büyümeye ve bazı Avrupa ülkelerindeki kamu borcu sorununa ilişkin endişelerin giderek derinleşmesi küresel ekonomide yeni bir yavaşlama riskini artırmıştır. Bu dönemde risk iştahı bozulmaya başlamış, küresel ölçekte riskten kaçınma eğilimi artmış ve risk iştahı oynaklığı yüksek seviyelere gelmiştir. Küresel ekonomiye dair artan belirsizlikler GOÜ'lere olan sermaye akımlarında belirgin bir düşüşe neden olmuştur. GOÜ'lerden sermaye çıkışlarının hızlanması üzerine, uygulanan yeni politika çerçevesi dâhilinde politika araçları sermaye girişlerinin hızlı olduğu dönemdeki tersi yönde kullanılmıştır.

Küresel ekonomiye dair giderek artan sorunların yurt içi iktisadi faaliyet üzerinde durgunluğa yol açma riskini azaltmak için politika faizinde sınırlı bir indirimde gidilmiş, gecelik borç alma faizi yükseltilmiş, faiz koridoru daraltılmış ve kısa vadeli faizlerin oynaklığını azaltmıştır. 4 Ağustos 2011 tarihinde politika faiz oranı olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı 50 baz puan indirilerek %6,25'ten %5,75'e düşürülmüştür. Gecelik borç alma faiz oranı ise 350 baz puan artırılarak %1,50'den %5'e yükseltilmiştir. Böylelikle, belirsizliğin azaltılması yoluyla sermaye hareketlerindeki çıkışın sınırlanması amaçlanmıştır. Diğer bir ifadeyle, faiz belirsizliği aktif bir politika aracı olarak kullanılmıştır. Bunun yanı sıra, bankacılık sisteminin likidite ihtiyacını azaltmaya yönelik olarak TL zorunlu karşılıklarda düzenlemeler yapılmıştır.

Buna ek olarak, döviz piyasasındaki dalgalanmaları sınırlamak amacıyla da bir dizi likidite tedbiri alınmıştır. Nitekim 2011 yılının ikinci yarısında uluslararası piyasalarda değişen konjonktürün etkisiyle, 5 Ağustos 2011 tarihinden itibaren TCMB gerek gördüğü günlerde döviz satım ihaleleri yoluyla piyasaya döviz likiditesi sağlamaya başlamıştır. Diğer taraftan, 9 Ağustos 2011'de Döviz ve Efektif Piyasaları Döviz Depo Piyasasında bankalara tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde TCMB'den alabilecekleri döviz



depolarının faiz oranları ABD doları için %5,5'den %4,5'e ve euro için %6,5'den %5,5'e indirilmiştir.

Ayrıca zorunlu karşılıklara ROM ile makro-ihtiyati bir boyut getirilmiştir. Gerek bankacılık sisteminin TL likidite ihtiyacının daha kalıcı bir yöntemle ve daha düşük bir maliyetle karşılanması, gerek döviz rezervlerinin desteklenerek zamanında, kontrollü ve etkili bir şekilde kullanılması amaçlarıyla, 16 Eylül 2011 tarihinden itibaren, TL yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların %10'una kadarının YP cinsinden tesis edilebilmesi imkânı getirilmiş ve söz konusu oran 30 Eylül 2011 tarihinden itibaren %20'ye, 28 Ekim 2011 tarihinden itibaren ise %40'a çıkarılmıştır. Bunlara ek olarak, altın rezervlerini güçlendirmek ve bankalara likidite yönetimlerinde daha fazla esneklik sağlamak amacıyla, 28 Ekim 2011 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere de TL yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların %10'una kadar olan kısmının da standart altın cinsinden tutulabilmesi imkânı sağlanmıştır.

Diğer taraftan, son yıllarda hızlı artış gösteren altın depo hesapları 14 Ekim 2011 tarihinden itibaren zorunlu karşılığa tabi hale getirilmiştir. 2011 yılında altın rezervlerimizin güçlendirilmesi ve bankalara likidite yönetimlerinde daha fazla esneklik sağlamak amacıyla, kıymetli maden depo hesapları için tutulması gereken zorunlu karşılıkların tamamına kadar olan kısmı ile kıymetli maden depo hesapları hariç YP yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların %10'una kadar olan kısmının TCMB nezdinde standart altın cinsinden tutulabilmesine imkan sağlanmıştır.

Ekim ayına gelindiğinde enflasyon dinamiklerine dair iki önemli gelişme ortaya çıkmıştır. İlk olarak, küresel risk iştahının bozulması ve Euro bölgesindeki sorunların derinleşmesiyle TL'nin değer kaybı arzu edilenin üzerine çıkmıştır. İkinci olarak ise yılın son çeyreğinde yönetilen/yönlendirilen ürünlere (tütün ve enerji kalemleri) yapılan zamlar öngörülenin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler işlenmemiş gıda fiyatlarındaki keskin artışlarla birleşince enflasyonda hızlı bir yükseliş ortaya çıkmıştır. TCMB, enflasyondaki yükselişin fiyatlama davranışlarında bir bozulmaya neden olmasını engellemek, enflasyon beklentilerini kontrol altına almak ve orta vadeli enflasyon risklerini dengelemek amacıyla Ekim 2011'de güçlü bir parasal sıkılaştırmaya gitmiştir. Borç verme

faizleri önemli ölçüde artırılarak faiz koridoru yukarı doğru genişletilmiştir (Kara, 2012a: 28).

Yukarıda belirtildiği üzere, TCMB'nin ilgili dönemde sıkı bir para politikası duruşu sergilediği ve likidite koşullarını sıkılaştırdığı görülmektedir. Şöyle ki, TL'deki değer kaybı ve enflasyon görünümündeki bozulma nedeniyle 20 Ekim 2011 tarihli PPP toplantısında gecelik borç verme faiz oranı 350 baz puan artırılarak %9'dan %12,5'e yükseltilmiş ve faiz koridoru yukarı yönde genişletilmiştir. TCMB, piyasaya yapılan fonlamayı ayarlayarak gecelik faiz oranlarının politika faizinin üzerinde oluşmasına izin vermiştir. İstenilen sıkılaştırmayı sağlayabilmek amacı ile haftalık repo faiz oranından yapılan bir hafta vadeli açık piyasa işlemleri fonlama miktarı düşürülerek, bankaların fon ihtiyaçlarını genişletilmiş bant içinde daha yüksek maliyetli kaynaklardan karşılamaları sağlanmıştır.

Bir önceki bölümde değinildiği üzere, likidite politikası çerçevesinde gecelik piyasada oluşan faiz oranları, faiz politikasında değişikliğe gidilmeden; yani politika faizi olan haftalık repo faizleri değiştirilmeksizin, ekonomik ve finansal gelişmelerin seyrine göre ayarlanabilmektedir. Ekim 2011 dönemine kadar TCMB'nin piyasayı sadece bir hafta vadeli repo ile fonladığı görülmektedir. Ekim ayına kadar TCMB ortalama fonlama faizi bir haftalık repo faizi ile aynı düzeydedir. Bu dönemden itibaren ise TCMB bir haftalık vadede miktar ihalesi ile düşük maliyetten yapılan fonlamayı azaltmış, faiz koridorunu yukarı doğru genişleterek fonlamanın bir kısmını daha yüksek maliyetli likidite araçları ile yapmaya başlamıştır. Böylece kısa vadeli piyasa faizlerinde de belirgin bir yükseliş gözlenmiştir. Diğer yandan, parasal sıkılaştırma sonucu gecelik faiz oranlarındaki artışın likidite koşullarında arzu edilmeyen bir sıkılaşmaya ve kredilerde ani bir duruşa yol açmasını riskini önlemek için zorunlu karşılıklarda bir miktar indirimle gidilmiştir.

Özetle TCMB, geçici fiyat hareketlerinin beklentiler üzerinden enflasyon görünümünü bozmasına engel olmak amacıyla gerekli gördüğü günlerde ek parasal sıkılaştırmaya (additional monetary tightening (EPS)) gitmiştir. EPS yapılan günlerde piyasaya miktar ihalesi yöntemiyle politika faizinden yapılan fonlama miktarı azaltılarak, faizlerin koridorun üst seviyelerine yakın oluşması sağlanmıştır. Nitekim 2011 Ağustos ayından itibaren küresel risk iştahının bozulması neticesinde TL'nin değer kaybetmesi

nedeniyle, kısa vadede enflasyondaki yükselişin öngörülenden daha hızlı olacağı anlaşılmıştır. Bu nedenle PPK, Ekim ayında borç verme faizlerini önemli ölçüde artırarak faiz koridorunu yukarı doğru genişletmiştir. Nitekim, piyasaya yapılan fonlama koridorun üst bandından likidite kullanılacak şekilde ayarlanarak, para piyasasındaki gecelik faiz oranlarının politika faizinden daha yüksekte oluşmasına izin verilmiştir.

Ayrıca, bankalararası döviz piyasasında döviz likiditesi akışkanlığını artırmak amacıyla TCMB, 10 Kasım 2011 tarihinde Döviz Depo Piyasası'nda aracılık işlemlerine yeniden başlamış ve 2 Ocak 2012 tarihinde döviz depolarının vadesi bir haftadan bir aya yükseltilmiştir. Buna ek olarak, bankaların likidite yönetimlerini kolaylaştırmak ve toplam fonlama maliyetlerini öngörebilmelerine yardımcı olmak amacıyla Kasım ayında repo ihalelerine ilişkin düzenleme yapılmış ve 27 Aralık 2011 tarihinden itibaren her hafta cuma günü geleneksel yöntemle gerçekleştirilecek bir ay vadeli repo ihalesi düzenlenmeye başlanmıştır. Böylece bankalara likidite yönetimlerinde daha fazla esneklik sağlanmıştır. Ayrıca, 30 Aralık 2011 tarihlerinde, piyasa derinliğinin kaybolmasına bağlı olarak kurlarda sağlıklı fiyat oluşumları gözlemlendiğinden piyasaya satım yönünde doğrudan müdahale edilmiştir.

#### **4.1.3. 2012 Yılında Para Politikası Gelişmeleri<sup>50</sup>**

2012 yılının başlarından itibaren küresel risk iştahının kademeli olarak iyileşme eğilimine girmesi, ekonomideki dengelenme sürecinin belirginleşmesi ve yılın ikinci yarısında enflasyonun kontrol altına alınmasıyla para politikası aşamalı olarak daha destekleyici bir konuma getirilmiştir. Bu kapsamda, yıl ortasından itibaren piyasaya verilen likidite artırılarak kısa vadeli faizlerin koridorun alt sınırına yakın seyretmesi sağlanmıştır.

TCMB, 2012 yılının ilk çeyreğinde küresel risk algılamalarındaki olumlu seyre karşın maliyet unsurlarına dair yukarı yönlü risklerin canlılığını koruması nedeniyle temkinli bir para politikası izlemiştir. Küresel ölçekte alınan parasal genişlemeye ilişkin kararlar göz önüne alınarak, 21 Şubat 2012 tarihinde faiz koridorunun üst sınırı %12,5'ten %11,5'e indirilerek 100 baz puan düşürülmüştür. Böylece Euro bölgesi borç krizini

---

<sup>50</sup> 2012 yılında para politikası gelişmeleri, ilgili yıla ait TCMB tarafından hazırlanan Yıllık Rapor'dan özetlenmiştir. (TCMB, 2013e). 2012 yılı TCMB PPK toplantı kararlarına ilişkin detaylı bilgiler için, Ek 3'e bakınız.

çözmek için alınan parasal genişlemeye ilişkin kararlar karşısında sermaye girişlerinin aniden durmasına dair daha düşük beklentiler sonucunda faiz koridoru çok az daraltılmıştır.

Öte yandan, petrol fiyatları ve diğer maliyet unsurlarında gözlenen artışların enflasyon beklentilerini bozmasını engellemek amacıyla, 23-29 Mart 2012 tarihleri arasında ek parasal sıkılaştırmaya gidilmiştir. TCMB, yılın ikinci çeyreğinde enflasyondaki geçici artışların enflasyon görünümünü bozmasını engellemek amacıyla EPS'nin daha sık uygulanabileceğini vurgulamıştır. Bu doğrultuda 11-17 Nisan, 4-11 Mayıs, 21-25 Mayıs, 31 Mayıs-4 Haziran dönemlerinde de EPS uygulanmıştır. Uygulanan bu parasal sıkılaştırmalar döviz kurundaki aşırı oynaklığın giderilmesine katkıda bulunarak fiyat istikrarını ve finansal istikrarı destekleyici bir işlev görmüştür.

TL yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların altın olarak tesis edilebilecek kısmı Mart ayında %10'dan %20'ye, Haziran ayında %25'e ve Ağustos ayında %30'a yükseltilmiştir. Finansal istikrarı desteklemek amacıyla döviz rezerv opsiyonu imkânı da Mayıs ayında bir miktar artırılarak %40'tan %45'e çıkarılmıştır. Söz konusu imkân Haziran, Temmuz ve Ağustos aylarında 5'er puanlık artışlarla %60'a yükseltilmiştir. Öte yandan, Türk lirası zorunlu karşılıkların TL veya döviz cinsinden tesis edilmesindeki maliyet farkının azaltılması amacıyla, ilave imkânlar için ROK uygulamasına başlanmıştır.

2012 yılı Haziran ayından itibaren Euro Bölgesi'nde alınan istikrar önlemleri sonucunda, küresel risk iştahı artmaya başlamış ve GOÜ'lere olduğu gibi Türkiye'ye de sermaye akımları hız kazanmıştır. Ayrıca, cari dengeye ve büyümenin kompozisyonuna ilişkin açıklanan verilerin ekonomideki dengelenme sürecinin güçlendiğine işaret etmesi Türkiye'ye yönelik risk algılamalarını olumlu etkilemiştir. Bu dönemde yurt içi talebin enflasyona düşüş yönünde verdiği katkı belirginleşmiş ve enflasyon düşmeye başlamıştır. Bütün bu gelişmeler sonucunda TCMB, Haziran ayından itibaren piyasaya verdiği likiditeyi artırarak ortalama fonlama maliyetini kademeli olarak azaltmış ve böylece para piyasasındaki gecelik faiz oranları önemli ölçüde düşmüştür.

PPK Eylül ayından itibaren küresel finansal sisteme dair risklerin azalmasını göz önüne alarak ve kredi piyasasını desteklemek amacıyla, gecelik borç verme faiz oranını Eylül ayında 150 baz puan düşüşle %10'a, Ekim ayında %9,5'e, Kasım ayında ise %9'a düşürmüştür. Başka bir ifadeyle, TCMB yılın üçüncü çeyreğinde gelişmiş ülke merkez bankalarının ek parasal genişlemeye gitmesinin sermaye akımlarını hızlandırma potansiyeli taşımasından ötürü, gecelik borç verme faiz oranını Eylül ve Ekim ayında sırasıyla 150 ve 50 baz puan indirerek faiz koridorunu daraltılmıştır. Türkiye'ye yönelik risk algılamalarındaki iyileşme, ROM'un aktif olarak uygulanması ve ticari kredilerdeki ılımlı seyir, faiz koridorunun üst sınırının ölçülü oranda indirilmesine olanak tanımıştır. Bu gelişmeler çerçevesinde TCMB piyasayı ağırlıklı olarak miktar ihalesiyle gerçekleştirilen bir hafta vadeli repo ve geleneksel ihale yöntemiyle düzenlenen aylık repo ile fonlamaya devam ederek ortalama fonlama faizinin politika faizine yakın seviyede seyretmesini sağlamıştır.

Kısacası, finansal istikrara katkı sağlamak amacıyla, olumlu enflasyon görünümüne paralel olarak TCMB, 2012 yılı Eylül ayından bu yana faiz koridorunun üst bandını düşürerek faiz koridorunu daraltmaya başlamıştır. Ayrıca finansal istikrara katkı amacıyla 18 Aralık 2012 tarihinde politika faiz oranında 25 baz puanlık ölçülü bir indirimle gidilerek politika faiz oranı %5,50 seviyesinde belirlenmiştir. Sonuç olarak yılın son çeyreğinde küresel risk iştahındaki artış, enflasyon görünümündeki iyileşme ve ekonomideki dengelenme sürecinin belirginleşmesine karşın, küresel ekonomiye dair belirsizliklerin sürmesi nedeniyle, TCMB'nin makro finansal riskleri de gözeterek esnek para politikası uygulamalarına devam ettiği görülmüştür.

Bunun yanı sıra, Aralık ayında yabancı para zorunlu karşılık oranları 1 yıl ve daha uzun vadeli mevduat ile 3 yıldan uzun vadeli diğer yükümlülükler haricinde kalan vadeler için 0,5 puan artırılmıştır. 25 Aralık 2012 tarihi itibarıyla Döviz ve Efektif Piyasaları Döviz Depo Piyasasında bankalara tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde ABD doları ve euro cinsinden TCMB'den alabilecekleri döviz depolarının vadesi bir aydan bir haftaya düşürülmüş, döviz depo faiz oranları, ABD doları ve euro için %10'a yükseltilmiştir.

#### 4.1.4. 2013 Yılında Para Politikası Gelişmeleri<sup>51</sup>

2012 yılının sonlarından itibaren sermaye girişlerindeki güçlenme, kredilerde gözlenen canlanma ve TL üzerinde oluşan değerlenme baskısı TCMB'nin yeniden makro finansal risklere odaklanmasına neden olmuştur. Böyle bir konjonktürde bir yandan faiz oranlarının düşük tutulmasının diğer yandan makro ihtiyati tedbirlere devam edilmesinin yerinde olacağı düşüncesiyle, 2013 yılının ilk yarısında kısa vadeli faiz oranları indirilirken zorunlu karşılıklara ilişkin sıkılaştırıcı yönde ölçülü adımlar atılmıştır.

2013 yılı başlarında güçlü seyreden sermaye akımlarına karşın 22 Ocak ve 19 Şubat tarihli PPK toplantılarında koridorun alt ve üst bandı 25'er baz puan aşağı çekilerek sırasıyla %4,50 ve %8,50 olarak ilan edilmiş, politika faizi olan bir haftalık repo ihale faiz oranı ise %5,5 düzeyinde sabit bırakılmıştır. Ayrıca, ROM'un otomatik dengeleyici özelliği sayesinde geniş faiz koridoruna duyulan ihtiyacın azalması sebebiyle 26 Mart tarihli PPK kararıyla borç verme faiz oranı 100 baz puan indirilerek %7,5'e düşürülmüştür. Diğer GOÜ'lerde politika faiz oranlarındaki indirimlerin devam etmesi ve Türkiye'ye sermaye akımlarının ivmelenme eğilimi göstermesi sebebiyle, Nisan ayında finansal istikrara dair riskleri dengelemek amacıyla politika faiz oranı, gecelik borç verme ve borç alma faiz oranları 50'şer baz puan indirilmiştir. 16 Nisan'daki PPK kararıyla bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %5'e, borç verme faiz oranı %7'ye, borçlanma faiz oranı ise %4'e düşürülmüştür.

16 Mayıs 2013 tarihli PPK toplantısında, politika faizi ile gecelik borç verme ve borç alma faiz oranları 50'şer baz puan indirilmiştir. Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %4,5, borçlanma ve borç verme faizleri ise sırasıyla %3,5 ve %6,5 olarak belirlenmiştir. Aynı dönemde zorunlu karşılık oranlarında da değişiklikler yapılmıştır.

2013 yılında Mayıs ayına kadar olan dönemde, küresel ekonomiye dair belirsizliklerin sürmesi nedeniyle, TCMB makro finansal riskleri de gözeterek esnek para politikası uygulamalarına devam etmiştir. Bu dönemde güçlü sermaye akımlarının etkisiyle kredi büyümesinin öngörülenden daha hızlı bir seyir izlemesi sebebiyle, finansal istikrara

<sup>51</sup> 2013 yılında para politikası gelişmeleri, ilgili yıla ait TCMB tarafından hazırlanan Yıllık Rapor'dan özetlenmiştir. (TCMB, 2014b). 2013 yılı TCMB PPK toplantı kararlarına ilişkin detaylı bilgiler için, Ek 4'e bakınız.

dair riskleri dengelemek amacıyla, bir yandan kısa vadeli faiz oranları düşük tutulmuş, diğer yandan döviz rezervlerini artırıcı yönde makro ihtiyati tedbirlere devam edilmiştir. Bu politika duruşu sayesinde, bir taraftan reel döviz kurundaki değerlenme baskısı kontrol altına alınırken, diğer taraftan iç ve dış talep arasındaki dengelenme sürecinin devam etmesi sağlanmıştır.

Öte yandan, Mayıs ayı sonundan itibaren ise küresel para politikalarına ilişkin belirsizliklerin artmasının etkisiyle küresel risk iştahı azalmış, GOÜ'lerden ve Türkiye'den sermaye çıkışları gerçekleşmiş ve döviz kurlarında aşırı oynaklık gözlenmiştir. Bu dönemde küresel para politikalarına dair yaşanan gelişmeler finans piyasalarındaki hareketlerin temel belirleyicisi olmuştur. Küresel ölçekte neredeyse tüm finansal varlıklarda yeniden fiyatlama yaşanmış ve GOÜ'lere yönelik portföy akımlarında çıkışlar gözlenmiştir. Bu süreçte TCMB, 1 haftalık repo faiz oranı, faiz koridoru, TL ve YP likidite politikaları ve zorunlu karşılık araçların aktif bir şekilde kullanarak, küresel ekonomik oynaklığın Türkiye ekonomisine olan olumsuz etkilerini sınırlamaya ve enflasyon görünümünde yaşanan bozulmayı gidermeye yönelik politikalar uygulamıştır.

Mayıs ayının sonlarından itibaren yaşanan gelişmeler para politikası duruşunun değiştirilmesini gerektirmiştir. Küresel para politikalarına dair artan belirsizliklerin hızlı sermaye çıkışlarına, TL'de aşırı değer kaybına ve finansal piyasalarda dalgalanmalara yol açması üzerine, TCMB piyasaya verdiği likiditenin kompozisyonunu değiştirerek likidite politikasını sıkılaştırmıştır.

Yukarıda açıklandığı üzere, 2013 yılı Mayıs ayından itibaren küresel düzeyde para politikalarına ilişkin artan belirsizlik karşısında TCMB, gerek enflasyon göstergelerini gerekse küresel belirsizliklerin yarattığı makro finansal riskleri gözeterek temkinli bir para politikası uygulamış ve likidite politikasını sıkılaştırmıştır. Bu doğrultuda, hedefin üzerinde seyreden enflasyon göstergelerinin fiyatlama davranışları üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamak amacıyla ek parasal sıkılaştırmalara devam edilmiştir. Ayrıca, etkin likidite yönetimi ile kısa vadeli faizlerin koridorun üst sınırına yakın gerçekleşmesi sağlanmıştır. Böylece, enflasyon beklentilerinde gözlenen artıştan daha güçlü ve önden yüklemeli bir parasal sıkılaştırma gerçekleştirilmiştir. Bu doğrultuda TCMB, Haziran ayından itibaren piyasayı ihtiyacının altında fonlamış ve Haziran ayında toplam dört gün

EPS uygulanmıştır. Ayrıca, EPS yapılan günlerde hem döviz satım ihalesi düzenlenmemesi hem de bankalara piyasa yapıcı imkânı üzerinden fonlama yapılmamasına karar verilmiştir.

PPK, enflasyon görünümü orta vadeli hedeflerle uyumlu olana kadar para politikasının temkinli duruşunun korunacağını belirterek, gerektiğinde ek parasal sıkılaştırmaya gidilebileceğini ifade etmiştir. Yılın üçüncü çeyreğinde, küresel belirsizliklerin, TL'deki değer kaybı ve yüksek seyreden enflasyonun genel fiyatlama davranışlarını bozmasını engellemek amacıyla, 23 Temmuz 2013 tarihli toplantıda faiz koridorunun üst sınırının 75 baz puan artırılmasına karar verilmiştir. Böylece borç verme faiz oranı %6,5'ten %7,25'e yükseltilmiştir. Ek parasal sıkılaştırmanın etkinliğini artırmak amacıyla 20 Ağustos 2013 tarihinde gecelik borç verme faiz oranı %7,25'ten %7,75'e yükseltilerek faiz koridoru yukarı yönlü genişletilmiştir. Ayrıca, sıkılaştırıcı likidite yönetimi ile kısa vadeli faizlerin koridorun üst sınırına yakın gerçekleşmesi sağlanmıştır. Böylece, enflasyon beklentilerinde gözlenen artıştan daha güçlü ve önden yüklemeli bir parasal sıkılaştırma gerçekleştirilmiştir.

Ağustos ayından itibaren ise küresel para politikalarına dair belirsizliklerin yurt içine yansımalarının sınırlandırılması açısından TL likidite politikasındaki öngörülebilirliğin artırılmasına karar verilmiştir. Bu amaçla faiz belirsizliğini azaltma yönünde bir strateji benimsenerek, küresel faiz oranları ile yurt içi faiz oranları arasındaki ilişkinin büyük ölçüde zayıfladığı ve piyasa faizlerinin daha çok yurt içi makroekonomik gelişmelere duyarlı hale geldiği bir çerçeve oluşturulmuştur.

2013 yılının son çeyreğinde, ağırlıklı olarak gıda enflasyonunun beklenenden yüksek seyretmesine ve döviz kurundaki oynaklığa bağlı olarak enflasyon Ekim ayında sunulan tahminlerin üzerinde gerçekleşmiştir. Enflasyondaki bu seyrin fiyatlama davranışlarını bozmaması amacı ile para politikasındaki temkinli duruş güçlendirilmiştir. Bu kapsamda, 1 ay vadeli repo ihalelerine son verilmiş, ortalama fonlama faizinin %6,75 seviyesinin üzerinde seyretmesi sağlanmış, BIST Bankalararası Repo Piyasası'ndaki gecelik faiz oranları %7,75 düzeyine yakın oluşacak şekilde bir likidite politikası izlenmiştir.



#### 4.1.5. 2014 Yılında Para Politikası Gelişmeleri<sup>52</sup>

2013 yılı Mayıs ayı sonrası dönemde TL’de yaşanan belirgin değer kaybı enflasyonu ve enflasyon beklentilerini olumsuz etkilemiştir. TCMB’nin enflasyon beklentileri ve fiyatlama davranışlarındaki bozulmayı sınırlamak için, 2014 yılının başından itibaren para politikasında sıkı bir duruş sergilediği görülmüştür.

PPK, Ocak ayında güçlü ve önden yüklemeli bir parasal sıkılaştırma yapmaya ve operasyonel çerçeveyi sadeleştirmeye karar vermiştir. 28 Ocak 2014 tarihinde gerçekleştirilen söz konusu sıkılaştırma ile enflasyon görünümündeki bozulmanın kontrol altına alınması ve finansal istikrarın desteklenmesi amaçlanmıştır. Operasyonel çerçevenin sadeleştirilmesi bağlamında TCMB fonlamasının temel olarak marjinal fonlama oranı yerine bir hafta vadeli repo faiz oranından sağlanması kararı alınmış ve bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %4,5’ten %10’a çıkarılmıştır.

Yılın ikinci çeyreğinde risk primlerinin düşmesi, küresel likidite koşullarının iyileşmesi, enflasyon eğiliminin düzelmesi ve döviz kurunun enflasyon üzerindeki birikimli etkilerinin azalmaya başlamasına bağlı olarak, TCMB ölçülü oranlarda faiz indirimlerine gitmiştir. İlk olarak 24 Nisan 2014 tarihinde, geç likidite penceresi borç verme faiz oranı %15’ten %13,5’e indirilmiştir. Sonrasında, 22 Mayıs, 24 Haziran ve 17 Temmuz tarihlerinde bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı sırasıyla 50, 75 ve 50’şer baz puan düşürülmüştür.

27 Ağustos 2014 tarihinde faiz koridorunu daha simetrik hale getirmek amacıyla gecelik borç verme faizi %12’den %11,25’e ve piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkanı faiz oranı %11,5’ten %10,75’e indirilmiştir. Ocak ayındaki PPK ara toplantısında alınan para politikasının operasyonel çerçevesini sadeleştirme kararı kapsamında başlanan TCMB fonlamasının temelde bir hafta vadeli repo ihaleleriyle yapılması uygulamasına yılın üçüncü çeyreğinde de devam edildiği görülmüştür.

---

<sup>52</sup> 2014 yılında para politikası gelişmeleri, ilgili yıla ait TCMB tarafından hazırlanan Yıllık Rapor’dan özetlenmiştir. (TCMB, 2015f). 2014 yılı TCMB PPK toplantı kararlarına ilişkin detaylı bilgiler için, Ek 5’e bakınız.

Eylül ayından itibaren jeopolitik riskler ve finansal piyasalarda yaşanan oynaklık göz önünde bulundurularak, sıkı para politikasının sıkı likidite politikasıyla desteklenmesi kararlaştırılmıştır. Bu çerçevede 2014 yılının Temmuz ve Ağustos aylarında bir hafta vadeli repo ihale faizine yakın seviyelerde oluşan BIST gecelik repo faizleri, bu dönemde faiz koridorunun üst bandına yakın bir seyir izlemiştir.

TCMB, küresel para politikalarının normalleşmesi sürecinde Türkiye’de dengeli büyümenin ve sermaye akımlarının sürekliliğini desteklemek amacıyla, Döviz Depo Piyasası’nda bankalara tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde bankaların TCMB’den alabilecekleri döviz depolarının faiz oranlarını değiştirmiştir. Bankaların bir hafta vadeli olarak TCMB’den kullanabildikleri son borçlanma imkanı faizlerinin 9 Ekim 2014 tarihinden itibaren ABD doları için %10’dan %7,5’e, euro için %10’dan %6,5’e indirilmesine karar verilmiştir.

Bu çerçevede, TCMB’nin 21 Ekim 2014 tarihinde yaptığı duyuruda dengeli büyümeyi ve yurt içi tasarrufları güçlendirmek amacıyla ‘çekirdek yükümlülöklere’ ilave bir destek sağlanacağı belirtilmiştir. Finansal kuruluşların zorunlu karşılıklarının TL olarak tutulan kısmına ödenmeye başlanacak faizin bu doğrultuda bir teşvik unsuru olarak kullanılmasına karar verilmiştir. Ayrıca, bu düzenleme yoluyla bankaların TL zorunlu karşılık tutma maliyetinin TCMB para politikası faizine olan hassasiyetinin azaltılması ve dolayısıyla ROM’un otomatik dengeleyici özelliğinin güçlendirilmesi amaçlanmıştır. TCMB tarafından 21 Ekim 2014’te yapılan basın duyurusunda belirtildiğı üzere; TL zorunlu karşılıklara Kasım 2014’ten itibaren faiz ödenmektedir.

Ayrıca TCMB, bankaların Döviz ve Efektif Piyasalarındaki mevcut toplam 10,8 milyar ABD doları işlem yapma limitlerini bankaların bilanço büyüklüklerinde ve TCMB rezervlerinde görölen artışı dikkate alarak 10 Aralık 2014 tarihinden itibaren 21,62 milyar ABD dolarına yükseltmiştir.

#### 4.1.6. 2015 Yılında Para Politikası Gelişmeleri<sup>53</sup>

2015 yılında GÜ'lerde gözlenen sınırlı toparlanmaya rağmen, GOÜ'lerdeki yavaşlama ile birlikte küresel iktisadi faaliyetlerdeki zayıflama eğilimi sürmüştür. Bu dönemde, küresel para politikalarına dair belirsizlikler ve büyümeye dair aşağı yönlü riskler sonucunda finansal piyasaların oynak bir seyir izlediği görülmektedir. GÜ para politikalarının uzun bir aradan sonra 2015 yılında normalleşme sürecine gireceği beklentisi, GOÜ ekonomilerine ilişkin belirsizlikleri artıran önemli bir faktör olmuştur.

Özellikle, küresel para politikalarındaki normalleşme doğrultusunda FED'in 2015 yılı sonlarına doğru faiz artıracığına dair beklentiler; küresel risk iştahının düşük kalmasına yol açmış ve GOÜ ekonomileri üzerinde olumsuz beklentiler yaratmıştır. Nitekim yılın ikinci yarısında GOÜ piyasalarından yatırım çıkışları hızlanmış ve söz konusu ülkelerin risk primlerinde artışlar gözlenmiş, GOÜ'lere yönelik portföy akımları zayıf bir görünüm sergilemiş ve yerel para birimleri değer kaybetmiştir. GOÜ'lere yönelik risk algısının değişmesinde; FED'in para politikasına ilişkin belirsizliklerin yanı sıra, Çin ekonomisine ilişkin endişeler, emtia fiyatlarındaki aşağı yönlü eğilim de etkili olmuştur. Dolayısıyla GOÜ'lerde dış şoklara karşı dayanıklılığı artırıcı yönde alınmakta olan önlemler önem arz etmiştir.

**Grafik 24: Türkiye'deki Portföy Hareketleri\* (Birikimli, Milyar ABD Doları)**



**Not:** \*Hisse senedi ve devlet iç borçlanma senedi portföy hareketlerini kapsamaktadır.

**Kaynak:** TCMB, 2016c: 29

<sup>53</sup> 2015 yılında para politikası gelişmeleri, ilgili yıla ait TCMB tarafından hazırlanan Yıllık Rapor'dan özetlenmiştir. (TCMB, 2016c). 2015 yılı TCMB PPK toplantı kararlarına ilişkin detaylı bilgiler için, Ek 6'ya bakınız.

Bu genel küresel eğilimlerin yansımaları Türkiye ekonomisi üzerinde de ciddi bir şekilde hissedilmiştir. Küresel piyasalardaki oynaklıklarla birlikte, Türkiye'nin risk primi göstergelerinde artışlar ve TL'de değer kayıpları yaşanmıştır. Bunun sonucunda, Türkiye'ye dönük portföy hareketleri önceki yılların ortalamasından olumsuz bir şekilde farklılaşmıştır (Grafik 24).

TCMB, bu gelişmeleri dikkate alarak, 2015 yılı genelinde sıkı para politikası duruşu sergilemiştir. Bu doğrultuda ortalama fonlama faizi yıl genelinde kademeli olarak yükseltilmiştir. Likidite ihtiyacı temel olarak bir hafta vadeli TL miktar repo ihalesi ile fonlanmakla birlikte, marjinal fonlama oranından yapılan fonlamanın payı giderek artırılmıştır. Böylece bankalar arası gecelik repo faizlerinin faiz koridorunun üst bandında oluşması sağlanmıştır. Bu süreçte TCMB; 1 haftalık repo faiz oranını, faiz koridorunu, TL ve YP likidite politikalarını ve zorunlu karşılık araçlarını aktif bir şekilde kullanmıştır.

TCMB, 2015 yılında “enflasyon görünümüne karşı sıkı, döviz likiditesinde dengeleyici ve finansal istikrarı destekleyici” nitelikte bir politika duruşu ortaya koymuştur. Uygulanan bu sıkı para politikası ve makro ihtiyati tedbirler neticesinde orta vadeli enflasyon beklentilerindeki bozulma sınırlandığı ve yıllık kredi büyüme hızlarının makul düzeylerde seyrettiği görülmüştür.

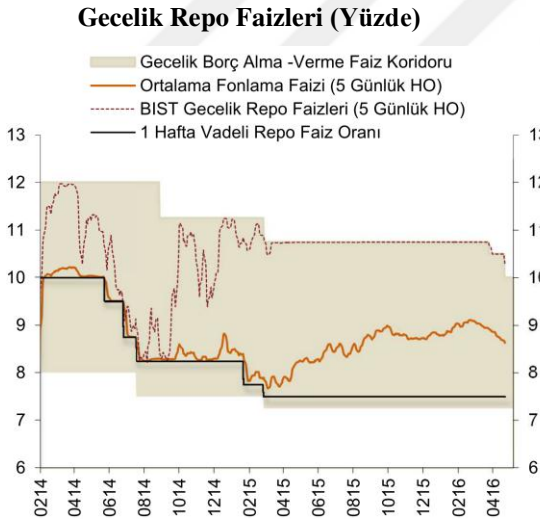
TCMB, 2015 yılının ilk çeyreğinde, çekirdek enflasyonda<sup>54</sup> gözlenen olumlu gelişmeleri dikkate alarak ölçülü faiz indirimleri yapmıştır. 20 Ocak 2015 tarihli PPK toplantısında, para politikasındaki sıkı duruş ve alınan makro ihtiyati önlemlerin enflasyonu, özellikle enerji ve gıda dışı enflasyon göstergelerini ve enflasyon beklentilerini olumlu yönde etkilediği ve başta petrol olmak üzere, düşen emtia fiyatlarının enflasyondaki düşüş sürecini desteklediği ifade edilmiştir. Bu olumlu gelişmeleri değerlendiren PPK, bir haftalık repo faizinde ölçülü bir indirim yapılmasına karar vermiş ve söz konusu oran %8,25'ten %7,75'e indirilmiştir. Ancak, eş anlı olarak likidite politikasının sıkı tutulması suretiyle temkinli bir duruş sergilenmeye devam edilmiştir.

<sup>54</sup> Çekirdek enflasyon (core inflation), enflasyonun geçici veya bir defaya mahsus etkilerden arındırılmış kalıcı kısmıdır. Dışsal etkilere (enerji fiyatları, mevsimsel koşullar, maliye politikası vs.) daha açık olan ve geçici nitelikler taşıyabilen, enerji, temel gıda maddeleri fiyatları ve dolaylı vergiler bu tür enflasyon hesaplamalarında dışlanan başlıca unsurlardır. Çekirdek enflasyon kullanımındaki amaç, fiyatlar genel seviyesindeki değişimi sürekli kılan unsurları tespit etmektir. Her ne kadar enflasyon hedefi manşet TÜFE enflasyonu üzerinden belirlense de, daha gerçekçi politika kararları alınabilmesi için çekirdek enflasyon göstergelerinin seyri de dikkate alınmaktadır (TCMB, 2015c: 2).

24 Şubat 2015 tarihli PPK toplantısında, enflasyondaki düşüşün kalıcı olması için para politikasında temkinli bir yaklaşım gerektiği belirtilmiş ve faiz oranlarındaki indirimin ölçülü tutulması uygun görülmüştür. Bu doğrultuda, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %7,75'ten %7,5'e, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %7,5'ten %7,25'e, marjinal fonlama oranı %11,25'ten %10,75'e, geç likidite borç verme faiz oranı ise %12,75'ten %12,25'e indirildi. Ayrıca açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkanı faiz oranı %10,75'ten %10,25'e indirilmiştir. Yılın geri kalanında da para politikasındaki sıkı duruş devam etmiştir. Bu kapsamda, faiz koridoru sabit tutulurken, ortalama fonlama faizi kademeli olarak yükseltilmiştir. Diğer yandan, 2015 yılında TCMB fonlaması ağırlık olarak bir hafta vadeli repo ihaleleriyle yapılmaya devam etmiş ve yıl içinde marjinal fonlamanın payı giderek artırılmıştır (Grafik 25).

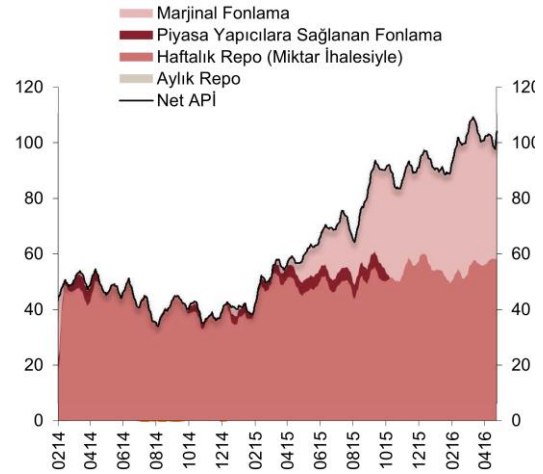
**Grafik 25. Kısa Vadeli Faizler ve TCMB Fonlaması**

**(a) TCMB Faizleri ve BIST Bankalararası**



**(b) TCMB Fonlaması**

**(2 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar TL)**



**Kaynak:** Çetinkaya, 2016: 4

TCMB, para politikası aracı ve makro ihtiyatı bir araç olarak zorunlu karşılıkları kullanmayı sürdürmektedir. 2015 yılı sonu itibarıyla TL ve YP ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranları sırasıyla %11,1 ve %12,8 olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca, 2015 yılında ROM da aktif bir şekilde kullanılmaya devam edilmiştir. Böylece ROM aracılığı ile toplam rezervlere katkı sağlanırken, aynı zamanda sermaye akımlarındaki oynaklıkların döviz

piyasası üzerindeki etkileri de sınırlandırılmıştır. Ayrıca, yurt dışı fonlama imkânlarında yaşanabilecek olası değişimlere karşı otomatik dengeleyici özelliği ile bir güvence sağlanması söz konusudur.

Döviz kuru politikası gelişmelerine baktığımızda, yılın ilk yarısında döviz kuru oynaklığında görülen artış nedeniyle döviz likiditesine dair bazı önlemler alınmıştır. 27 Şubat 2015 tarihinden itibaren döviz satım ihalesi tutarları daha esnek bir şekilde yani döviz piyasasındaki koşullara göre günlük olarak belirlenmeye başlamıştır. Aşırı oynaklık nedeniyle gerekli görülen günlerde döviz satım tutarının artırılabilmesine ilişkin karar alınmıştır.

Buna ek olarak, küresel faiz oranlarındaki gelişmeler doğrultusunda, 10 Mart ve 24 Nisan 2015 tarihlerinde bankaların TCMB'den alabilecekleri bir hafta vadeli döviz depolarının faiz oranlarında indirimle gidilmiştir. Bunun yanı sıra, 10 Mart 2015 tarihinde bankacılık sisteminin geçici döviz likiditesi ihtiyacının karşılanması ve TL cinsi aracılık maliyetlerinin azaltılması amacıyla rezerv opsiyonu katsayılarında teknik ayarlamalar yapılmıştır. Öte yandan, küresel faiz oranlarındaki gelişmeler doğrultusunda bankaların TCMB'den alabilecekleri bir hafta vadeli döviz depolarının faiz oranlarında çeşitli tarihlerde değişiklikler yapılmıştır.

TL olarak tesis edilen zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasında 2015 yılından itibaren çekirdek yükümlülükleri teşvik edici yönde, mevduat ve öz kaynak toplamının açılan kredilere oranı sektör ortalamasından daha yüksek olan kuruluşlara kendi durumlarını bozmadıkları sürece daha yüksek oranda faiz ödenmiştir. Bu doğrultuda, bankacılık sektörünün aracılık maliyetlerini azaltmak ve çekirdek yükümlülüklerle ilave bir destek sağlamak amacıyla TL cinsinden zorunlu karşılıklara ödenen faizler Eylül, Ekim ve Aralık aylarında 50 baz puan artırılmıştır.

Kur ve sermaye hareketleri ile piyasanın döviz likidite ihtiyacı göz önünde bulundurularak, 5 Mayıs 2015 tarihinde banka ve finansman şirketlerinin YP kaynak maliyetlerinin düşürülmesi amacıyla, TCMB nezdinde ABD doları cinsinden tutulan zorunlu karşılıklara, ROM kapsamında tesis edilen dövizlere ve serbest hesaplara da faiz ödenmeye başlanmıştır. Uygulamada kullanılacak faiz oranı, FED politika faiz aralığının

üst bandına yakın seviyelerde olmak üzere günlük olarak belirlenmektedir. Aralık 2015’te FED faiz oranlarında normalleşmenin başlamasıyla da dolar zorunlu karşılıklara uygulanan faiz oranlarında düzenleme yapılmıştır. Benzer şekilde, bankaların yurt dışı şubelerinin zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerinin kapsamı, 29 Mayıs 2015 tarihinden sonra oluşan yeni yükümlülükler için genişletilmiş, böylece bankaların yurt dışı şubelerinin de borçlanmalarında uzun vadeyi tercih etmeleri teşvik edilmiştir.

GÜ para politikalarının uzun bir aradan sonra 2015 yılında normalleşme sürecine gireceği beklentisi ve özellikle FED’in faiz artırımına dair belirsizlikler; GOÜ ekonomileri üzerinde olumsuz beklentiler yaratmıştır. TCMB, küresel ekonomik gelişmelerle ilgili beklentileri dikkate alarak yıl içinde bazı ilave tedbirler almıştır. Şöyle ki TCMB, 18 Ağustos 2015 tarihinde paylaştığı ‘yol haritası’ ile küresel para politikaları kaynaklı belirsizliklerin Türkiye ekonomisi üzerindeki olumsuz etkilerini azaltacak ve ekonominin küresel şoklara karşı dayanıklılığını artıracak bir dizi önlem açıklamıştır. Yol haritasında küresel para politikalarının normalleşmeye başlamasından önce ve sonra uygulanabilecek politikalar kamuoyuna açıklanmıştır. Ayrıca, ilgili duyuruda TL likiditesi, döviz likiditesi ve finansal istikrara yönelik politikalara yer verilmiştir. Buna göre;

1. Faiz ve TL likiditesi politikalarında sadeleşmeye gidilerek piyasa yapıcı bankalara tanınan borçlanma imkânı faiz oranının kaldırılacağı ve teminat koşullarının sadeleştirileceği duyurulmuştur.
2. Küresel para politikalarında yaşanacak normalleşmeyi takiben, faiz koridorunun daraltılacağı ve bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı etrafında daha simetrik bir hale getirileceği açıklanmıştır.
3. Küresel para politikalarının normalleşmesi öncesinde ve sırasında döviz likiditesi politikasında esneklik artırıcı tedbirler alınacağı ve finansal istikrarı desteklemek adına, çekirdek yükümlülükler ve uzun vadeli borçlanmayı teşvik edici yönde ilave adımlar atılacağı ifade edilmiştir.

Tablo 8’de yol haritasında belirtilen politikalar; faiz ve TL likiditesi, döviz likiditesi ve finansal istikrara yönelik politikalar olmak üzere üç başlıkta sunulmuştur. Tabloda ilk iki sütunda politika kararları son sütunda ise bu değişikliklerin zamanlaması konusunda bilgiler verilmiştir.

**Tablo 8: Türk Lirası Likidite Yönetimi Çerçevesi ve Sadeleşme Adımları**

| <b>• FAİZ VE TÜRK LİRASİ LİKİDİTE YÖNETİMİ ÇERÇEVESİ VE SADELEŞME ADIMLARI</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                                    |
|--------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------|
| <b>Faiz Koridoru</b>                                                           | Faiz koridoru bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı etrafında daha simetrik bir hale getirilecek ve daraltılacaktır.                                                                                                                                                                                                           | Normalleşme Sürecinde              |
| <b>Fonlama</b>                                                                 | Hali hazırda piyasa yapıcısı bankalara sağlanan toplam fonlama imkânı, piyasa yapıcı bankaların TCMB'den sağladıkları fonlamanın maliyetini değiştirmeyecek şekilde, haftalık vadeli miktar repo ihalesi limit hesaplarına eklenecektir. Böylece piyasa yapıcısı bankalara tanınan borçlanma imkânı faiz oranı kaldırılacaktır. | Normalleşme Öncesinde              |
| <b>Teminat Koşulları</b>                                                       | Teminat koşulları sadeleştirilecektir.                                                                                                                                                                                                                                                                                          | Normalleşme Öncesinde ve Sürecinde |
| <b>• DÖVİZ LİKİDİTESİ ÖNLEMLERİ</b>                                            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                                    |
| <b>Esnek Döviz Satım İhaleleri</b>                                             | Döviz kuru oynaklığını azaltmak amacıyla döviz satım ihalelerinin esnekliği artırılacaktır.                                                                                                                                                                                                                                     | Normalleşme Öncesinde              |
| <b>Rezerv Opsiyonları</b>                                                      | TL zorunlu karşılıklara ödenen kısmi faizin yükseltilmesi veya ROK düzenlemeleri ile finansal sisteme döviz likiditesi sağlanacaktır.                                                                                                                                                                                           | Normalleşme Öncesinde ve Sürecinde |
| <b>Döviz Depo Piyasası Tedbirleri</b>                                          | Döviz depo limitleri artırılacaktır. Yapılacak düzenlemeler ile finansal sistemin TCMB nezdinde erişebileceği (ROM'daki mevcut döviz miktarı ve döviz depo imkânının toplamı şeklinde olan) döviz likiditesi, bankaların gelecek bir yıldaki yurt dışı ödemelerini fazlasıyla karşılayacak seviyede belirlenecektir.            | Normalleşme Öncesinde              |
| <b>• FİNANSAL İSTİKRARI DESTEKLEYİCİ ÖNLEMLER</b>                              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                                    |
| <b>Yabancı Para Çekirdek Dışı Yükümlülüklerin Vadelerinin Uzatılması</b>       | Bankaların mevcut stoklar üzerindeki maliyet yükünü artırmadan, sadece yeni YP çekirdek dışı yükümlülükleri için zorunlu karşılık oranları üç yıldan uzun vadeyi teşvik edecek şekilde belirlenecektir.                                                                                                                         | Normalleşme Öncesinde              |
| <b>Türk Lirası Cinsi Çekirdek Yükümlülüklerin Desteklenmesi</b>                | Gerekli görülmesi durumunda, önümüzdeki dönemde bankacılık sektörünün aracılık maliyetini azaltmak ve çekirdek yükümlülükleri desteklemek için TL zorunlu karşılıklara ödenen kısmi faiz gözden geçirilebilecektir.                                                                                                             | Normalleşme Öncesinde ve Sürecinde |
| <b>Yabancı Para Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödenmesi</b>                         | ABD doları cinsinden tutulan zorunlu karşılıklara, rezerv opsiyonlarına ve serbest hesaplara ödenen faiz oranı FED politika faiz aralığının üst bandına yakın seviyelerde tutulabilecektir.                                                                                                                                     | Normalleşme Öncesinde ve Sürecinde |

**Kaynak:** Başçı, 2015b: 14-16

TL cinsinden zorunlu karşılıklara çekirdek yükümlülükleri teşvik edecek şekilde ödenmekte olan faiz oranının artırılmasının yanı sıra, bankaların ve finansman şirketlerinin YP cinsinden yükümlülükleri için uygulanan zorunlu karşılık oranları, çekirdek dışı yükümlülüklerde vadenin uzamasını teşvik edici yönde değişiklikler yapılmıştır.



Çekirdek fonlamayı daha avantajlı hale getiren ve yurt dışı yükümlülüklerin vadelerini uzatmayı teşvik eden düzenlemeler sayesinde, bankaların kısa vadeli dış borçlarının azaldığı ve ılımlı kredi büyümesi ile birlikte kredi/mevduat oranının iyileşmesine katkı sağlandığı görülmüştür. TL zorunlu karşılıklara ödenen faizlerde ve YP zorunlu karşılık oranlarında çekirdek yükümlülükleri destekleyici ve çekirdek olmayan yükümlülüklerde vade uzatımını teşvik edici değişiklikler sonucu YP yükümlülüklerin vadesi uzarken, kredi/mevduat oranındaki artış eğilimi durmuştur (TCMB, 2016d: 4).

Döviz likiditesinin desteklenmesi amacıyla bankaların TCMB nezdindeki döviz ve efektif piyasalarında işlem yapma limitleri 1 Eylül 2015 tarihinden itibaren, yaklaşık %130 oranında artırılarak 50 milyar ABD dolarına yükseltilmiştir.

Açıklanan yol haritasını takiben, TL likiditesine ilişkin 23 Eylül 2015 tarihinden itibaren piyasa yapıcı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkânı faiz oranı uygulaması kaldırılmıştır. Piyasa yapıcılığı sisteminin, bu bankaların TCMB'den sağladıkları fonlama maliyeti değişmeyecek şekilde 1 hafta vadeli TL miktar ihalesi teklif limitlerinde avantaj sağlanması yoluyla desteklenmesi uygulamasına başlanmıştır. TL işlemleri için teminata döviz depo getirilmesi imkânı hatırlatılmış ve bu imkanın kullanımıyla ilgili basitleştirilen yeni kurallar ilan edilmiştir. Ayrıca, 28 Eylül 2015 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere, TL işlemlerinin teminat koşullarında sadeleşmeye gidilerek bankaların likidite yönetimi etkinleştirilmiştir.

Yol haritasının açıklanmasını takip eden dönemde, döviz depolarının teminata verilmesi imkânıyla ilgili uygulama esaslarında yapılan değişikliklerin de etkisi ile bankaların kısa vadeli fonlamasında piyasa ile yapılan kur takası (swap) işlemlerinin payında bir miktar azalma gözlenmiştir. Teminat döviz depolarına ilişkin limitlerin kademeli olarak artırılmaya devam edilmesi kur takası işlemlerine duyulan ihtiyacı daha da azaltabilecektir (TCMB, 2016d: 2).

18 Ağustos'tan bu yana Türkiye'deki çeşitli finansal göstergelere bakıldığında, nispi olarak küresel şoklara karşı dayanıklılığın arttığı gözlenmektedir. TCMB'nin bu zorlu dönemden Türkiye ekonomisini en iyi şekilde çıkarma gayreti içerisinde olduğu görülmektedir.

Küresel piyasalarda yaşanan gelişmelerin Türkiye ekonomisi üzerindeki olumsuz etkilerinin sınırlandırılması önem taşımaktadır. Özellikle uygulanan para politikası ve makro ihtiyati politikalar ekonomide yaşanan dengelenme sürecine destek vermektedir. Nitekim sıkı para politikası ve finansal istikrara dair alınan tedbirlerin katkısı ve emtia fiyatlarındaki sert düşüşlerle birlikte, cari dengede son yıllarda önemli bir iyileşme yaşanması, kredi büyüme oranlarının makul düzeylerde seyretmesi ve kredi kompozisyonunun fiyat istikrarı ve finansal istikrarı destekleyici bir duruma gelmesi, ekonomik kırılganlıkları azaltan önemli gelişmelerdir. Ağustos ayında açıklanan yol haritasındaki önlemlerin etkili bir şekilde kullanılmasıyla döviz kurlarında ve kredilerde gözlenen aşırı oynaklıkların azaldığı gözlenmektedir. Uygulanmakta olan sıkı para politikası ekonominin küresel şoklara olan hassasiyetini azaltarak finansal istikrarı desteklemektedir. TCMB, küresel oynaklıklarda kalıcı bir azalma yaşanması veya dış denge ve finansal istikrar alanındaki kazanımların sürdürülmesi durumunda, sıkı para politikasının daha dar bir faiz koridoru içerisinde uygulanabileceğini belirtmektedir (TCMB, 2016d: 4).

Yol haritası çerçevesinde de makro finansal riskleri sınırlamaya ve basiretli borçlanmayı desteklemeye yönelik makro ihtiyati politikalar uygulanmaya devam edilmektedir. Küresel kriz sonrası dönemde TCMB tarafından uygulamaya konulan, geniş faiz koridoru, aktif likidite politikası ve zorunlu karşılık sisteminin bir arada kullanıldığı esnek para politikası çerçevesinin Türkiye ekonomisinin küresel şoklara karşı hassasiyetini azaltarak fiyat istikrarını ve finansal istikrarı desteklediği görülmektedir (TCMB, 2016d: 2).

#### **4.3. TCMB'nin Geleneksel Olmayan Para Politikalarından Elde Edilen Sonuçların Değerlendirilmesi**

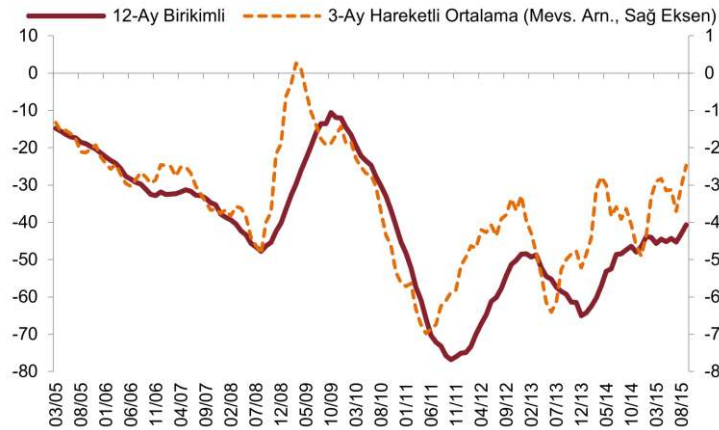
Bu kısımda TCMB'nin son dönemde uyguladığı politikaların makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri ele alınacaktır. TCMB'nin yeni politika çerçevesinin ekonomiyi yumuşak inişe geçirmede ve finansal istikrar risklerinin azaltılmasında başarılı olduğu gözlenmektedir.

#### 4.3.1. Uygulanan Politikaların Cari Denge Üzerindeki Etkisi

Yeni politika stratejisinin amaçlarından biri iç ve dış talep ayrışmasını ve buna bağlı olarak ortaya çıkan cari açığı sınırlamaktır. Makroekonomik istikrar ve sürdürülebilir büyüme için cari açığın döngüsel (cyclical) kısmının sınırlandırılması ve dış finansmanın dengeli seyretmesi önem arz etmektedir. Bu sayede sermaye akımlarındaki gözlenebilecek ani hareketler karşısında ekonominin dayanıklılığının artırılması (ani duruş (sudden-stop) riskinin azaltılması) hedeflenmiştir (Kara, 2012a: 31).

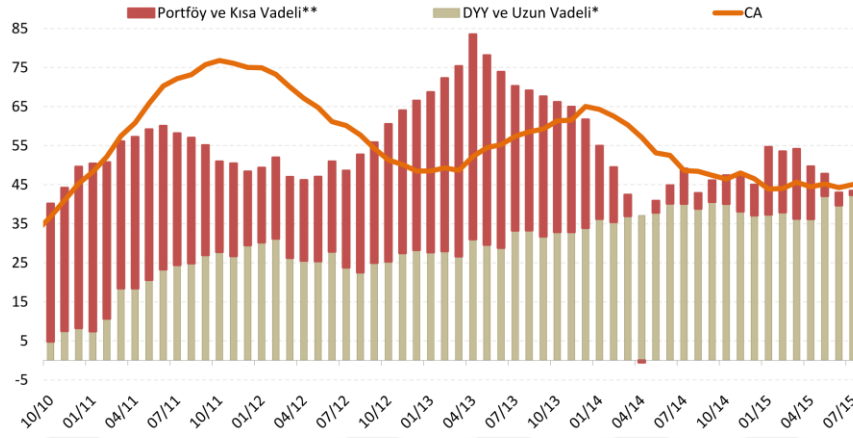
Cari işlemler açığının yüksek seviyelerde seyretmesi, sermaye hareketlerindeki oynaklıklara karşı ekonomiyi kırılgan hale getirebilmektedir. Bu durum, cari açığın finansmanın oldukça kısa vadeli ve oynak olduğu bir konjonktürde küresel risk iştahındaki ani değişimlere karşı ekonominin dayanıklılığını artırmanın gerekliliğine işaret etmektedir. Türkiye özelinde tarihsel bir perspektiften bakıldığında, sermaye akımlarındaki oynaklığın makroekonomik istikrar konusunda önemli rol oynadığı görülmektedir. Şöyle ki 1994, 2001 ve 2008 krizlerinde iktisadi faaliyetlerdeki sert daralma sermaye akımlarında ani duruşla birlikte gerçekleşmiştir. Nitekim TCMB'nin 2010 yılının sonlarından itibaren uyguladığı politikaların esas olarak bu kapsamda değerlendirilmesi gerekmektedir. 2010 yılının son çeyreği itibarıyla cari açığın finansmanının neredeyse tamamının kısa vadeli sermaye ve portföy yatırımlarıyla sağlandığı gözlenmektedir (Kara, 2012a: 12-13). Bu gözlem TCMB'yi cari dengeyi kontrol altına almaya yönelik politikalar tasarlamaya yöneltmiştir.

**Grafik 26: Cari İşlemler Dengesi (Milyar ABD doları)**



**Kaynak:** TCMB, 2015e: 6

**Grafik 27: Cari Açığın Temel Finansman Kaynakları (12-aylık birikimli, Milyar ABD Doları)**



**Not:** \*Uzun vadeli sermaye hareketleri; banka ve özel sektörün uzun vadeli net kredi kullanımları ile banka, özel sektör ve Hazine'nin tahvil ihraçlarını kapsamaktadır. \*\*Kısa vadeli sermaye hareketleri banka ve özel sektörün net kısa vadeli kredi kullanımları ve bankalardaki mevduatları kapsamaktadır.

**Kaynak:** Başçı, 2015a: 13

Ana endişelerden biri cari açığın büyüklüğü ve kısa vadeli sermaye akımları ile finanse ediliyor oluşudur. Grafik 26 ve 27'den takip edilebileceği üzere, 2010 sonlarından itibaren makro ihtiyati politikaların uygulanmasından sonra, hem cari işlemler açığı hem de finansman vadesinin önemli ölçüde iyileştiği görülmektedir. Nitekim Türkiye ekonomisi yakın tarihinde ilk kez kriz yaşamadan cari açığı kontrol altına alabilmiştir.

Grafik 26 ve 27, yeni para politikası stratejisi sonucunda cari açığın kontrol altına alındığını ve finansmanında kayda değer bir iyileşme sağlandığını ortaya koymaktadır. Mevsimsellikten arındırılmış verilere bakıldığında, cari dengenin 2010 yılının sonlarından itibaren uygulanan politikalar sayesinde kademeli bir iyileşme eğilimi sergilediği gözlenmektedir. Finansman tarafına bakıldığında da yine kayda değer bir iyileşme göze çarpmaktadır. 2010 yılının sonu itibarıyla finansmanın neredeyse tamamı kısa vadeli sermaye girişi ve portföy hareketleri ile sağlanırken, 2015 yılına gelindiğinde çok önemli bir bölümü uzun vadeli borçlanma ve doğrudan sermaye yatırımları ile karşılanmıştır. Sonuç olarak bu gözlem, ilerleyen kısımda detayları verilen kredilerdeki yavaşlama ile birlikte değerlendirildiğinde, uygulanan politikaların makro finansal risklerin sınırlandırılması anlamında oldukça etkili olduğunu ifade etmek mümkündür. İç ve dış talepteki dengelenmenin TCMB'nin planladığı ve öngördüğü şekilde seyrettiği; yumuşak inişin büyük ölçüde gerçekleştiği görülmektedir.

Cari işlemler dengesinde gözlenen belirgin iyileşme süreci 2015 yılında da kademeli olarak devam etmiştir. Emtia fiyatlarındaki düşüş, temkinli para politikası duruşunun devam etmesi ve uygulanan makro ihtiyati tedbirlerin etkisiyle tüketici kredilerinin ılımlı seyri cari işlemler dengesindeki iyileşmeyi desteklemiştir. Cari işlemler açığındaki dengelenme devam ederken çekirdek yükümlülükleri destekleyen ve dış borçlanmada uzun vadeleri teşvik eden uygulamaların sonuç vermeye başladığı görülmektedir. Küresel ekonomideki zayıf görünüm ve olumsuz jeopolitik gelişmelerin ihracat büyümesini sınırlandırması ve ılımlı yurt içi talebin ithalatı artırması yılın ilk yarısında söz konusu iyileşme sürecini yavaşlatan gelişmeler olmuştur. Ancak, yılın ikinci yarısında, bir yandan Avrupa Birliği (AB) ülkelerinin taleplerindeki görece artışın ihracatı desteklemesi, diğer yandan ithalatın gerilemeye başlaması yeniden dengelenme sürecine katkıda bulunmuştur. Böylelikle, cari işlemler dengesindeki iyileşme süreci de daha belirgin hale gelmiştir. Bu süreçte, enerji fiyatlarındaki düşüş, dış ticaret hadlerindeki olumlu gelişmeler ve tüketici kredilerinin ılımlı seyri önemli destekleyici gelişmeler olmuştur (TCMB, 2016c: 35-44).

Burada cari açığındaki iyileşmenin arkasında yatan faktörlerin neler olduğu ve bu iyileşmenin kalıcı mı yoksa geçici mi olacağı şeklinde bir soru akla gelebilir. Cari işlemler dengesindeki iyileşme hâlihazırda devam etmektedir. Alınmakta olan tedbirler ekonominin dış şoklara karşı dayanıklılığını artırmaktadır. Başçı tarafından açıklandığı üzere, cari açık trendindeki iyileşmenin arkasında yatan dört temel faktör sayılabilir. Bunlardan birincisi, kamuda uygulanmakta olan mali disiplindir. Kamunun borçlanma gereksinimi düştüğü için, oradan gelebilecek olan dış borçlanma ihtiyacı kontrollü gitmektedir. İkinci faktör, özel sektörde özellikle hane halkında sağlanan basiretli borçlanma eğilimidir. Basiretli borçlanma hane halkı için şu şekilde özetlenebilir: borcunuz mu daha hızlı artıyor yoksa geliriniz mi? 2015 yılından itibaren artık Türkiye’de hane halkının geliri borcundan daha hızlı artmaya başlamıştır. Yani borcun gelire olan oranına bakıldığında, oradaki artış durmuş ve artık kademeli bir şekilde azalma başlamıştır. 2016 yılında da gelirin borçtan daha hızlı artmaya devam edeceği düşünülmektedir. Bu da finansal istikrar açısından sağlıklı bir gelişmedir ve aynı zamanda enflasyonist etkiler açısından da gene arzu edilen bir gelişme olduğu ve cari açığa da kesinlikle olumlu yansıdığı söylenebilir. Üçüncü faktör, petrol fiyatları ve diğer emtia metal fiyatlarında gerçekten çok net ve oldukça belirgin bir düşüş olmuştur. Bu düşüşün de kalıcı olması halinde, gene bu üçüncü faktörde 2016 yılı

boyunca devam edeceğinden, cari açığı düşürücü yönde etki yapmayı sürdürecektir. Dördüncü faktör, Türkiye'nin ihracatıdır. İhracatla ilgili olarak da şu anda iyi haber Avrupa'dan gelmektedir. Türkiye ihracatçısının Avrupa'ya satışları Euro'yla ve miktar bazında ölçüldüğünde artmaktadır. Almanya başta olmak üzere İspanya, İtalya, İngiltere ve Fransa gibi ülkeler toparlanmaya başlamışlardır. Burada %1'lik ve %1,5'luk bir büyüme trendi bile Türkiye için yeterli gözükmemektedir. Avrupa %1, %1,5 bile büyür ise, Türkiye'nin ihracatı miktar olarak çok daha fazla artmaktadır. Dolayısıyla Avrupa birliğindeki toparlanma da cari açığı iyileştirmeyi destekleyen bir faktör olmaktadır. Bu dört faktörün birleşimi sonucunda cari açığı iyileştirme başlamış ve bu dördünün 2016 yılında devam etmesi beklenmektedir. O yüzden çok büyük ihtimale cari açığı ile ilgili kaygıların iyice geride kalacağı söylenebilir.

Çetinkaya (2016), süregelen makro ihtiyati politika tedbirlerinin ve dış ticaret hadlerindeki olumlu gelişmelerin katkısı ile cari dengede gözlenen iyileştirme eğiliminin devam edeceğini öngörmektedir. Cari açığı düşüşün sürmesinin ve güçlü kamu maliyesinin olası şoklara karşı ekonomi politikalarının dengeleyici yönde hareket edebilmesi açısından alan oluşturduğunu belirtmektedir.

#### **4.3.2. Uygulanan Politikaların Döviz Kurları Üzerindeki Etkisi**

Yeni politikaların temel hedeflerinden biri döviz kurunun iktisadi temellerden aşırı ölçüde sapmasını engellemek ve döviz kurlarındaki aşırı oynaklığı önlemektir. Uygulanan yeni politika çerçevesinde, döviz kuru oynaklığının diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla daha sınırlı bir seyir izlediği görülmektedir. Nitekim aşırı kur oynaklığına karşı bir politika aracı olarak ROM'un uygulamaya konulması ve faiz koridorunun üst sınırının aktif olarak kullanılarak ek parasal sıkılaştırma yapılmasının, oynak sermaye akımlarına karşı TL üzerindeki olası aşırı değerlenme/değer-kaybetme baskısının sınırlandırılmasında etkili olduğu gözlenmiştir.

Küresel krizin ardından ve Türkiye'de yeni politika çerçevesinden önce, Mart 2009 ve Ekim 2010 tarihleri arasında, TL diğer GOÜ para birimleri ile birlikte %20 civarında değer kazanmıştır. Kısa bir süre içerisinde gerçekleşen bu büyük değerlenme çoğunlukla kısa vadeli sermaye girişlerinden kaynaklanmaktadır ve iktisadi temellerle uyumlu

değildir. Bilindiği üzere, döviz kurundaki aşırı değerlenme doğrudan ithal mallara olan görel talebi hızlandırmaktadır.

Kasım 2010 dönemine kadar yükselen piyasaların para birimlerinin ABD dolarına karşı değerleri TL ile beraber hareket ederken, bu dönemden itibaren Türkiye'nin akran ülkelerden (yükselen piyasa ekonomilerinden) belirgin şekilde ayrıştığı gözlenmektedir.

Grafik 29'dan, Türkiye'nin ve seçilmiş gelişmekte olan ülkelerin para birimlerinin ABD doları karşısındaki görel hareketi izlenmektedir. Yeni politikaların başlangıç aşamasında zorunlu karşılıkların artırılması ve faiz koridorunun alt sınırının düşürülmesi Ağustos 2011 tarihine kadar TL'nin %15 değer kaybetmesine yol açmıştır. Alınan önlemler, kısa vadeli spekülasyon sermaye girişlerinin caydırılması konusunda ve TL üzerindeki aşırı değerlenme baskısının giderilmesinde etkili olmuştur. Aynı dönemde, hemen hemen tüm diğer GOÜ para birimleri ise ABD doları karşısında %5 değer kazanmıştır. TL ise diğer GOÜ para birimleri ile karşılaştırıldığında önemli ölçüde değer kaybetmiştir. Çok fazla küresel endişenin olmadığı bu dönemde, ortak sermaye akımları GOÜ'lerin para birimleri değerlenmesine yol açmış, fakat TL kontrollü bir değer kaybı yaşamıştır.

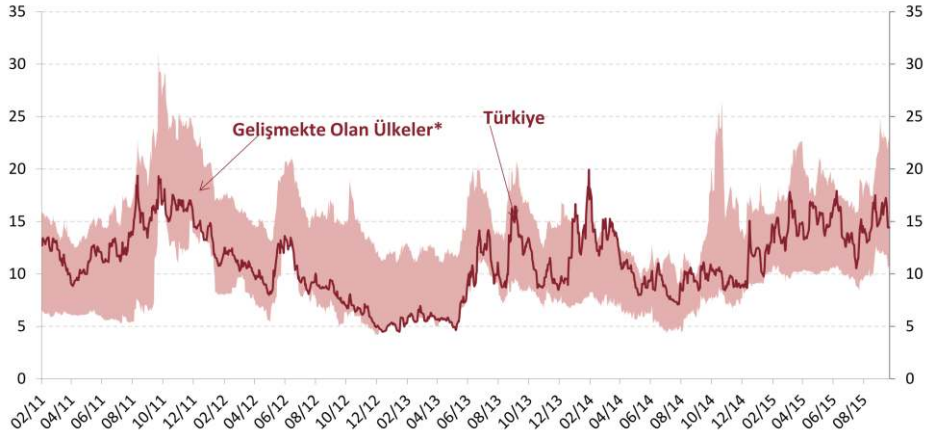
2011 yılının Ağustos ayından itibaren ise küresel büyümeye ve bazı Avrupa ülkelerindeki kamu borcu sorununa ilişkin endişelerin derinleşmesi küresel risk iştahında bozulmaya neden olmuştur. Avrupa borç sorunları ve diğer küresel politika belirsizlikleri nedeniyle, GOÜ para birimleri ve TL benzer yönde hareket etmiştir. Ancak yükselen piyasa ekonomilerinin para birimleri ABD dolarına karşı hızla değer yitirirken TL'nin değer kaybı daha sınırlı olmuştur. Bu dönemde diğer GOÜ'lerin genelinde döviz kuru oynaklığı belirgin şekilde artarken, TL'nin oynaklığındaki yükseliş daha sınırlı kalmıştır. Sonuç olarak Ağustos ayından itibaren alınan önlemler sayesinde, Avrupa ekonomisindeki belirsizliklere paralel olarak ortaya çıkan dalgalanmaların Türkiye ekonomisi üzerindeki olumsuz etkilerinin azaltılması sağlanmıştır. Döviz piyasasına yönelik alınan tedbirler ve faiz koridoruna ilişkin alınan kararlar neticesinde, döviz kurlarındaki oynaklık diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla daha sınırlı kalmıştır. ROM'un kullanıldığı dönemlerde kur oynaklığında yaşanan düşüş ima edilen oynaklık verisinde de rahatlıkla gözlenmektedir.

**Grafik 28. Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi (TÜFE Bazlı, 2003=100)**



**Kaynak:** Başçı, 2015a: 11

**Grafik 29: İma Edilen Döviz Kuru Oynaklığı (1 Ay, Yüzde)**



**Not:** \*Gelişmekte olan ülkeler arasında Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Polonya, Çek Cumhuriyeti, Güney Afrika, Endonezya ve Romanya para birimlerinin ABD doları karşısında ima edilen oynaklığı kullanılmıştır.

**Kaynak:** Başçı, 2015a: 26

TCMB'nin 2011 Ağustos ayından itibaren aldığı önlemler, Avrupa ekonomilerindeki belirsizliklerin hızla yükselmesine paralel olarak ortaya çıkan dalgalanmaların olumsuz yansımalarının azaltılmasında etkili olmuştur. Döviz piyasasına yönelik düzenlemeler ve faiz koridoruna ilişkin alınan politika kararları çerçevesinde döviz kurlarındaki oynaklığın diğer GOÜ'lere kıyasla daha sınırlı kaldığı gözlenmiştir. 2013 yılının üçüncü çeyreğinde FED'in nicel genişleme politikasından çıkış stratejisine dair



belirsizliklerin devam etmesi ve ABD’de borç tavanının çözümüne ilişkin sorunlar küresel piyasalarda belirsizliğe yol açan temel unsurlar olmuştur. Ayrıca, bu dönemde Türkiye’ye özgü gelişmelerin de etkisiyle TL’nin ima edilen oynaklığı gelişmekte olan ülkelere göre daha fazla artış göstermiş ve TL’de aşırı değer kaybına yol açmıştır. Öte yandan, 2014 yılı başından itibaren ise kademeli olarak değer kazanan reel döviz kuru, 2015 yılının ilk dokuz aylık döneminde nominal kurlardaki yükselişe bağlı olarak değer kaybetmiştir. Her ne kadar yılın son çeyreğinde reel döviz kurundaki değerlenme eğilimi gözlenmiş olsa da, 2015 yılı genelinde reel döviz kuru ortalama yıllık %2,4 oranında değer kaybetmiş ve tarihsel düşük seviyelere ulaşmıştır.

#### **4.3.3. Uygulanan Politikaların Krediler Üzerindeki Etkisi**

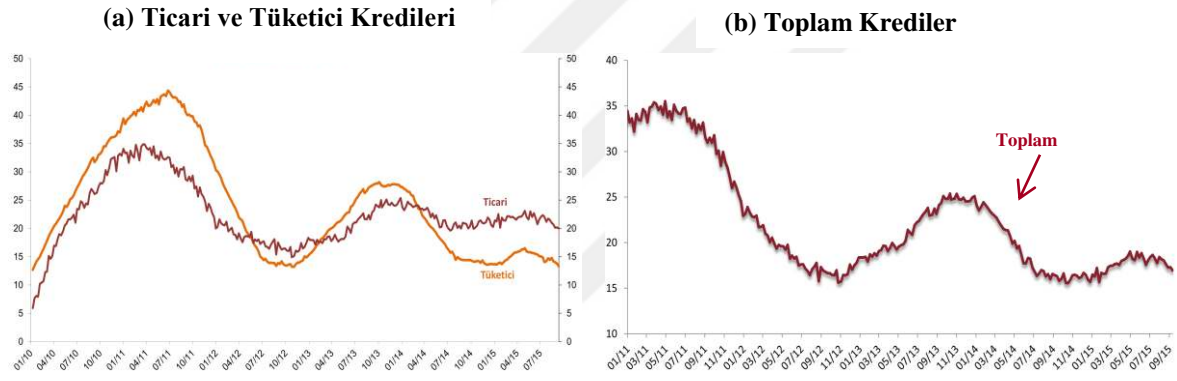
Uygulanan politika bileşiminin ara amaçlarından birisi makro finansal riskleri sınırlamak amacıyla kredilerin makul bir hızda büyümesini sağlamaktır. Kredi kanalı, para politikası çerçevesinde çıktı açığını ve dolayısıyla orta vadeli enflasyon dinamiklerini etkileyen temel aktarım kanalı olarak ön plana çıkmaktadır. Dahası kredilerdeki hızlanma, dayanıklı tüketim gibi ithal bileşeni yüksek mallara yönelik harcamaları diğer harcamalara göre daha fazla artırmaktadır. Ayrıca kredilerdeki artış, kısa vadede tasarruf oranlarında düşüşe neden olabildiğinden, cari dengeyi doğrudan da etkilemektedir. Nitekim kredilerdeki değişim ile cari denge arasında güçlü bir ilişki olduğu gözlenmektedir (Başçı, ve Kara, 2011: 19; Kara, 2012a: 24-25).

Cari açığı iyileşme kredi büyümesindeki yavaşlama ile birlikte gerçekleşmiştir. Bu nedenle yeni politika çerçevesinin kredi büyümesinin kontrol altına alınmasında başarılı olduğu görülmüştür. Sıkı para politikası duruşu ve alınan makroihtiyati önlemlerin etkisiyle kredi büyüme hızları makul düzeylere inmiştir. Ticari kredilerin tüketici kredilerine göre daha hızlı büyümesi fiyat istikrarına, finansal istikrara ve dengelenme sürecine katkı yapmaktadır.

Uygulanan politikalar sonrasında krediler tarafında da arzu edilen sonuçların büyük ölçüde alındığı görülmektedir. Buna göre, 2010 yılının sonlarında TCMB’nin politika tepkisini takiben kredilerde kademeli bir yavaşlama eğilimi gözlenmektedir. Yıllık bazda kredi büyümesinin 2010 yılı sonunda %30’un üzerinde olduğu görülmektedir. Bu kredi

büyümesi yavaşlamış ve 2011 yılı sonunda %25, 2012 yılı sonunda ise %18 civarında gerçekleşmiştir. 2011 Ekim ayında alınan kararla faiz koridorunun yukarı doğru genişletilmesi ve likidite koşullarının sıkılaştırılması, gecelik piyasada oluşan faizleri önemli ölçüde artırmıştır. Parasal sıkılaştırma ile birlikte getiri eğrisi kısa vadelerde daha belirgin olmak üzere tüm vadelerde yukarı yönlü bir hareket göstermiştir. Özellikle faiz koridorunun genişletilmesi ve likidite koşullarının sıkılaştırılması kredi faizleri üzerinde de son derece etkili olmuştur. Ekim 2011 döneminde ise faiz koridorunun yukarı doğru genişletilerek parasal duruşun sıkılaştırılmasını takiben kredi büyümesinin daha da yavaşladığı görülmüştür.

**Grafik 30: Kredilerin Yıllık Büyüme Hızları (Yıllık % Değişim)**



**Kaynak:** Başçı, 2015a: 30-31

Uygulanan sıkı para politikası ve makro ihtiyati tedbirlerin etkisiyle yıllık kredi büyüme hızları makul düzeylerde seyretmektedir. 2014 yılı başından itibaren ticari kredilerin tüketici kredilerine göre daha yüksek bir oranda büyüdüğü görülmektedir. Kredi büyümesi ve kompozisyonundaki bu gelişmeler, bir yandan dengelenme sürecine ve finansal istikrara katkı verirken, diğer yandan enflasyon üzerindeki maliyet yönlü baskıları sınırlayıcı yönde etki yapmaktadır. İlerleyen dönemlerde kredilerdeki artışın makul oranlarda seyredeceği ve iç talebin de ılımlı bir seyir izleyeceği öngörülmektedir.

#### **4.3.4. Uygulanan Politikaların Fiyat İstikrarı Üzerindeki Etkisi**

Para politikası nihai olarak fiyat istikrarına ve finansal istikrara odaklandığı için, uygulanan politikaların başarısı değerlendirilirken nihai hedeflerin de dikkate alınması

gerekmektedir. Bu kapsamda uygulanan politikaların enflasyon üzerindeki etkisinin incelenmesi önem arz etmektedir.

2011 yılının son çeyreğinde enflasyon hızlı bir sıçrama göstererek yılı %10,4 ile tamamlamış ve böylece %5,5 olan resmi hedefin belirgin şekilde üzerine çıkmıştır. Enflasyonun geldiği yüksek seviyeler, 2011 yılında TCMB'nin fiyat istikrarı alanında finansal istikrar kadar başarılı olamadığı şeklinde yorumlanmıştır. Kara (2012a: 33-34), bu durumun iki sebepten dolayı kalıcı bir başarısızlık olarak değerlendirilmemesi gerektiğini belirtmektedir. Birincisi, 2011 yılında enflasyonun neredeyse yarısının ithalat fiyatları, yönetilen yönlendirilen ürünler ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artış ile açıklanabildiği görülmektedir. Söz konusu kalemlerde bu kadar keskin hareketlerin tekrarlanmayacağı varsayımı altında, ikincil etkilerin kontrol altına alınması kaydıyla, enflasyonun kademeli bir düşüş eğilimine girmesi beklenmektedir. İkincisi ise enflasyondaki keskin yükselişe rağmen, orta vadeli enflasyon beklentilerinin bozulmamasıdır. Sonuç olarak 2011 yılında enflasyonda keskin bir artış olmasına rağmen, orta vadeli enflasyon beklentilerinde ek bir bozulma olmadığı görülmektedir. Dolayısıyla Kara, TCMB'nin finansal istikrarı gözetirken fiyat istikrarı konusunu ihmal etmediğini ve beklentileri yönetmekte etkili olduğunu ifade etmektedir.

Bilindiği üzere, enflasyon tahminlerinde gıda, enerji ve ithalat fiyatları önemli rol oynamaktadır. Enflasyonla mücadele konusunda para politikasının yanı sıra başka önlemlere de ihtiyaç duyulduğu görülmektedir. Özellikle gıda fiyat enflasyonunun son yıllardaki seyri, manşet enflasyonun<sup>55</sup> gerek düzeyi gerekse oynaklığı açılarından belirgin bir risk unsuru oluşturmaktadır. Bu ihtiyaç çerçevesinde, TCMB'nin de katkı sağladığı Gıda ve Tarımsal Ürün Piyasaları İzleme ve Değerlendirme Komitesi'nin kurulması ve bu komitenin koordinasyonunda alınmakta olan önlemlerin, gıda enflasyonunu düşürücü yönde yapısal ve konjonktürel katkılar sağlayacağı öngörülmektedir.

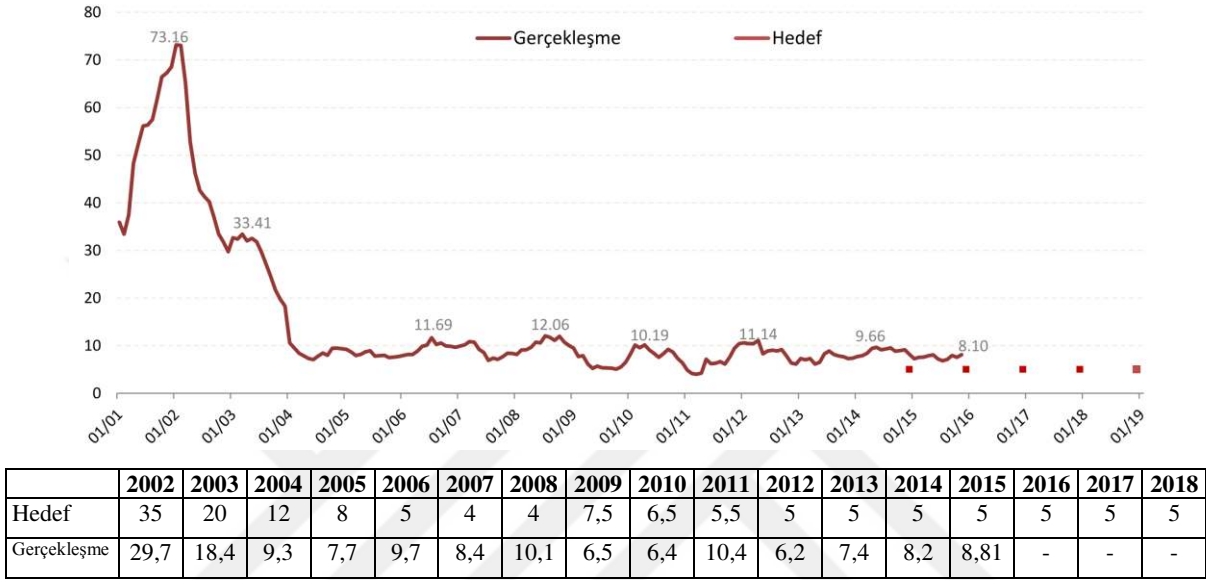
Özellikle, TL'deki değer kayıplarına bağlı olarak temel mal grubu yıllık enflasyonu 2015 yılında belirgin bir oranda yükselmiştir. Tüketici enflasyonu, artan gıda fiyatları ve

---

<sup>55</sup> Bir ekonomide enflasyon gelişmelerini ölçmek amacıyla Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE), çekirdek enflasyon, Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE) veya GSYİH Deflatörü gibi endeksler kullanılabilir. Bu endeksler içinde hane halkının tüketim sepetini en geniş anlamda kapsayan TÜFE'deki değişimler manşet enflasyon (headline inflation) olarak adlandırılmaktadır (TCMB, 2015c: 2).

döviz kuru gelişmeleri nedeniyle yılın ikinci yarısında bir miktar yükselmiştir. 2015 yılında enflasyon, önceki yıla kıyasla 0,64 puan yükselerek yıl sonu itibarıyla %8,81 oranında gerçekleşmiştir (Grafik 31).

**Grafik 31: Enflasyon Gerçekleşmeleri ve Hedefleri**



**Not:** \*Grafikteki sayılar yükselen enflasyon dönemlerindeki tepe noktalarını göstermektedir.

**Kaynak:** Başçı, 2015b: 3

Enflasyonu düşürmeye odaklı ve kararlı bir politika duruşu altında, enflasyonun %5’lik hedefe kademeli olarak yakınsayacağı öngörülmektedir. 20 Nisan 2016 tarihinde TCMB Başkanlığına atanan Murat Çetinkaya tarafından belirtildiği üzere; “TCMB önümüzdeki dönemde de fiyat istikrarını temel hedef olarak gözetmeye devam edecektir. Fiyat istikrarının kalıcı olarak sağlanması ekonomide öngörülebilirliği arttırmakta; büyüme, yatırımlar ve istihdam bu durumdan olumlu etkilenmektedir. Fiyat istikrarının ekonomik istikrar açısından önemine ve tüm ekonomik aktörlere sağlayacağı kazanımlara dair farkındalığın artırılması temel önceliklerden biri olacaktır. Geçmiş dönemlerde yaşanan birçok dışsal şoka rağmen, enflasyonun tek haneli seviyelerde tutulabilmesi kayda değer bir kazanım olmuştur. Öte yandan, gelinen nokta itibarıyla Türkiye’de tam anlamıyla fiyat istikrarına ulaşıldığını söylemek mümkün değildir. Enflasyon hedeflemesinde elde edilen son on yıllık tecrübe, fiyat istikrarına kalıcı olarak ulaşmanın ortak bir çaba ile mümkün olacağını göstermiştir. Enflasyonun halen hedefin üzerinde ve oynak olmasında yapısal faktörlerin rolü azımsanamayacak düzeydedir. Bu faktörlerin

*daha derinlemesine anlaşılması ve enflasyonla mücadelede bütüncül bir yaklaşımın kurgulanması fiyat istikrarına kalıcı olarak ulaşma amacını destekleyecektir’’ (Çetinkaya, 2016: 12).*

Çetinkaya aynı konuşmasında, yapısal konularla iki başlıkta ilgilenilmesi gerektiğini ifade etmektedir: *“Birincisi, enflasyonda ilave katılık ve oynaklığa yol açarak fiyat istikrarını doğrudan olumsuz etkileyen faktörler. İkincisi ise para politikasının etkinliğini sınırlayan unsurlar. Tarımsal ürün fiyatları, rekabet ortamı, finansal piyasaların derinliği, dolarizasyon, maliye politikası ile para politikası etkileşimi, tasarruf açığı ve makro ihtiyati çerçeve gibi başlıklar bu kapsama girmektedir. Yeni dönemde daha sade ve öngörülebilir bir para politikası tercih edilecektir. Nihai olarak para politikası duruşunun daha açık ve öngörülebilir olduğu bir sisteme geçiş planlanmaktadır. Nihai amacımız, fiyat istikrarını sağlayarak ekonomik istikrarı pekiştirmek ve ödünleşimleri azaltmak olacaktır’’ (Çetinkaya, 2016: 12-13).*

Sonuç olarak, ihtiyatlı para ve maliye politikaları ile makro ihtiyati tedbirler sayesinde enflasyon oranının tek haneli düzeylere gerilediği görülmektedir. Bununla birlikte, enflasyonun hedefin üzerinde bulunduğu göz önüne alındığında, bu durum fiyat istikrarına ulaşmak için halen alınması gereken önemli bir mesafe olduğuna işaret etmektedir.

## SONUÇ VE ÖNERİLER

Günümüzde finansal hizmetler sektörünün baş döndürücü bir hızla gelişmesi ve değişmesi ile birlikte finansal akımlar olağanüstü bir dolaşım hızına ulaşmış, finansal aracılık hizmetleri ve finansal araçlar da büyük bir değişime sahne olmuştur. Bu kapsamda, teknolojik gelişmeler ve yenilikçi finansal ürünler geleneksel bankacılık güvenlik ağını zayıflatarak, finans yapısında önemli değişikliklere yol açmış ve krizlerin doğasını büyük ölçüde etkilemiştir. Bunun sonucu olarak finansal piyasalardaki gelişmelerin izlenmesi, düzenlenmesi ve denetimi de giderek zorlaşmıştır.

1980'lerden beri ABD finansal hizmetler endüstrisi; finansal serbestleşme, finansal yenilikler, sermaye denetiminin ortadan kaldırılması ve finansın küreselleşmesiyle tetiklenen aşırı ve sağlam temellere dayanmayan bir yükseliş yaşamıştır. Fakat finansal sistemin bu ölçsüz ve aşırı büyümesi, ekonomik büyümeye sağladığı katkılardan ötürü takdir görmüştür. Konut fiyatları yükselmeyi sürdürdükçe her şey iyi görünmüş ve saadet zinciri büyümeye devam etmiştir. Bazı iktisatçılar büyük bir konut balonu oluştuğuna ve patlaması halinde ekonomiye ciddi riskler getireceğine ilişkin uyarılarda bulunmuş, fakat yetkili kişiler bu görüşleri dikkate almamıştır. Çünkü piyasaların kendi kendini düzenleyen dengeli, sağlam ve güvenilir mekanizmalar olduğu inancı hâkimdir. Bu mantığa göre, 21. yüzyıl kapitalizminin yapısı, son model finansal yeniliklerle de desteklenerek, kendi kendini düzenleyecek istikrarlı bir denge durumu sağlayacaktır.

ABD'deki konut patlaması bir balona dönüştüğünde ve 2006 sonlarında konut fiyatları düşmeye başladığında birçok yüksek riskli borçlanıcı, ya ipotekli konut kredisi ödemelerini yapamamış ya da kredi borçlarını kapatmak için evlerini yeterli fiyattan satamamıştır. Bu nedenle yüksek riskli ipotekli konut kredilerine dayalı menkul kıymetlere yatırım yapanlar büyük zarar etmeye başlamıştır. Balon patladığında, bankalar ve banka-dışı finansal kurumların zararları finansal sistemde yaygın iflaslara yol açmıştır.

Çalışmanın giriş kısmında ileri sürülen hipotezlerin, çalışmadan elde edilen bulgularla ispatlandığı görülmektedir. Nitekim ana hipotezimiz çerçevesinde öne sürülen tüm etkenlerin, 2007-2009 küresel finans krizinde net olarak yaşandığı görülmüştür. Bu kapsamda, krize neden olan faktörler şu şekilde sıralanabilir:

(1) Menkul kıymetleştirme adı verilen sistem sayesinde, ipotek gibi likit olmayan varlıklar bir havuzda toplanıp, piyasada alınıp satılan likit varlıklara dönüştürülmüştür. Ancak birçok kredi ile birlikte paketlenmeleri için, bu varlıkların gerçek kalitesini değerlendirmek zorlaşmıştır. Kredi kullandırma uygulamalarındaki değişiklik konut balonunu teşvik etmiştir. Oluştur ve dağıt modeli, oluştur ve elde tut modelinin yerini almış, yüksek riskli sınıfa verilen ipotek kredilerinin riskleri yeterince değerlendirilmemiştir. Kredileri kullandıranlar bunları elde tutmadıkları için verdikleri kredinin kalitesiyle ilgilenmemişlerdir. Menkul kıymetleştirme zincirindeki her bir halka suç ortağı gibi çalışmış ve kredi alanların kredi itibarı yeterince gözetilmemiştir.

(2) Derecelendirme kuruluşlarının yeni iş modeli -hizmetlerini yatırımcılar yerine borcu ihraç edenlere satmaları-, büyük bir çıkar çatışmasına yol açmıştır. Derecelendirme kuruluşları arasındaki rekabetin varlığı, gerçekçi bir değerlendirme yapmaları durumunda işlerini kaybetme riski ile karşı karşıya kalmalarına sebep olmuştur. Aynı zamanda verdikleri danışmanlık ya da modelleme hizmeti ile kazandıkları yüksek ücretler aşırı derecede şişirilmiş notlara yol açmıştır.

(3) Yıl içinde yapılan kısa vadeli karlar üzerine kurulu olan ikramiye sistemi, risk almayı ve devasa boyutlardaki borçlanmayı cesaretlendirmiştir. Ahlaki tehlikede, asil-vekil sorunu önemli bir rol oynamıştır. Hissedarların (asillerin) doğrudan ya da dolaylı gözetiminin yokluğunda, trader'lar ve bankacılar (vekiller), kısa vadeli kar ve ikramiyelerini en yükseğe çıkarmak amacıyla riskli yatırımlara girişmişlerdir. İşler kötüye gittiğinde merkez bankasının ekonomiyi ve piyasaları kurtarabileceği inancı ahlaki tehlike yaratmıştır. Finansal kurumlar şöyle bir bahis oynamıştır: “Yazı gelirse ben kazanırım, tura gelirse vergi mükellefleri kaybeder”.

(4) Ticari bankalar ile yatırım bankaları arasında kesin bir ayırım yapan 1933 tarihli GSA'nın 1999 yılında çıkarılan GLBA ile tamamen ortadan kaldırılması süreci sonunda,

finansal hizmetler endüstrisinde bir mega tekelleşme ortaya çıkmıştır. Bu durum daha büyük, daha karmaşık ve birbiri ile bağlantılı finansal organizasyonlara neden olmuştur. Finansal birleşmelerin bir sonucu olarak TBTF finansal kurumlar meydana gelmiş ve bu kurumların iflas etmesi, finansal sistemde sistematik risk yaratmıştır. TBTF politikası ahlaki tehlike güdüsünü de artırmıştır. Hükümet tarafından kurtarılacaklarını bilen bu kurumlar, daha riskli faaliyetlere girişmişlerdir.

(5) CFMA sayesinde CDS ve diğer tezgah üstü türev ürünler fiilen regülasyon kapsamından çıkarılmıştır. Buffett'ın “zaman ayarlı bombalar, kitle imha gücü olan finansal silahlar” olarak tarif ettiği CDS'ler, tüm finansal sistemi tehdit eden sistemik riskin en önemli kaynağı haline gelmiştir. Yatırımcının, bir borçlunun kredilerinde temerrüde düşmesi olasılığı karşısında koruma satın almasına izin verdiği için sigortayı andırmaktadır. Fakat CDS satıcı ya da alıcısı dayanak varlığın sahibi olmadığı için, CDS piyasası bir nevi kumar oynanan bir piyasa dönüşmüştür. Yüz milyarlarca dolar değerinde bu riskli sözleşmeleri imzalayan AIG'nin başarısızlığı, karşı taraf riskinin önemini göstermiş ve sigortayı düzenleyenlerin temerrüde düşme olasılığının ne denli hayati sonuçları olabileceğine ışık tutmuştur.

(6) Greenspan tarafından yürütülen FED'in köktenci serbest piyasacı yaklaşımı gevşetme sürecini hızlandırmıştır. Greenspan, GSA'nın bazı hükümlerini uygulamayarak, finansal hizmetler endüstrisinin kendi kendini regüle etmesini destekleyerek ve genişletici para politikaları ile ucuz faiz ve fiyat balonlarına yol açarak krizin tetiklenmesine katkıda bulunmuştur. Başkanlığı döneminde izlediği düşük faiz politikası, konut balonunun oluşumunda önemli bir rol oynamıştır. Bu düşük faiz oranları konut piyasasında bir patlama yaşanmasına yol açmıştır. Federal hükümet, konut sahipliğini çok uzun süredir sübvansede ederek olması gerekenden çok daha ucuz ve külfetsiz hale getirmiştir.

(7) Finansal piyasalarla ilgili düzenlemelerin yetersiz oluşu, konut balonunun tehlikeli boyutlara gelmesinde büyük rol oynamıştır. Finansal yenilikler artarken ve karmaşık finansal ürünlerin kullanımı yaygınlaşırken finansal gözetim ve denetimin aynı düzeyde artmaması, şeffaflığın olmaması ve gevşek borçlanma koşulları; finansal kurumların aşırı borçlanmalarına ve böylece kaldıraç düzeylerini arttırmalarına yol açmıştır.



(8) Gölge bankalar, kısa vadeli likit piyasalardan borçlanmakta, uzun vadeli likit olmayan varlıklara yatırım yaparak vade dönüştürme faaliyetlerinde bulunmaktadır. Bu nedenle vade riskine, likidite riskine ve yüksek kaldıraçtan kaynaklı risklere maruz kalmakta ve bankalara hücum durumunda olduğu gibi ticari bankalarla aynı kırılganlığı taşımaktadırlar. Gölge bankacılık sistemi ile diğer finansal kuruluşlar arasındaki bağlantılar sistemik riske sebep olmuştur. Panik vurduğunda, gölge bankacılık sistemine hücumla yaşanmış, gölge bankalar kısa vadeli kredilerini yenileyememiş, likit olmayan hale gelmişlerdir. Bu halleriyle krizin merkezinde yer almışlardır.

(9) ABD'nin sürekli artan cari açığının ve diğer ülkelerde oluşan tasarruf fazlalığının yarattığı küresel ekonomik dengesizlik de krizin yaşanmasında etkili olmuştur. Küresel tasarruf fazlalığı ABD'ye kaymıştır. ABD'ye giren sermayenin çoğu ipotekli konut piyasasına yönelmiştir. Ucuz ve kolay sağlanan kredi imkânı, ipotekli konut kredilerinde hızlı bir artış yaratarak, konut sektöründeki talebi yükseltmiş ve konut balonunu şişirmiştir.

(10) Finansal kuruluşların kaldıraç oranları kriz öncesi görülmemiş düzeylere yükselmiştir. Bu kısmen Basel II düzenlemelerinden kaçınmak için bilanço dışı faaliyetler ve SIV'ler aracılığıyla sağlanmıştır. Buna ek olarak, düzenleme arbitrajı da firmaların düzenleme sistemlerindeki boşluklardan yararlanarak istenmeyen düzenlemelerin etrafından dolaşmalarını mümkün kılmıştır. Basel-II'nin en önemli eleştirisi de oldukça döngüsel oluşudur. Varlık fiyatlarının yükselmesiyle bankalar sermaye ihtiyaçlarını azaltmışlar, kaldıraç kullanımlarını artırarak daha fazla risk almışlardır. Varlık fiyatları düştüğünde ise süreç tersine işlemiştir. Aktif büyümesi ile kaldıraç artışı arasında pozitif bir ilişkinin varlığı anlamına gelen döngüsel kaldıraç, krize neden olan faktörler arasında gösterilmiştir.

Nedenleri yukarıdaki gibi özetlenebilen küresel krize tepki olarak FED, 2007 yazında ilk aşamada para politikasını çok agresif bir şekilde genişletmeye başlamıştır. Normal dönemlerde bu hamlelerin kredi kullanımını çok daha kolaylaştırması ve federal fon oranındaki bir düşüşün tüm yelpazedeki faiz oranlarını düşürmesi beklenmektedir. Fakat yaşanan dönemin olağanüstü konjonktürü tarihsel örneklerin geçerliğini yitirmesine sebep olmuştur. Düşük faiz oranları ekonomiyi yeniden harekete geçirmeye yetmemiş ve

FED'in gücünün sınırları küresel finans krizi patlak verdiğinde çarpıcı biçimde sergilenmiştir. ABD para politikasında Japon tarzı bir tuzak olduğu ortaya çıkmıştır. ZLB sorunu para politikasının manevra kabiliyetini azaltmış ve genişletici para politikası için çok fazla bir alan bırakmamıştır. Geleneksel para politikasının etkisiz hale gelmesinden dolayı, FED'in geleneksel olmayan politikalara döndüğü görülmüştür. İçinde bulunulan dönemin olağanüstü küresel konjonktürü, FED'i alışlagelmiş yaklaşımların dışına çıkarak alternatif politikalar tasarlamaya yöneltmiştir.

Ekonomi likidite tuzağındayken bile “merkez bankası bilançosunun bileşimi” değiştirilerek para politikasının etkili olabileceğini ileri süren Bernanke, 2008 yılı boyunca tam olarak bunu yapmış ve özel kredi olanaklarından oluşan uygulamalar başlatmıştır. Bernanke yönetimindeki FED, finansal kuruluşlara para enjekte ederek ve özel sektör borcunu satın alarak krize tepki vermiştir. Ağustos 2007'den başlayarak FED, finansal sisteme nakit sağlamak amacı ile borç verdiği kuruluşların çeşitliğini artırmış ve özel sektör borcunu satın almıştır. Ayrıca, FED ve Hazine Bakanlığı TBTF olarak gördüğü bazı firmaları kurtarmak için devreye girerek, örneğin yatırım bankası Bear Stearns'in satışını desteklemiş ve sigorta şirketi AIG'yi kurtarmıştır. Buna karşılık Eylül 2008'de politika yapıcılar Lehman'ın iflasına izin verilebileceğine karar vermişlerdir. Fakat Lehman'ın iflas ettiği günlerde yaygın panik finansal piyasaları sarmıştır. Yoğunlaşan krize tepki olarak ABD hükümeti daha fazla müdahil olmuş ve finansal sistemi desteklemek için bankalara sermaye enjekte etmeye başlamıştır. Lehman'ın batışını, Fannie Mae ve Freddie Mac'in kamulaştırılmasını, AIG'e yapılan mali yardımı ve aynı gün para piyasası fonuna hücumu takiben, Bush yönetimi toplam 700 milyar dolarlık bir kurtarma paketiyle bankaların yardımına koşmuştur. FED'in bu süreçte, finansal sistemin neredeyse her katılımcısı için ilk, son ve tek nihai kredi mercii haline geldiği görülmüştür.

Obama ve danışmanları 2009'da idareyi ele aldıklarında, görülmemiş boyutlarda bir krizle karşılaşmışlardır. Bu da, ihtiyari maliye politikası örneği olan 2009 Kurtarma Yasası'nı hayata geçirmiştir. Yasa, Aralık 2007'de başlayan şiddetli durgunlukla başa çıkabilmek için tasarlanan harcama, yardım ve vergi indirimlerinden oluşan bir yardım paketidir. Fakat teşvik yasası tartışmaları da beraberinde getirmiştir. Bazıları kemer sıkma vaktinin geldiğini savunmuşlar, karşı görüşte olanlar ise ekonominin sorunları dikkate

alındığında teşvik paketinin çok küçük olduğuna vurgu yapmışlardır. Fakat teşvik paketinin net etkisi ise tartışmalı kalmıştır.

2007-09 küresel krizinin öncesi ve sonrasında merkez bankalarının finansal istikrara yönelik yaklaşımlarında önemli bir değişimin olduğu göze çarpmaktadır. Yaşanan krizin ekonomiler üzerindeki olumsuz sonuçları, merkez bankalarının finansal istikrarı sağlamada nasıl bir rol üstlenmeleri gerektiğine ilişkin yeni tartışmaları beraberinde getirmiştir. Bunun bir sonucu olarak, finans ve makroekonomi arasındaki etkileşime olan ilgide bir artış yaşanmıştır. Küresel krizden önce, akademisyenler ve merkez bankaları arasındaki ortak görüş; fiyat ve çıktı istikrarına ulaşmanın finansal istikrarı kendiliğinden sağlayacağı yönündedir. Enflasyon ve çıktıyı istikrara kavuşturan para politikası uygulamalarının, aynı zamanda varlık fiyatlarını da stabilize ederek varlık fiyat balonları oluşumunu azaltacağına inanılmıştır.

Aslında, Büyük İlimlilik dönemi olarak bilinen merkez bankalarının enflasyonda istikrar sağlamadaki ve konjonktürel dalgalanmaların oynaklığını azaltmadaki başarısı, ekonomiyi finansal istikrarsızlıktan korumaya yetmemiş; aksine istikrarsızlığı adeta teşvik etmiştir. Şöyle ki, enflasyon ve çıktı dalgalanmalarının düşük oynaklığı piyasa katılımcılarının ekonomik sistemde mevcut olan riskleri daha az değerlendirmelerine neden olmuş ve böylece aşırı risk olarak krizinin oluşumunda katkıda bulunmalarını sağlamıştır. Fiyat ve çıktı istikrarı kesinlikle yararlı olmasına rağmen, son kriz sadece bu hedefler üzerine odaklanan bir para politikasının iyi ekonomik sonuçlar üretmek için yeterli olamayabildiğini göstermiştir. Küresel krizle birlikte finansal sistemdeki riskler dikkate alınmadan uygulanan para politikalarının yetersiz olduğu ortaya çıkmıştır.

Kriz öncesi dönemde fiyat ve çıktı istikrarının tesisinde para politikası kullanılırken; buna karşılık finansal istikrarın sağlanması mikro-ihtiyati politikalar aracılığıyla yürütülmüştür. Merkez bankalarının kullandığı genel denge modelleri; para politikası ve finansal istikrar politikası arasında dikotomiye yol açmıştır. Fakat krizle birlikte, para politikası ve finansal istikrar politikasının sıkı bir biçimde birbirine bağlı olduğu ortaya çıkmıştır. Yaşanan kriz; bireysel risklere odaklanarak her bir kurumun sağlamlığını gözetken mikro ihtiyati politikaların, finansal sistemin istikrarı için yeterli olmadığını ve makro bir bakış açısının gerekliliğini ortaya koymuştur.

2007-09 küresel finans krizi sonrasında en güncel tartışmalardan biri merkez bankalarının varlık fiyat balonlarına nasıl tepki vermeleri gerektiği konusunda yaşanmıştır. Varlık fiyat balonlarının yüksek maliyeti, merkez bankalarının balonlar hakkında ne yapmaları gerektiği sorusunu gündeme getirmiştir. Merkez bankaları varlık fiyatlarında meydana gelen balonun patlaması halinde ekonomiye olan etkilerini sınırlayabilmek için balonu oluşmadan ortadan kaldırmalı mıdır yoksa balon patladıktan sonra ortaya çıkan enkazı mı temizlemelidir. Bu karşıt görüşlerden ilkinde merkez bankalarının varlık fiyatlarında oluşan balonlara karşı durması; ikincisine ise varlık balonu patladıktan sonra ortalığın temizlemesi denilmektedir.

Küresel kriz öncesinde merkez bankacıları arasındaki hakim paradigmaya göre; para otoriteleri varlık fiyatlarının çöküşü sonucu meydana gelen finansal istikrarsızlık ile mücadele etmeli, fakat balonun gelişme aşamasında önlem amacıyla para politikasında ayarlama yapmamalı yani faiz politikasını kullanmaya çalışmamalıdır. Greenspan doktrini olarak bilinen bu yaklaşıma göre, merkez bankaları varlık fiyat balonlarını patlatmayı denememeli, sadece balon patladıktan sonra ortalığı temizlemelidir. FED yetkilileri tarafından da şiddetle desteklenen Greenspan doktrininin 2007-09 küresel krizi öncesinde merkez bankacıları arasında genellikle hakim görüş olduğu bilinmektedir. Fakat yaşanan kriz, kredi temelli varlık fiyat balonlarının son derece tehlikeli olabileceğini göstermiştir. Varlık balonlarının ikinci türü olan piyasa ajanlarının akıldışı coşkusu nedeniyle ortaya çıkan balonlar ise çok daha az tehlikelidir. Bu tür balonlar sadece aşırı iyimser beklentiler sonucu oluşmaktadır ve bir kredi patlaması ile ilişkili değildir. Dolayısıyla kredi temelli balonlar ile karşılaştırıldığında, finansal sistem üzerinde çok daha az risk teşkil etmektedir.

Kredi temelli balonlara karşı etkili politikalar tasarlarken dikkat edilmesi gereken temel prensip aşırı risk alımını frenlemektir. Küresel finans krizinden önce düzenleyici otoriteler, bireysel finansal kurumların güvenliği ve sağlamlığına odaklanan mikro ihtiyati denetim ile meşgul olmuşlardır. Küresel finans krizi, finansal sistemin bir bütün olarak güvenliği ve sağlamlığına odaklanan makro-ihtiyati denetime duyulan ihtiyacı açık bir şekilde göstermiştir. Yaşanan kriz, finansal istikrarı sağlamak ve finansal krizleri önlemek için mikro-ihtiyati denetime odaklanmanın yeterli olmadığını ortaya koymuştur. Bankalar ve diğer finansal kurumlar arasındaki karşılıklı bağlantıların ve sistemik risk unsurlarının ne denli önem arz ettiği ortaya çıkmıştır. Gölge bankacılık sektörüne yaşanan hücumlar, bir

finansal kurumunun problemlerinin nasıl sağlıklı olan diğer finansal kurumlara da zarar verebileceğini göstermiştir. Bireysel kurumların tek tek güvenliği ve sağlamlığına odaklanmak yerine makro-ihtiyati denetim, finansal sistemin genel kapasitesini değerlendirerek sistem genelinde yok pahasına satışları ve tersine kaldıraç döngüsünü hafifletmeye çalışmaktadır. Dolayısıyla bir kredi patlamasını tetikleyerek varlık fiyat balonunun oluşmasına yol açan aşırı risk alımını önlemek için de doğru bir araç olarak görünmektedir.

Küresel krizin ardından gelişmiş ülke merkez bankalarının krizin etkilerini sınırlamak amacıyla uyguladıkları geleneksel olmayan para politikaları sonucu; küresel likidite bollaşmış, risk iştahı yükselmiş ve Türkiye dahil GOÜ'lere yönelik sermaye akımlarının miktarı ve oynaklığı önemli ölçüde artmıştır. Söz konusu akımlar, bir yandan yerli parayı değerlendirerek ithalat talebini uyarmakta, diğer yandan kredi arzının hızla artmasına neden olmaktadır. Bu gelişmelere bağlı olarak, Türkiye ekonomisi küresel kriz sonrası toparlanma sürecinde yakın tarihinde yaşamadığı şekilde iç ve dış talepte hızlı bir ayrışma, kısa vadeli sermaye girişlerinde artış, dış ticaret ve cari işlemler dengesinde ciddi bozulma ve hızlı kredi büyümesi ile karşı karşıya kalmıştır.

TCMB, küresel dengesizliklerden kaynaklanan makro finansal riskleri sınırlamak amacıyla finansal istikrarı destekleyici bir amaç olarak gözeterek, 2010 yılı sonlarından itibaren yeni bir politika stratejisi tasarlamış ve uygulamaya koymuştur. Bu kapsamda araç kümesinin çeşitlendirilmesi yoluna gidilerek, krediler ve döviz kuru kanallarının ayrı ayrı etkilenebileceği bir çerçeve oluşturulmuştur. Nitekim bu yaklaşım doğrultusunda, geleneksel araçların (1 haftalık repo faiz oranı) yanı sıra faiz koridoru, TL ve YP likidite yönetimi, zorunlu karşılık araçları ve ROM gibi birbirini tamamlayıcı nitelikteki araçlar bir arada kullanılmıştır.

Yeni politika stratejisi çerçevesinde geliştirilen araçlardan biri olan faiz koridoru gecelik borç alma ve borç verme faizleri arasında kalan alan olarak tanımlanmaktadır. Bu araç kullanılarak günlük ve haftalık frekanslarda parasal duruşa ince ayar yapılabilmektedir. Türkiye'de faiz koridorunun kullanımı geleneksel enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankalarından ayrılmaktadır. Faiz koridorunun genişliği gerekli görüldüğünde TCMB tarafından ayarlanabilmekte ve koridor politika faizi

etrafında asimetrik bir şekilde oluşturulabilmektedir. Nitekim 2010 yılının sonlarından itibaren faiz koridoru dönem dönem aşağı veya yukarı yönlerde asimetrik bir şekilde genişletilerek fonlama faizine dair belirsizlik ek bir politika aracı olarak kullanılmıştır. Ayrıca geniş faiz koridoru, küresel oynaklık dönemlerinde finansal istikrar ve fiyat istikrarı ödünleşimini hafifletmeye de yardımcı olmaktadır. TCMB'nin uyguladığı sistemde fiili faizler ile resmi faizler bilinçli bir politika tercihi olarak birbirinden farklılaşabilmektedir.

2011 sonrası dönemde TCMB tarafından yaygın olarak kullanılan bir diğer araç zorunlu karşılıklar kapsamında tasarlanan Rezerv Opsiyon Mekanizması'dır. ROM, zorunlu karşılığa tabi kuruluşların TL zorunlu karşılıklarının belirli bir yüzdesini döviz ve altın cinsinden tesis edebilmelerine imkân tanıyan bir uygulamadır. TCMB tarafından dış finansal şoklara karşı ekonominin dayanıklılığını artırmak amacıyla geliştirilen yenilikçi bir para politikası aracıdır. TCMB tarafından tasarlanan ve TCMB'ye özgü bir para politikası aracı olan ROM, temel olarak sermaye akımlarındaki aşırı oynaklığın makroekonomik ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla geliştirilmiştir. TCMB, ROM'u otomatik dengeleyici olarak kullanmak üzere tasarlamıştır. ROM'un piyasadaki döviz likiditesini etkilemek suretiyle kur oynaklığını azaltması beklenmektedir. Ayrıca ROM kredi büyümesini hem genişleyici hem de daraltıcı yönde etkileyebilecek çevrim karşıtı bir politika aracı olarak kullanılabilmektedir. Böylelikle kredilerin sermaye akımlarına olan duyarlılığı azaltılmaktadır.

ROM'un dengeleyici özelliğini güçlendirmek ve ROM kullanımının kısa vadeli faizlere duyarlılığını azaltmak için, TCMB zorunlu karşılıklara faiz ödemesi uygulamasına başlamıştır. Söz konusu faiz, bankaların TL zorunlu karşılık tutma maliyetinin fonlama faizine duyarlılığını azaltacak şekilde tasarlanmıştır. Ayrıca ödenen faiz finansal sistemde çekirdek yükümlülükleri teşvik edecek şekilde ayarlanmıştır.

TCMB'nin yeni politika bileşimi kapsamında zorunlu karşılıklar etkin bir şekilde kullanılmaya başlanmıştır. TCMB'nin zorunlu karşılık politikası standart zorunlu karşılık politikasından faiz ödemeleri ve ROM kanalı ile farklılaşmaktadır. Burada dikkat çekilmesi gereken nokta, TCMB tarafından TL zorunlu karşılıklara ödenecek faizin çekirdek yükümlülük oranına göre banka bazında farklılık göstermesinin uygulamayı makro-ihiyati politikalar açısından önemli kılmasıdır. Buna ek olarak, TCMB'nin

kaldıraca dayalı zorunlu karşılık uygulaması da makro riskleri azaltıcı ve döngüsellik karşıtı bir politika aracı olarak kullanılmaktadır.

TCMB tarafından uygulanan yeni para politikası bileşiminin etkinliğine ilişkin literatürde yer alan çalışmalara bakıldığında, uygulanan önlemlerin sistemde biriken makro finansal dengesizlikleri azaltmakta başarılı olduğu gözlenmiştir. Makro ihtiyati politikaların uygulanmasından önce Türkiye'nin diğer ekonomiler ile karşılaştırıldığında küresel faktörlere karşı daha duyarlı olduğu; fakat politikaların uygulanmasından sonra bu duyarlılığın önemli ölçüde azaldığı belirtilmiştir. Ek olarak, sermaye hareketlerindeki oynaklığın ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini yumuşatma konusunda da yeni politika çerçevesinin oldukça etkili olduğu ortaya koyulmuştur. Dahası ROM'un sermaye akımlarındaki oynaklıklar nedeniyle ortaya çıkan kur oynaklıklarının azaltılmasında etkin bir politika aracı olduğu tespit edilmiştir. Benzer şekilde ek parasal sıkılaştırma uygulamasının da kur oynaklığını düşürücü yönde bir etkisinin olduğu gösterilmiştir. Ayrıca zorunlu karşılık oranlarında banka yükümlülüklerinin cinsi ve vadesine göre farklılaşan değişimin krediler üzerindeki etkili olduğu ve zorunlu karşılıklarda kısa vadeli yükümlülükler TCMB tarafından uygulanan yüksek oranın, bankaların kredilerini daha uzun vadeye yönlendirmesine neden olduğu gözlenmiştir.

Yeni politika stratejisinin amaçlarından biri iç ve dış talep ayrışmasını ve buna bağlı olarak ortaya çıkan cari açığı sınırlamaktır. 2010 sonlarından itibaren makro ihtiyati politikaların uygulanmasından sonra, hem cari işlemler açığı hem de finansman vadesinin önemli ölçüde iyileştiği görülmektedir. Türkiye ekonomisi yakın tarihinde ilk kez kriz yaşamadan cari açığı kontrol altına alabilmiştir. İç ve dış talepteki dengelenmenin TCMB'nin planladığı ve öngördüğü şekilde seyrettiği; yumuşak inişin büyük ölçüde gerçekleştiği görülmüştür.

Yeni politikaların temel hedeflerinden bir diğeri döviz kurunun iktisadi temellerden aşırı ölçüde sapmasını engellemek ve döviz kurlarındaki aşırı oynaklığı önlemektir. Uygulanan yeni politika çerçevesinde, döviz kuru oynaklığının diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla daha sınırlı bir seyir izlediği görülmektedir. Döviz piyasasına yönelik alınan tedbirler ve faiz koridoruna ilişkin alınan kararlar neticesinde, döviz kurlarındaki oynaklık diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla daha sınırlı kalmıştır.

Uygulanan politika bileşiminin ara amaçlarından birisi de makro finansal riskleri sınırlamak amacıyla kredilerin makul bir hızda büyümesini sağlamaktır. Nitekim uygulanan politikalar sonrasında krediler tarafında da arzu edilen sonuçların büyük ölçüde alındığı görülmektedir. Yeni politika çerçevesinin kredi büyümesinin kontrol altına alınmasında başarılı olduğu görülmüştür. Cari açığı iyileşmenin kredi büyümesindeki yavaşlama ile birlikte gerçekleştiği gözlenmiştir. Sıkı para politikası duruşu ve alınan makro ihtiyati önlemlerin etkisiyle kredi büyüme hızları makul düzeylere inmiştir. Ticari kredilerin tüketici kredilerine göre daha hızlı büyümesi fiyat istikrarına, finansal istikrara ve dengelenme sürecine katkı yapmıştır.

Para politikası nihai olarak fiyat istikrarına ve finansal istikrara odaklandığı için, uygulanan politikaların başarısı değerlendirilirken nihai hedeflerin de dikkate alınması gerekmektedir. Ancak geline nokta itibarıyla Türkiye’de tam anlamıyla fiyat istikrarına ulaşıldığını söylemek mümkün değildir. Burada dikkat edilmesi gereken bir husus, fiyat istikrarına kalıcı olarak ulaşmanın ortak bir çaba ve bütüncül bir yaklaşım ile mümkün olabileceğidir. Enflasyonun hâlihazırda hedefin üzerinde olması, fiyat istikrarına ulaşmak için kat edilmesi gereken önemli bir mesafe olduğunu göstermektedir.

Sonuç olarak bütün bu değerlendirmeler çerçevesinde, TCMB tarafından asimetrik faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizmasının gerektiğinde döngüsellik karşıtı makro ihtiyati bir araç olarak kullanıldığı görülmüştür. TCMB’nin Kasım 2010 döneminden itibaren uyguladığı politika stratejisi; Türkiye ekonomisinin küresel şoklara karşı hassasiyetini ve ani duruş riskini azaltarak fiyat istikrarını ve finansal istikrarı desteklemiştir. Makro ihtiyati politikaların uygulanmasından sonra Türkiye’nin küresel faktörlere karşı duyarlılığının önemli ölçüde azaldığı ve yeni politika stratejisinin oldukça başarılı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Ancak, burada dikkat çekilmesi gereken bir husus bulunmaktadır. Makro ihtiyati araçların kullanımı, ülkelerin yapısal ve kurumsal karakteristiklerine ve finansal sisteminin yapısına göre farklılık göstermektedir. Türkiye’de yeni para politikası çerçevesi içinde bulunan döneme özgü tasarlanmış bir stratejiyi yansıtmaktadır. TCMB’nin ilerleyen yıllarda konjonktürün durumuna bağlı olarak politikalarını uygularken farklı göstergelere odaklanabileceği de dikkate değer bir bulgu olarak ön plana çıkmaktadır. Dolayısıyla,



TCMB'nin 2010 yılının sonlarından itibaren uyguladığı politikaların ülkeye ve döneme özgü olarak tasarlandığı, diğer gelişmekte olan ülkelere her durumda tavsiye edilebilecek bir formül olmadığı da göz önünde bulundurulmalıdır.

Son olarak, çalışmadan elde edilen bulgular dikkate alındığında, aşağıdaki politika önerilerinde bulunulabilir:

1) Sistemik riskleri azaltmak ve finansal istikrarı tesis etmek için mikro ihtiyati politikalar tek başına yeterli değildir ve makro ihtiyati politikalarla desteklenmeleri gerekmektedir.

2) Finansal sistemde biriken riskler dikkate alınmadan uygulanan para politikaları yetersizdir. Merkez bankaları finansal sistemden yaşanan gelişmeleri yakından izlemeli ve varlık fiyatlarında görülen aşırılıklara karşı duyarsız kalmamalıdır.

3) Finansal istikrarın korunması ve sürdürülebilmesi amacıyla, merkez bankaları ile finansal düzenleme ve denetim otoriteleri arasındaki eşgüdümün sağlanması son derece önemlidir.

4) Finansal düzenleme devam eden bir süreçtir ve mevcut düzenlemelerin değişen dünyada ayak uydurması için zamanla değişmesi gerekmektedir.

5) Geleneksel bankacılık düzenlemelerinin kapsamı çok dardır. Son yıllarda gölge bankacılık sektörünün gelişimi göz önünde bulundurulduğunda, finansal hizmetler sektöründe çok daha yaygın bir güvenlik ağı ve daha geniş düzenlemelere ihtiyaç vardır.

6) Yeni türevler ürünlere şeffaflık getirilmeli, herkesin fiyatlarını ve işlem hacmini gözlemleyebileceği merkezi takas ve borsalarda alınıp satılmalıdır.

7) Tüketici ve yatırımcıları korumaya yönelik düzenlemeler geliştirilmeli ve gelecekte yaşanabilecek olası suiistimaller sınırlandırılmalıdır.

8) Finansal hizmetler sektöründeki ücretlendirme uygulamalarında risk alımını azaltacak şekilde değişiklik yapılmalıdır.

10) Kredi derecelendirme kurumları arasındaki rekabet ve çıkar çatışmalarının önlenmesi amacıyla düzenleme çalışmaları hızlandırılmalı, mevcut düzenleyici ve denetleyici çerçeve ise iyileştirilmelidir.

9) Kredi döngülerini engellemek için sermaye gereksinimleri, genişleme dönemlerinde artırılıp daralma dönemlerinde azaltılarak, konjonktür karşıtı hale getirilmelidir.

10) Bir çöküş esnasında hükümet tarafından kurtarılacaklarını bilen sistemik öneme sahip TBTF finansal kuruluşların, aşırı risk alımını azaltmak için kapsamlı düzenlemeler getirilmelidir.

11) Kurtarma paketleri ile vergi mükelleflerine yük ödetilerek finansal hizmetler sektöründekilerin haksız yere zenginleştirilmeleri önlenmelidir.

12) Yapılacak olan düzenlemeler küresel bir koordinasyon ve iş birliği ile gerçekleştirilmelidir. Aksi halde, yapılacak katı düzenlemelerin finansal kurumları düzenlemelerin dışında kalmak amacıyla yeni yollar aramaya sevk edebileceği de unutulmamalıdır. Yani ülkeler arasındaki düzenleme farklılıkları istismar edilerek düzenleme arbitrajına yönelinmesi mümkündür.

Son olarak bu çalışmada zaman periyodu, veri kısıtı, kurumsal kısıtlar ve ülkeye özgü faktörler göz önünde bulundurularak ekonometrik bir analiz yapılamamıştır. Bu nedenle gelecekte yapılacak çalışmaların bu alandaki boşluğu doldurmaları önerilebilir.

## YARARLANILAN KAYNAKLAR

Acharya, Viral V. (2009), ‘‘A Theory of Systemic Risk and Design of Prudential Bank Regulation’’, **Journal of Financial Stability**, 5, 224-255.

Adrian, Tobias ve Shin, Hyun Song (2009), ‘‘Money, Liquidity and Monetary Policy’’, **American Economic Review**, 99 (2), 600-605.

---

(2010a), ‘‘Financial Intermediation and Monetary Economics’’, **Handbook of Monetary Economics**, 3, 601-650.

Adrian, Tobias ve Shin, Hyun Song (2010b), ‘‘Liquidity and Leverage’’, **Journal Financial Intermediation**, 19, 418-437.

Adrian, Tobias; Moench, Emanuel ve Shin, Hyun Song (2010), ‘‘Macro Risk Premiums and Intermediary Balance Sheet Quantities’’, **IMF Economic Review**, 58 (1), 179-207.

Akçelik, Yasin; Ermişoğlu, Ergun; Oduncu, Arif ve Taşkın, Temel (2012), ‘‘Ek Parasal Sıkılaştırma’nın Döviz Kurları Üzerindeki Etkisi’’, **TCMB Ekonomi Notları**, 30, 1-10.

Akçelik, Yasin; Aysan, Ahmet Faruk ve Oduncu, Arif (2013a), ‘‘Central Banking in Making during the Post-Crisis World and the Policy-Mix of the Central Bank of the Republic of Turkey’’, **Journal of Central Banking Theory and Practice**, 2, 5-18.

Akçelik, Yasin; Başçı, Erdem; Ermişoğlu, Ergun ve Oduncu, Arif (2013b), ‘‘The Turkish Approach to Capital Flow Volatility’’, **TCMB Working Paper**, 6, 1-22.

Alper, Koray; Kara, Hakan ve Yörükoğlu, Mehmet (2012a), ‘‘Rezerv Opsiyonu Mekanizması’’, **TCMB Ekonomi Notları**, 28, 1-14.

- 
- (2012b), “Sermaye Akımlarının Etkilerini Yumuşatmaya Yönelik Yeni Bir Para Politikası Aracı: Rezerv Opsiyonu Mekanizması”, **İktisat ve Toplum**, 25, 9-19.
- 
- (2013a), “Alternative Tools to Manage Capital Flow Volatility”, **TCMB Working Paper**, 31, 1-18.
- 
- (2013b), “Reserve Option Mechanism”, **Central Bank Review**, 1, 1-14.
- Alper, Koray; Binici, Mahir; Demiralp, Selva; Kara, Hakan ve Özlü, Pınar (2014), “Reserve Requirements, Liquidity Risk and Credit Growth”, **TCMB Working Paper**, 24, 1-52.
- Alper, Koray ve Tiryaki, S. Tolga (2011), “Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri”, **TCMB Ekonomi Notları**, 8, 1-10.
- Aslaner, Oğuz; Çıplak, Uğur; Kara, Hakan ve Küçüksaraç, Doruk (2013), “Rezerv Opsiyonu Mekanizması Kullanımını Etkileyen Faktörler”, **TCMB Kasım 2013 Finansal İstikrar Raporu**, içinde (83-96), Ankara: TCMB Yayınları.
- 
- (2015), “Reserve Option Mechanism: Does it Work as an Automatic Stabilizer?”, **Central Bank Review**, 15 (1), 1-18.
- Aysan, Ahmet Faruk; Fendoğlu, Salih ve Kılınç, Mustafa (2015a), “Macroprudential Policies as Buffer Against Volatile Cross-Border Capital Flows”, **The Singapore Economic Review**, 60 (1), 1-26.
- 
- (2015b), “Managing Short-Term Capital Flows in New Central Banking: Unconventional Monetary Policy Framework in Turkey”, **Eurasian Economic Review**, 4 (1), 45-69.
- Başçı, Erdem (2012a), “TCMB Para Politikaları”, **İktisat ve Toplum**, 2 (17), 4-6.

- \_\_\_\_\_ (2012b), “Açılış Konuşması”, **Zorunlu Karşılıklar ve Diğer Makro-İhtiyati Tedbirler: Gelişmekte Olan Ülkeler Deneyimleri Konferansı**, 8 Ekim 2012, İstanbul.
- \_\_\_\_\_ (2015a), “Türkiye Bankalar Birliği Sunumu”, 29 Eylül 2015, İstanbul.
- \_\_\_\_\_ (2015b), “2016 Yılında Para ve Kur Politikası Konuşma Metni/Sunumu”, 9 Aralık 2015.
- Başçı, Erdem ve Kara, Hakan (2011), “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, **İktisat İşletme ve Finans**, 26 (302), 9-25.
- Bean, Charles; Paustian, Matthias; Penalver, Adrian ve Taylor, Tim (2010), “Monetary Policy After the Fall.” **Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole Symposium**, 267-328.
- Berentsen, Aleksander ve Monnet, Cyril (2008), “Monetary Policy in a Channel System”, **Journal of Monetary Economics**, 55 (6), 1067-1080.
- Bernanke, Ben S. (2010), “Monetary Policy and the Housing Bubble”, **Annual Meeting of the American Economic Association**, Atlanta, Georgia, Ocak 3, 2010; <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100103a.htm>
- Bernanke, Ben S. ve Gertler, Mark (1999), “Monetary Policy and Asset Volatility”, Federal Reserve Bank of Kansas City, **Economic Review**, Fourth Quarter, 84 (4), 17-52.
- \_\_\_\_\_ (2001), “Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?”, **American Economic Review**, 91 (2), 253-257.
- Bernanke, Ben S.; Gertler, Mark ve Gilchrist, Simon (1999), “The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework”, John B. Taylor ve Michael Woodford (Ed.), **Handbook of Macroeconomics**, 1. Baskı içinde (1341-1393), Amsterdam: North-Holland.

- Bernanke, Ben S. ve Reinhart, Vincent (2004), “Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates,” **American Economic Review**, 94 (2), 85-90.
- Bernhardsen, Tom ve Kloster, Arne (2010), “Liquidity Management System: Floor or Corridor?”, **Staff Memos**, 4, 1-3.
- Binici, Mahir; Erol, Hasan; Kara, Hakan; Özlü, Pınar ve Ünalmış, Deren (2013), “Faiz Koridoru bir Makro İhtiyati Araç Olabilir mi?”, **TCMB Ekonomi Notları**, 20, 1-16.
- Binici, Mahir; Kara, Hakan ve Özlü, Pınar (2016), “Faiz Koridoru ve Banka Faizleri: Parasal Aktarım Mekanizmasına Dair Bazı Bulgular”, **TCMB Çalışma Tebliği**, 8, 1-36.
- Binici, Mahir ve Köksal, Bülent (2012a), “Kaldıraç ve Döngüsellik”, **TCMB Ekonomi Notları**, 11, 1-9.
- \_\_\_\_\_ (2012b), “Is the Leverage of Turkish Banks Procyclical?”, **Central Bank Review**, 12, 11-24.
- Blanchard, Olivier ve Leigh, Daniel (2013a), “Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers”, **IMF Working Paper**, 13 (1), 1-42.
- \_\_\_\_\_ (2013b), “Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers”, **American Economic Review: Papers and Proceedings**, 103 (3), 117-120.
- Blinder, Alan S. (2010), “How Central Should the Central Bank Be?”, **Journal of Economic Literature**, 48 (1), 123-133.
- Bocutoğlu, Ersan (2014a), “ABD’de 1933 Glass-Steagall Yasasının Yürürlükten Kaldırılması 2007 Küresel Finansal Krizini Tetikledi Mi?: Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme”, **Bankacılar Dergisi**, 90, 83-111.

- \_\_\_\_\_ (2014b), “Hukuk ve İktisat İlişkileri İçin Bir Örnek Olay Olarak Glass-Steagall Yasası ile 2007 Küresel Finansal Krizi Bağlantısı”, **Türkiye Ekonomi Kurumu Uluslararası Ekonomi Kongresi**, Antalya.
- \_\_\_\_\_ (2014c), “Ana Akım Konjonktür Teorileri ve 2007 Küresel Finansal Krizi”, **International Review of Economics and Management**, 2, 1-39, 20.
- \_\_\_\_\_ (2015), “Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve 2007 Küresel Finansal Krizi”, **Hak İş Uluslararası Emek ve Toplum Dergisi**, 10.
- Bordo, Michael D. ve Jeanne, Olivier (2002), “Monetary Policy and Asset Prices: Does “Benign Neglect” Make Sense?”, **International Finance**, Wiley Blackwell, 5 (2), 139-64.
- Borio, Claudio (2003), “Towards a Macprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?”, **Bank for International Settlements (BIS) Working Papers**, 128, 1-22.
- \_\_\_\_\_ (2011), “Central Banking Post-Crisis: What Compass for Uncharted Waters?”, **Bank for International Settlements (BIS) Working Papers**, 353, 1-17.
- Borio, Claudio; English, William B. ve Filardo, Andrew (2003), “A Tale of Two Perspectives: Old or New Challenges for Monetary Policy?”, **Bank for International Settlements (BIS) Working Paper**, 127, 1-62.
- Borio, Claudio ve Lowe, Philip (2002), “Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus”, **Bank for International Settlements (BIS) Working Paper**, 114, 1-39.
- Borio, Claudio ve White, William (2004), “Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes”, **Bank for International Settlements (BIS) Working Paper**, 147, 1-45.

- Borio, Claudio ve Zhu, Haibin (2008), “Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?” **Bank for International Settlements (BIS) Working Paper**, 268, 1-39.
- Buncica, Daniel ve Moretto, Carlo (2015), “Forecasting Copper Prices with Dynamic Averaging and Selection Models?”, **The North American Journal of Economics and Finance**, 33, 1-38.
- Cecchetti, G. Stephen; Genberg, Hans; Lipsky, John ve Wadhvani, Sushil (2000), **Asset Prices and Central Bank Policy**, Geneva Reports on the World Economy, 2, London: Centre for Economic Policy Research.
- Cecchetti, G. Stephen; Genberg, Hans ve Wadhvani, Sushil (2002), “Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework”, William C. Hunter, George G. Kaufman ve Michael Pomerleano (Ed.), **Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies**, Cambridge, Mass: MIT Press.
- Colander, David; Föllmer, Hans; Haas, Armin; Goldberg, Michael; Juselius, Katarina; Kirman, Alan; Lux, Thomas ve Sloth, Brigitte (2009), “The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academic Economics”, **Kiel Working Paper**, 1489, 1-17.
- Crockett, Andrew (2000), “Marrying the Micro- and Macro-prudential Dimensions of Financial Stability”, **BIS Review**, 76, 1-7.
- Crotty, James (2009), “Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the New Financial Architecture”, **Cambridge Journal of Economics**, 33, 563-580.
- Croushore, Dean (2015), **M&B3 - Money & Banking Student Edition**, 3th Ed., US: South-Western College Pub.
- Curdia, Vasco ve Woodford, Michael (2010), “Conventional and Unconventional Monetary Policy, **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, 92 (4), 229-264.



Çetin, Ünsal (2013), Liberal Düşünce Dergisi Takdim Konuşması, **Liberal Düşünce**, 72, 1-151.

Çetinkaya, Murat (2016), “2016 Nisan Enflasyon Raporu Bilgilendirme Toplantısı”, 26 Nisan 2016, İstanbul.

De Bandt, Oliver ve Hartmann, Phillipp (2002) “Systemic Risk in Banking: A Survey”, Charles Goodhart ve Gerhard Illing (Ed.), **Financial Crisis, Contagion and the Lender of Last Resort**, 1. Baskı içinde (249-297), Oxford: Oxford University Press.

Değerli, Ahmet ve Fendoğlu, Salih (2013), “Döviz Kuru Beklentileri ve TCMB Para Politikası”, **TCMB Ekonomi Notları**, 2, 1-13.

---

(2015), “Reserve Option Mechanism as a Stabilizing Policy Tool: Evidence from Exchange Rate Expectations”, **International Review of Economics and Finance**, 35, 166-179.

Delis, Manthos D. ve Kouretas, Georgios P. (2011), “Interest Rates and Bank Risk-Taking,” **Journal of Banking & Finance**, 35 (4), 840-855.

Dupor, Bill (2005), “Stabilizing Non-Fundamental Asset Price Movements under Discretion and Limited Information,” **Journal of Monetary Economics**, 52 (4), 727-747.

Ermişoğlu, Ergun; Akçelik, Yasin; Oduncu, Arif ve Taşkın, Temel (2014), “Effects of Additional Monetary Tightening on Exchange Rates”, **Eurasian Economic Review**, 4, 71-79.

Fendoğlu, Salih (2014), “Optimal Monetary Policy Rules, Financial Amplification, and Uncertain Business Cycles”, **Journal of Economic Dynamics & Control**, 46, 271-305.

Fendoğlu, Salih; Kılınç, Mustafa ve Yörükoğlu, Mehmet (2014), “Cross-Border Portfolio Flows and the Role of Macroprudential Policies: Experiences from Turkey”, **BIS Paper**, 78, 347-359.

Fisher, Irving (1930), **The Theory of Interest**, New York: MacMillan.

Gambacorta, Leonardo (2009), “Monetary Policy and the Risk-Taking Channel”, **BIS Quarterly Review**, 43-53.

Gertler, Mark ve Karadi, Peter (2011), “A Model of Unconventional Monetary Policy”, **Journal of Monetary Economics**, 58 (1), 17-34.

Giavazzi, Francesco ve Mishkin, Frederic S. (2006), “An Evaluation of Swedish Monetary Policy Between 1995 and 2005”, **Reports from the Riksdag**, 2006/7.

Gorton, Gary ve Metrick, Andrew (2010), “Haircuts”, **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, 92 (6), 507-519.

Gray, Simon; Karam, Philippe; Meeyam, Vilada ve Stubbe, Michel (2013), “Monetary Issues in the Middle East and North Africa Region: A Policy Implementation Handbook”, **International Monetary Fund**, 1-159.

Greenspan, Alan (2002), “Opening Remarks”, **Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium**, (1-10), Jackson Hole, Wyoming.

Gruen, David; Plumb, Michael ve Stone, Andrew (2005), “How Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles?” **International Journal of Central Banking**, 1 (3), 1-31.

Hahm, Joon-Ho; Mishkin, Frederic S.; Shin, Hyun Song ve Shin, Kwanho (2012), “Macroprudential Policies in Open Emerging Economies”, **NBER Working Paper Series**, 17780, 1-60.

IMF (2012), “World Economic Outlook: Coping with High Debt and Sluggish Growth”, **World Economic and Financial Surveys**, Washington: International Monetary Fund.

\_\_\_\_ (2013), “The Interaction of Monetary and Macroprudential Policies”, **IMF Policy Paper**, 1-34.

Ioannidou, Vasso; Ongena, Steven ve Peydro, José-Luis (2015), “Monetary Policy, Risk-Taking, and Pricing: Evidence from a Quasi-Natural Experiment”, **Review of Finance**, 19 (1), 95-144.

Jimenez, Gabriel; Ongena, Steven; Peydro, José-Luis ve Saurina, Jesús (2008), “Hazardous Times for Monetary Policy: What Do Twenty-Three Million Bank Loans Say About the Effects of Monetary Policy on Credit Risk-Taking?”, **Econometrica**, 82 (2), 463-505.

JP Morgan Chase & Co. 2010 Yılı Faaliyet Raporu, [https://www.jpmorgan.com/directdoc/turkey\\_YE2010\\_Genel\\_Merkez.pdf](https://www.jpmorgan.com/directdoc/turkey_YE2010_Genel_Merkez.pdf) (20.05.2016)

Kansu, Aydan (2012), **Konut Balonundan Finansal Krize; ABD Mortgage Krizi**, 1. Baskı, İstanbul: Scala Yayıncılık.

Kara, Hakan (2012a), “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası”, **İktisat İşletme ve Finans**, 27 (315), 9-36.

\_\_\_\_\_ (2012b), “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası”, **Pamukkale Üniversitesi Ekonomi Yaz Seminerleri Açılış Paneli**, 6 Temmuz 2012.

\_\_\_\_\_ (2015), “Faiz Koridoru ve Para politikası Duruşu”, **TCMB Ekonomi Notları**, 13, 1-12.

Kindleberger, Charles P. (1978), **Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises**, 1th Ed., New York: Basic Books.

Kohn, Donald L. (2006), “Monetary Policy and Asset Prices Revisited”, **Cato Journal**, 29 (1), 31-44.

Krugman, Paul (2015), **Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü ve Küresel Kriz**, 7. Baskı, İstanbul: Literatür Yayınları.

Krugman, Paul ve Wells, Robin (2013), **Makro İktisat**, 2. Baskıdan Çeviri, Ankara: Palme Yayıncılık.

\_\_\_\_\_ (2015), **Macroeconomics**, 4th Ed., New York, United States: Worth Publishers.

Küçük, Hande; Özlü, Pınar; Talaslı, Anıl; Ünalmış, Deren ve Yüksel, Canan (2013), “Likidite Yönetimi ve BIST Faiz Farkı”, **TCMB Ekonomi Notları**, 25, 1-12.

\_\_\_\_\_ (2015), “Interest Rate Corridor, Liquidity Management and the Overnight Spread”, **Contemporary Economic Policy (ISSN 1465-7287)**, 1-16.

Küçüksaraç, Doruk (2016), “Para Politikası Faizlerinin ve Duruşunun Kısa Vadeli Piyasa Faizlerine Geçişkenliği”, **TCMB Ekonomi Notları**, 5, 1-11.

Küçüksaraç, Doruk ve Özel, Özgür (2012), “Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyonu Katsayılarının Hesaplanması”, **TCMB Çalışma Tebliği**, 32, 1-31.

\_\_\_\_\_ (2013), “Gecelik Kur Takası Faizleri ve BIST Gecelik Repo Faizleri”, **BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar**, 7 (2), 37-53.

Mimir, Yasin; Sunel, Enes ve Taşkın, Temel (2012), “Bir Kredi Politikası Aracı Olarak Zorunlu Karşılıklar”, **TCMB Working Paper**, 24, 1-37.

Mishkin, Frederic Stanley (2011a), **Para, Bankacılık ve Finansal Piyasalar İktisadı**, 8. Baskıdan Çeviri, Ankara: Akademik Yayıncılık.

\_\_\_\_\_ (2011b), “Monetary Policy Strategy: Lessons From the Crisis”, **NBER Working Paper Series**, 16755, 1-62.

\_\_\_\_\_ (2011c), “How Should Central Banks Respond to Asset-Price Bubbles? The ‘Lean’ versus ‘Clean’ Debate After the GFC”, **Reserve Bank of Australia Bulletin**, 59-70.

\_\_\_\_\_ (2013), **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, 10th Ed., Harlow, United Kingdom: Pearson Education Limited.

- 
- (2014), “Central Banking After The Crisis”, **Macroeconomic and Financial Stability: Challenges for Monetary Policy**, 19, 23-59.
- Mishkin, Frederic Stanley; Matthews, Kent ve Giuliadori, Massimo (2013), **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, European Edition, Harlow, United Kingdom: Pearson Education Limited.
- Mishkin, Frederic Stanley ve Eakins, Stanley G. (2012), **Financial Markets and Institutions**, 7th Ed., Boston, United States: Prentice Hall.
- Moosa, Imad A. (2015), **Good Regulation, Bad Regulation: The Anatomy of Financial Regulation**, Edition/Format: eBook, New York: Palgrave Macmillan.
- Obstfeld, Maurice ve Rogoff, Kenneth (2009), “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes”, **CEPR Discussion Paper**, 7606.
- Oduncu, Arif; Ermişoğlu, Ergun ve Akçelik, Yasin (2013), “Merkez Bankasının Yeni Enstrümanı Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Kur Oynaklığı”, **Bankacılar Dergisi**, 86, 43-52.
- Posen, Adam S. (2009), “Finding the Right Tool for Dealing with Asset Price Booms.” **Speech to the MPR Monetary policy and the Markets Conference**, 1-26.
- Raddatz, Claudio (2010), “How Important was the Worldwide Use of Wholesale Funds for the International Transmission of the US Subprime Crisis?”, <http://voxeu.org/article/how-bank-credit-market-funding-helped-spread-global-crisis> (20.05.2016)
- Rajan, Raghuram G. (2006), “Has Finance Made the World Riskier?”, **European Financial Management**, 12 (4), 499-533.
- Reinhart, Carmen M. ve Rogoff, Kenneth S. (2009), **“This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly”**, Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Reinhart, Carmen M. ve Reinhart, Vincent R. (2010), “After the Fall”, **NBER Working Paper**, 16334, 1-46.

Roubini, Nouriel ve Mihm, Stephen (2012), **Kriz Ekonomisi: Dünya Ekonomisinin Çöküşü ve Geleceği**, 1. Baskı, İstanbul: Pegasus Yayınları.

Schoenmaker, Dirk (2011), “The Financial Trilemma”, **Economics Letters**, 111, 57-59.

\_\_\_\_\_ (2013), **Governance of International Banking: The Financial Trilemma**, Edition/Format: eBook, New York: Oxford University Press.

Selgin, George A. (2013), “Merkez Bankacılığın Gereksizliği”, **Liberal Düşünce**, 17-24.

Shiller, Robert (2000), **Irrational Exuberance**, Princeton: Princeton University Press.

Shin, Hyun Song (2013), “Adapting Macro Prudential Approaches to Emerging and Developing Economies”, Otaviano Canuto ve Swati R. Ghosh (Ed.), **Dealing with the Challenges of Macro Financial Linkages in Emerging Markets**, içinde (17-55), World Bank, Washington, D.C.

Shirai, Sayuri (2014), “Japan’s Monetary Policy in a Challenging Environment”, **Eurasian Economic Review**, 4 (1), 3-24.

Sommers, Jack (2009), “CDOs and CDS: The Insatiable Appetite for Innovation”, [http://www.gioa.us/presentations/2009/Sommers\\_IRM.ppt](http://www.gioa.us/presentations/2009/Sommers_IRM.ppt) (20.05.2016)

Soros, George (2014), “Anatomy of a Crisis”, [www.georgesoros.com/interview](http://www.georgesoros.com/interview). (22.08.2014)

Stiglitz, Joseph Eugene (2012), **Serbest Düşüş: Amerika, Serbest Piyasalar ve Dünya Ekonomisinin Çöküşü**, 1. Baskı, İstanbul: Gündoğan Yayınları: Hiperlink Yayınları.

Taylor, John B. (2007), “Housing and Monetary Policy,” **Housing, Housing Finance, and Monetary Policy Symposium**, Jackson Hole, WY: Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium.

\_\_\_\_\_ (2010), “Getting Off Track: How Government Actions and Interventions, Caused, Prolonged and Worsened the Financial Crisis”, **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, 92 (3), 165-76.

TCMB (2011a), 2012 Yılında Para ve Kur Politikası, 1-30, Ankara: TCMB Yayınları.

\_\_\_\_\_ (2011b), Yıllık Rapor 2010, Ankara: TCMB Yayınları.

\_\_\_\_\_ (2012a), 2013 Yılı Para ve Kur Politikası, 1-37, Ankara: TCMB Yayınları.

\_\_\_\_\_ (2012b), Finansal İstikrar Raporu Kasım 2012, Ankara: TCMB Yayınları.

\_\_\_\_\_ (2012c), TCMB Bülten-Aralık 2012, 28, 1-6.

\_\_\_\_\_ (2012d), Yıllık Rapor 2011, Ankara: TCMB Yayınları.

\_\_\_\_\_ (2013a), Enflasyon ve Fiyat İstikrarı Kitapçığı, 1-25, Ankara: TCMB Yayınları.

\_\_\_\_\_ (2013b), Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2013, Ankara: TCMB Yayınları.

\_\_\_\_\_ (2013c), Finansal İstikrar Raporu Kasım 2013, Ankara: TCMB Yayınları.

\_\_\_\_\_ (2013d), TCMB Bülten-Aralık 2013, 32, 1-6.

\_\_\_\_\_ (2013e), Yıllık Rapor 2012, Ankara: TCMB Yayınları.

\_\_\_\_\_ (2014a), Finansal İstikrar Raporu Kasım 2014, Ankara: TCMB Yayınları.

\_\_\_\_\_ (2014b), Yıllık Rapor 2013, Ankara: TCMB Yayınları.

\_\_\_\_\_ (2015a), Türkiye’de Finansal İstikrar Gelişmeleri, Ankara: TCMB Yayınları.

\_\_\_\_\_ (2015b), Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2015, Ankara: TCMB Yayınları.

\_\_\_\_\_ (2015c), TCMB Bülten-Eylül 2015, 39, 1-6.

\_\_\_\_\_ (2015d), Finansal İstikrar Raporu Kasım 2015, Ankara: TCMB Yayınları.

\_\_\_\_\_ (2015e), 2016 Yılı Para ve Kur Politikası, 9 Aralık 2015 Ankara.

\_\_\_\_\_ (2015f), Yıllık Rapor 2014, Ankara: TCMB Yayınları.

- \_\_\_\_\_ (2016a), “Terimler Sözlüğü”,  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Bottom+Menu/Egitim-Akademik/Terimler+Sozlugu> (20.05.2016).
- \_\_\_\_\_ (2016b), “TCMB Zorunlu Karşılık Oranlarına İlişkin Kararlar”,  
<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/ZK/Zorunlu+Karsilik+Oranlari> (16.12.2015).
- \_\_\_\_\_ (2016c), Yıllık Rapor 2015, Ankara: TCMB Yayınları.
- \_\_\_\_\_ (2016d), TCMB Bülten-Mart 2016, 41, 1-6.
- Tinbergen, Jan (1952), **On the Theory of Economic Policy**, Amsterdam: North Holland.
- Turner, Philip (2010), “Central Banks and the Financial Crisis”, **BIS Papers**, 51, 21-25.
- Türker, Murat (2015), “Finansal Güvenlik Sistemi Erken Uyarı Modeli: Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Bir Uygulama ve Politika Önerileri”, Türkiye Bankalar Birliği Yayın No: 313, İstanbul.
- Ünalıış, Deren (2015), “Faiz koridoru, Likidite Yönetimi ve Para Piyasalarında Efektif Fonlama Faizi”, **TCMB Ekonomi Notları**, 20, 1-13.
- Ünalıış, Deren ve Ünalıış, İbrahim (2015), “Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödenmesi”, **TCMB Ekonomi Notları**, 1, 1-12.
- White, William R. (2004), “Making Macroprudential Concerns Operational”, **Financial Stability Symposium**, Amsterdam: Netherlands Bank, [www.bis.org/speeches/sp041026.htm](http://www.bis.org/speeches/sp041026.htm)
- White, William R. (2009), “Should Monetary Policy “Lean or Clean”?”, **Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper**, 34,1-24.
- Whitesell, William (2006), “Interest Rate Corridors and Reserves”, **Journal of Monetary Economics**, 53 (6), 1177-1195.



Woodford, Michael (2004), "Inflation Targeting and Optimal Monetary Policy," **Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Review**, 86 (4), 15-41.

\_\_\_\_\_ (2005), "Central-Bank Communication and Policy Effectiveness," **The Greenspan Era: Lessons for the Future Symposium**, (399-474), Jackson Hole, Wyoming: Federal Reserve Bank of Kansas City.

<http://www.debtdeflation.com/blogs/manifesto/> (20.05.2016)

<http://www.pennystockegghead.onl/penny-stocks/real-estate-investment-understanding-a-tranche/> (20.05.2016)

<https://commons.wikimedia.org/w/index.php?curid=4913402> (20.05.2016)

[https://commons.wikimedia.org/wiki/File:Leverage\\_Ratios.png](https://commons.wikimedia.org/wiki/File:Leverage_Ratios.png) (20.05.2016)

[https://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/e/ef/U.S.\\_Home\\_Ownership\\_and\\_Subprime\\_Origination\\_Share.png](https://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/e/ef/U.S._Home_Ownership_and_Subprime_Origination_Share.png) (20.05.2016)



### Ek-1: 2010 Yılı TCMB Para Politikası Kurulu Toplantı Kararları

|                 |                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|-----------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 14 Ocak 2010    | PPK toplantısı yapıldı. Gecelik borçlanma faiz oranı % 6,50, borç verme faiz oranı % 9 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                                                                           |
| 16 Şubat 2010   | PPK toplantısı yapıldı. Gecelik borçlanma faiz oranı % 6,50, borç verme faiz oranı % 9 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                                                                           |
| 18 Mart 2010    | PPK toplantısı yapıldı. Gecelik borçlanma faiz oranı % 6,50, borç verme faiz oranı % 9 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                                                                           |
| 13 Nisan 2010   | PPK toplantısı yapıldı. Gecelik borçlanma faiz oranı % 6,50, borç verme faiz oranı % 9 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                                                                           |
| 14 Nisan 2010   | “Para Politikası Çıkış Stratejisi” bir basın duyurusu ile açıklandı.                                                                                                                                                                                                      |
| 26 Nisan 2010   | YP zorunlu karşılık oranı 0,5 puan artırılarak % 9,5 düzeyine yükseltildi.                                                                                                                                                                                                |
| 18 Mayıs 2010   | PPK toplantısı yapıldı. “Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının” politika faiz oranı niteliği kazandığı açıklandı ve teknik faiz ayarlaması ile bu oran % 7 olarak belirlendi. Gecelik borçlanma faiz oranı % 6,50, borç verme faiz oranı % 9 düzeyinde sabit tutuldu. |
| 20 Mayıs 2010   | Bir hafta vadeli repo ihalelerinin yöntemine ilişkin düzenlemeleri içeren basın duyurusu ilan edildi. İhaleler, PPK tarafından tespit edilen sabit faiz oranından miktar ihalesi yöntemine göre gerçekleştirilmeye başlandı.                                              |
| 17 Haziran 2010 | PPK toplantısı yapıldı. Politika faiz oranı olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı % 7; gecelik borçlanma faiz oranı % 6,50, borç verme faiz oranı % 9 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                      |
| 24 Haziran 2010 | Etkin likidite yönetimi çerçevesinde yılın ikinci yarısında piyasadan yapılacak devlet iç borçlanma senedi alım ihalelerinin esasları bir basın duyurusu ile açıklandı.                                                                                                   |
| 15 Temmuz 2010  | PPK toplantısı yapıldı. Politika faiz oranı olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı % 7; gecelik borçlanma faiz oranı % 6,50, borç verme faiz oranı % 9 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                      |
| 29 Temmuz 2010  | YP zorunlu karşılık oranı % 9,5’ten % 10’a yükseltildi.                                                                                                                                                                                                                   |
| 2 Ağustos 2010  | Döviz alım ihalelerinde alımı yapılacak tutarın günlük 40 milyon ABD doları ihale ve 40 milyon ABD doları opsiyon olmak üzere en fazla 80 milyon ABD doları olarak artırılmasına karar verildi.                                                                           |
| 19 Ağustos 2010 | PPK toplantısı yapıldı. Politika faiz oranı olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı % 7; gecelik borçlanma faiz oranı % 6,50, borç verme faiz oranı % 9 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                      |
| 16 Eylül 2010   | PPK toplantısı yapıldı. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı % 7 düzeyinde sabit tutuldu. Gecelik borçlanma faiz oranı % 6,50’den % 6,25’e, borç verme faiz oranı % 9’dan % 8,75’e indirildi.                                                       |
| 23 Eylül 2010   | •Türk parası zorunlu karşılık oranı 0,5 puan artırılarak % 5,5’e ve YP zorunlu karşılık oranı 1 puan artırılarak % 11’e yükseltildi.<br>•Türk parası zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son verildi.                                                         |
| 1 Ekim 2010     | Döviz alım ihalelerinde döviz arzının fazla olduğu dönemlerde daha fazla alım yapmak amacıyla değişiklik yapıldığı duyuruldu.                                                                                                                                             |
| 14 Ekim 2010    | PPK toplantısı yapıldı. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı % 7 düzeyinde sabit tutuldu. Gecelik borçlanma faiz oranı % 6,25’ten % 5,75’e indirildi, borç verme faiz oranı % 8,75 düzeyinde sabit tutuldu.                                         |
| 15 Ekim 2010    | •TCMB, Döviz Depo Piyasasındaki aracılık işlevine ve APİ çerçevesinde gerçekleştirilen 3 ay vadeli repo ihalelerine ihtiyacın azaldığını dikkate alarak son verdi.<br>•Piyasa yapıcısı bankalara repo imkânının sadece gecelik vadede kullanılmasına karar verildi.       |
| 11 Kasım 2010   | PPK toplantısı yapıldı. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı % 7 düzeyinde sabit tutuldu. Gecelik borçlanma faiz oranı % 5,75’ten % 1,75’e düşürüldü, borç verme faiz oranı % 8,75 düzeyinde sabit tutuldu.                                         |
| 12 Kasım 2010   | Türk parası zorunlu karşılık oranı 0,5 puan artırılarak % 6 düzeyine yükseltildi.                                                                                                                                                                                         |
| 16 Aralık 2010  | PPK toplantısı yapıldı. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı % 7’den % 6,50’ye düşürüldü. Gecelik borçlanma faiz oranı % 1,75’ten % 1,50’ye düşürüldü, borç verme faiz oranı % 8,75’ten % 9 düzeyine yükseltildi.                                   |
| 17 Aralık 2010  | TL zorunlu karşılık oranı, mevduatın vade yapısına göre farklılaştırılarak yeniden belirlendi.                                                                                                                                                                            |

**Kaynak:** TCMB, 2011b

## Ek-2: 2011 Yılı TCMB Para Politikası Kurulu Toplantı Kararları

|                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|-----------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 7 Ocak 2011     | TL zorunlu karşılık oranları vadeye göre farklılaştırıldı ve repo işlemlerinden sağlanan fonlar zorunlu karşılık uygulamasına tabi tutulmaya başlandı.                                                                                                                                       |
| 20 Ocak 2011    | PPK toplantısı yapıldı. Politika faiz oranı olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %6,50'den %6,25'e düşürüldü. Gecelik borçlanma faiz oranı %1,50; gecelik borç verme faiz oranı %9 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                           |
| 4 Şubat 2011    | TL zorunlu karşılık oranları yeniden belirlendi.                                                                                                                                                                                                                                             |
| 15 Şubat 2011   | PPK toplantısı yapıldı. Politika faiz oranı olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %6,25; gecelik borçlanma faiz oranı %1,50; gecelik borç verme faiz oranı %9 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                 |
| 23 Mart 2011    | PPK toplantısı yapıldı. Politika faiz oranı olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %6,25; gecelik borçlanma faiz oranı %1,50; gecelik borç verme faiz oranı %9 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                 |
| 1 Nisan 2011    | TL zorunlu karşılık oranları yeniden belirlendi.                                                                                                                                                                                                                                             |
| 21 Nisan 2011   | PPK toplantısı yapıldı. Politika faiz oranı olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %6,25; gecelik borçlanma faiz oranı %1,50; gecelik borç verme faiz oranı %9 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                 |
| 29 Nisan 2011   | YP zorunlu karşılık oranları vadeye göre farklılaştırılarak, TL zorunlu karşılık oranları kısa vadeli yükümlülükler için artırıldı.                                                                                                                                                          |
| 25 Mayıs 2011   | PPK toplantısı yapıldı. Politika faiz oranı olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %6,25; gecelik borçlanma faiz oranı %1,50; gecelik borç verme faiz oranı %9 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                 |
| 31 Mayıs 2011   | Günlük döviz ihalelerinde alımı yapılacak tutar 50 milyon ABD dolarından 40 milyon ABD dolarına düşürüldü.                                                                                                                                                                                   |
| 23 Haziran 2011 | PPK toplantısı yapıldı. Politika faiz oranı olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %6,25; gecelik borçlanma faiz oranı %1,50; gecelik borç verme faiz oranı %9 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                 |
| 29 Haziran 2011 | Günlük döviz ihalelerinde alımı yapılacak tutar 40 milyon ABD dolarından 30 milyon ABD dolarına düşürüldü.                                                                                                                                                                                   |
| 21 Temmuz 2011  | PPK toplantısı yapıldı. Politika faiz oranı olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %6,25; gecelik borçlanma faiz oranı %1,50; gecelik borç verme faiz oranı %9 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                 |
| 22 Temmuz 2011  | YP zorunlu karşılık oranları uzun vadeli yükümlülükler için azaltılırken, bir yıldan kısa vadeli yükümlülükler için sabit tutuldu.                                                                                                                                                           |
| 25 Temmuz 2011  | Döviz alım ihalelerine ara verildi.                                                                                                                                                                                                                                                          |
| 4 Ağustos 2011  | PPK ara toplantısı yapıldı. Politika faiz oranı olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %6,25'ten %5,75'e düşürüldü. Gecelik borçlanma faiz oranı %1,50'den %5'e yükseltildi. Gecelik borç verme faiz oranı ise %9 düzeyinde sabit tutuldu.                                              |
| 5 Ağustos 2011  | YP zorunlu karşılık oranları tüm vadeler için azaltıldı.                                                                                                                                                                                                                                     |
| 5 Ağustos 2011  | Gerekli görülen günlerde döviz satım ihaleleri yoluyla piyasaya döviz likiditesi sağlanmasına başlandı.                                                                                                                                                                                      |
| 9 Ağustos 2011  | TCMB taraflı işlemlerde borç verme faiz oranı ABD doları için %5,5'ten %4,5'e, euro için %6,5'ten %5,5'e düşürüldü.                                                                                                                                                                          |
| 23 Ağustos 2011 | PPK toplantısı yapıldı. Politika faiz oranı olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %5,75; gecelik borçlanma faiz oranı %5; gecelik borç verme faiz oranı %9 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                    |
| 16 Eylül 2011   | TL yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların %10'una kadarının YP cinsinden tesis edilebilmesi imkânı getirildi.                                                                                                                                                       |
| 20 Eylül 2011   | PPK toplantısı yapıldı. Politika faiz oranı olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %5,75; gecelik borçlanma faiz oranı %5; gecelik borç verme faiz oranı %9 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                    |
| 30 Eylül 2011   | YP ve TL zorunlu karşılık oranlarında indirimle gidildi. TL diğer yükümlülükler vadeye göre farklılaştırıldı ve TL zorunlu karşılıkların YP olarak tutulabilecek kısmına ilişkin üst sınır %10'dan %20'ye yükseltildi.                                                                       |
| 14 Ekim 2011    | Kıymetli maden depo hesapları için tutulması gereken zorunlu karşılıkların tamamına kadar olan kısmı ile kıymetli maden depo hesapları hariç YP yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların %10'una kadarının standart altın olarak tesis edilebilmesi imkânı getirildi. |
| 20 Ekim 2011    | PPK toplantısı yapıldı. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %5,75; gecelik borçlanma faiz oranı %5 düzeyinde sabit tutuldu. Gecelik borç verme faiz oranı %9'dan %12,5'e yükseltildi.                                                                                 |

## Ek-2: (Devamı)

|                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|----------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 28 Ekim 2011   | TL zorunlu karşılık oranları yeniden belirlendi. TL zorunlu karşılıkların %10'una kadarının standart altın olarak tesis edilebilmesi imkânı getirildi ve YP olarak tutulabilecek kısmına ilişkin üst sınır %20'den %40'a yükseltildi.                                                                                                                                                                                           |
| 10 Kasım 2011  | TCMB, Döviz ve Efektif Piyasaları Döviz Depo Piyasası'ndaki aracılık faaliyetlerine yeniden başladı.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| 23 Kasım 2011  | PPK toplantısı yapıldı. Politika faiz oranı olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %5,75; gecelik borçlanma faiz oranı %5, gecelik borç verme faiz oranı %12,5 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                                                                                                                                                    |
| 25 Kasım 2011  | TCMB, bankaların likidite yönetimlerini kolaylaştırmak ve toplam fonlama maliyetlerini öngörebilmelerine yardımcı olmak amacıyla bir hafta vadeli repo ihalesi ile sağlamayı planladığı fonlama miktarı hakkında kamuoyunu düzenli olarak bilgilendireceğini duyurdu.                                                                                                                                                           |
| 29 Kasım 2011  | Gerçekleştirilmesi planlanan döviz satım ihaleleri hakkında önceden düzenli olarak kamuoyunun bilgilendirileceği duyuruldu. 29 Kasım 2011 tarihinden itibaren iki iş günü içinde satılacak en fazla tutarın ilan edilmesi kararlaştırılmıştır                                                                                                                                                                                   |
| 22 Aralık 2011 | PPK toplantısı yapıldı. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %5,75; gecelik borçlanma faiz oranı %5, gecelik borç verme faiz oranı ise %12,5 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                                                                                                                                                     |
| 27 Aralık 2011 | Döviz ve Efektif Piyasaları Döviz Depo Piyasası'nda bankaların TCMB'den alabilecekleri döviz depolarının vadesi 1 haftadan 1 aya yükseltildi.                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| 27 Aralık 2011 | Bir sonraki PPK toplantısına kadar olan dönemde açılacak günlük döviz ihalelerinde satılabilecek en yüksek tutarın 1,350 milyon dolar, takip eden iki günde satılabilecek en yüksek tutarın ise 1,700 milyon dolar düzeyinde ilan edilmeye devam edileceği, ancak istisnai durumlarda ise açıklanan sınırlar içinde kalmak kaydıyla alınan tekliflerin 50 milyon dolardan daha yüksek bir kısmının karşılanabileceği duyuruldu. |
| 30 Aralık 2011 | Günlük olarak düzenlenen bir hafta vadeli repo ihalelerinin yanı sıra her hafta cuma günlerinde bir ay vadeli (dört hafta) repo ihalesi düzenlenmeye başlanacağı duyuruldu.                                                                                                                                                                                                                                                     |
| 30 Aralık 2011 | Döviz doğrudan müdahale edilen günlerde de döviz satım ihalesi düzenlenmeye devam edileceği duyuruldu.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |

**Kaynak:** TCMB, 2012d

### Ek-3: 2012 Yılı TCMB Para Politikası Kurulu Toplantı Kararları

|                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|-----------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 24 Ocak 2012    | PPK toplantısı yapıldı. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %5,75; gecelik borçlanma faiz oranı %5; gecelik borç verme faiz oranı %12,5 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                                                                                                                                       |
| 24 Ocak 2012    | Düzenli döviz satım ihalelerine son verildi. Gün içi ihalelerde günlük olarak satılabilecek en yüksek tutar, toplam 500 milyon ABD doları olarak sınırlandırıldı.                                                                                                                                                                                                                                             |
| 21 Şubat 2012   | PPK toplantısı yapıldı. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %5,75; gecelik borçlanma faiz oranı %5 düzeyinde sabit tutuldu. Gecelik borç verme faiz oranı %12,5'ten %11,5'e düşürüldü.                                                                                                                                                                                                 |
| 27 Mart 2012    | PPK toplantısı yapıldı. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %5,75; gecelik borçlanma faiz oranı %5; gecelik borç verme faiz oranı %11,5 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                                                                                                                                       |
| 27 Mart 2012    | •TL yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların altın olarak tesis edilebilecek kısmı %10'dan %20'ye yükseltildi.<br>•Kıymetli maden hariç YP yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların altın olarak tesis edilebilecek kısmı %10'dan %0'a indirildi.                                                                                                               |
| 18 Nisan 2012   | PPK toplantısı yapıldı. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %5,75; gecelik borçlanma faiz oranı %5; gecelik borç verme faiz oranı %11,5 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                                                                                                                                       |
| 29 Mayıs 2012   | PPK toplantısı yapıldı. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %5,75; gecelik borçlanma faiz oranı %5; gecelik borç verme faiz oranı %11,5 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                                                                                                                                       |
| 29 Mayıs 2012   | TL yükümlülükler için tahsis edilecek zorunlu karşılıkların YP olarak tutulabilecek kısmına ilişkin üst sınır %45'e yükseltildi. Ek %5'lik dilimine denk gelen tutar için ROK "1,4" olarak belirlendi                                                                                                                                                                                                         |
| 21 Haziran 2012 | PPK toplantısı yapıldı. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %5,75; gecelik borçlanma faiz oranı %5; gecelik borç verme faiz oranı %11,5 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                                                                                                                                       |
| 21 Haziran 2012 | •TL yükümlülükler için tahsis edilecek zorunlu karşılıkların YP olarak tutulabilecek kısmına ilişkin üst sınır %50'ye yükseltildi. %5'lik ilave dilime denk gelen tutar için ROK "1,7" olarak belirlendi.<br>•Zorunlu karşılıkların altın olarak tesis edilebilmesine ilişkin üst sınır %25'e yükseltirken, ilave %5'lik ikinci dilime denk gelen tutar için ROK "1,5" olarak belirlendi.                     |
| 19 Temmuz 2012  | PPK toplantısı yapıldı. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %5,75; gecelik borçlanma faiz oranı %5; gecelik borç verme faiz oranı %11,5 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                                                                                                                                       |
| 19 Temmuz 2012  | TL zorunlu karşılıkların döviz olarak tesis edilmesine ilişkin üst sınır %55'e yükseltildi ve ilave %5'lik dilim için ROK "1,9" olarak belirlendi.                                                                                                                                                                                                                                                            |
| 16 Ağustos 2012 | PPK toplantısı yapıldı. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %5,75; gecelik borçlanma faiz oranı %5; gecelik borç verme faiz oranı %11,5 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                                                                                                                                       |
| 16 Ağustos 2012 | •TL zorunlu karşılıkların döviz olarak tesis edilmesine ilişkin üst sınır %60'a yükseltildi. İlave %5'lik dilime denk gelen tutar için ROK "2" olarak belirlendi. İlk %40'lık dilime denk gelen tutara ilişkin ROK "1,1"e yükseltildi.<br>•Zorunlu karşılıkların altın olarak tesis edilebilmesine ilişkin üst sınır %30'a yükseltirken, ilave %5'lik dilime denk gelen tutar için ROK "2" olarak belirlendi. |
| 18 Eylül 2012   | PPK toplantısı yapıldı. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %5,75; gecelik borçlanma faiz oranı %5 düzeyinde sabit tutuldu. Gecelik borç verme faiz oranı %11,5'ten %10'a düşürüldü.                                                                                                                                                                                                   |
| 18 Eylül 2012   | TL yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların döviz olarak tutulabileceği bütün dilimlere ilişkin ROK'lar "0,2" puan artırıldı.                                                                                                                                                                                                                                                          |
| 28 Eylül 2012   | ABD doları cinsinden zorunlu karşılık yükümlülükleri için sadece ABD doları cinsinden zorunlu karşılık tesis edilmesine karar verildi.                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| 18 Ekim 2012    | PPK toplantısı yapıldı. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %5,75; gecelik borçlanma faiz oranı %5 düzeyinde sabit tutuldu. Gecelik borç verme faiz oranı %10'dan %9,5'e düşürüldü.                                                                                                                                                                                                    |
| 18 Ekim 2012    | ROK bütün dilimlerde "0,1" puan artırıldı.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| 20 Kasım 2012   | PPK toplantısı yapıldı. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %5,75; gecelik borçlanma faiz oranı %5 düzeyinde sabit tutuldu. Gecelik borç verme faiz oranı %9,5'ten %9'a düşürüldü.                                                                                                                                                                                                     |
| 20 Kasım 2012   | ROK, TL yükümlülüklerin döviz olarak tutulabileceği %40'lık ilk dilimden sonra gelen dilimlerde "0,1" puan artırıldı. ROK, TL yükümlülüklerin altın olarak tutulabileceği bütün dilimlerde "0,2" puan artırıldı.                                                                                                                                                                                              |
| 18 Aralık 2012  | PPK toplantısı yapıldı. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %5,75'ten %5,5'e düşürüldü. Gecelik borçlanma faiz oranı %5; borç verme faiz oranı %9 oranında sabit tutuldu.                                                                                                                                                                                                              |
| 18 Aralık 2012  | Yabancı para zorunlu karşılık oranları 1 yıl ve daha uzun vadeli mevduat ile 3 yıldan uzun vadeli diğer yükümlülükler haricinde kalan vadeler için 0,5 puan artırıldı.                                                                                                                                                                                                                                        |
| 25 Aralık       | ABD doları için %4,5, euro için %5,5 olan TCMB taraflı döviz depo faiz oranları her iki                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |

### Ek-3: (Devamı)

|                   |                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|-------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2012              | para birimi için %10'a yükseltildi.                                                                                                                                                                                                                                           |
| 25 Aralık<br>2012 | Döviz ve Efektif Piyasaları Döviz Depo Piyasasında, bankaların kendilerine tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde TCMB'den alabilecekleri döviz depolarının vadesi 1 aydan 1 haftaya indirildi.<br><br>Döviz depo faiz oranları, ABD doları ve euro için %10'a yükseltildi. |

**Kaynak:** TCMB, 2013e

#### Ek-4: 2013 Yılı TCMB Para Politikası Kurulu Toplantı Kararları

|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|--------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 22 Ocak 2013       | PPK toplantısı yapıldı. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %5,5 seviyesinde sabit tutuldu. TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %5'ten %4,75'e, borç verme faiz oranı %9'dan %8,75'e indirildi.                                                                                               |
| 1 Şubat 2013       | TL ve YP zorunlu karşılık oranlarında belirli vadeler için artış yapıldı.                                                                                                                                                                                                                                          |
| 15 Şubat 2013      | ROK'lar yeniden düzenlendi.                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| 19 Şubat 2013      | PPK Toplantısı yapıldı. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %5,5 düzeyinde sabit tutuldu. TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %4,75'ten %4,50'ye, borç verme faiz oranı %8,75'ten %8,50'ye indirildi.                                                                                         |
| 1 Mart 2013        | TL ve YP zorunlu karşılık oranlarında belirli vadeler için artış yapıldı.                                                                                                                                                                                                                                          |
| 26 Mart 2013       | PPK Toplantısı yapıldı. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %5,5, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %4,5 düzeyinde sabit tutuldu; borç verme faiz oranı %8,5'ten %7,5'e indirildi.                                                                                                          |
| 29 Mart 2013       | ROK'lar yeniden düzenlendi.                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| 16 Nisan 2013      | PPK Toplantısı yapıldı. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %5,5'ten %5'e, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %4,5'ten %4'e, borç verme faiz oranı ise %7,5'ten %7'ye indirildi.                                                                                                             |
| 26 Nisan 2013      | ROK'lar yeniden düzenlendi.                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| 16 Mayıs 2013      | PPK toplantısı yapıldı. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %5'ten %4,5'e, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %4'ten %3,5'e, borç verme faiz oranı %7'den %6,5'e indirildi.                                                                                                                  |
| 24 Mayıs 2013      | YP zorunlu karşılık oranları ve ROK'lar yeniden düzenlendi.                                                                                                                                                                                                                                                        |
| 11 Haziran 2013    | •Döviz piyasasındaki aşırı oynaklığın fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerindeki olası etkilerini gidermek amacıyla gerekli görülen günlerde "kısa süreli ek parasal sıkılaştırma uygulamalarının" başlatılmasına karar verildi.<br>•Gün içi döviz satım ihaleleri düzenlenmesine ilişkin esaslar yayımlandı. |
| 18 Haziran 2013    | PPK toplantısı yapıldı. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %4,5 düzeyinde, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %3,5 düzeyinde, borç verme faiz oranı %6,5 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                           |
| 20 Haziran 2013    | Döviz satım ihalelerine ilişkin uygulamalar yeniden düzenlendi.                                                                                                                                                                                                                                                    |
| 2 Temmuz 2013      | Döviz satım ihalelerine ilişkin uygulamalar yeniden düzenlendi.                                                                                                                                                                                                                                                    |
| 23 Temmuz 2013     | PPK toplantısı yapıldı. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %4,5, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %3,5 düzeyinde sabit tutulurken borç verme faiz oranı %6,5'ten %7,25'e yükseltildi.                                                                                                     |
| 24 Temmuz 2013     | Para ve döviz piyasalarına yönelik likidite yönetimi uygulamaları yeniden düzenlendi.                                                                                                                                                                                                                              |
| 1 Ağustos 2013     | Gün içi döviz satım ihalelerinin saati 16.30 olarak değiştirildi.                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 20 Ağustos 2013    | PPK toplantısı yapıldı. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %4,5, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %3,5 düzeyinde sabit tutulurken, borç verme faiz oranı %7,25'ten %7,75'e yükseltildi.                                                                                                   |
| 21-22 Ağustos 2013 | Para ve döviz piyasalarındaki likidite yönetimi uygulamaları PPK'da belirlenen strateji doğrultusunda yeniden düzenlendi.                                                                                                                                                                                          |
| 17 Eylül 2013      | PPK toplantısı yapıldı. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %4,5, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %3,5, borç verme faiz oranı %775 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                                               |
| 20 Eylül 2013      | Döviz satım ihale tutarı en az 20 milyon ABD doları olarak değiştirildi.                                                                                                                                                                                                                                           |
| 4 Ekim 2013        | Finansman şirketlerinin zorunlu karşılık uygulaması kapsamına alınması kararlaştırıldı.                                                                                                                                                                                                                            |
| 23 Ekim 2013       | PPK toplantısı yapıldı. Politika faizi olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %4,5, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %3,5, borç verme faiz oranı %775 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                                               |
| 19 Kasım 2013      | PPK toplantısı yapıldı. Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %4,5, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %3,5, borç verme faiz oranı %7,75 düzeyinde sabit tutuldu. 1 ay vadeli repo ihalelerine son verildi.                                                                                                        |



**Ek-4: (Devamı)**

|                |                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|----------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 11 Aralık 2013 | Döviz satım ihale tutarı en az 50 milyon ABD dolarına yükseltildi.                                                                                                                                                                                                       |
| 17 Aralık 2013 | PPK toplantısı yapıldı. Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %4,5 düzeyinde, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %3,5 düzeyinde, borç verme faiz oranı %775 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                     |
| 20 Aralık 2013 | Döviz kurlarında aşırı oynaklık gözlenen günlerde saat 16.30'da yapılan döviz satım ihalesi tutarının minimum tutarın 10 katına kadar artırılabilceğı kararlaştırıldı.                                                                                                   |
| 24 Aralık 2013 | 17 Ocak 2014 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere, zorunlu karşılık hesaplamasında düzenlemeler yapıldı ve ROK'lar düzenlendi.                                                                                                                                        |
| 24 Aralık 2013 | Aralık ayında döviz satım ihale tutarının her gün için minimum 450 milyon ABD doları, 2014 yılının Ocak ayında ise her gün için minimum 100 milyon ABD doları olması, böylelikle 2014 yılı Ocak ayının sonuna kadar en az 6 milyar ABD doları satım yapılması planlandı. |

**Kaynak:** TCMB, 2014b

### Ek-5: 2014 Yılı TCMB Para Politikası Kurulu Toplantı Kararları

|                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|-----------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 17 Ocak 2014    | Zorunlu karşılık hesaplamasında düzenlemeler yapıldı ve ROK'lar düzenlendi.                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| 21 Ocak 2014    | PPK toplantısı yapıldı. Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %4,5 düzeyinde, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %3,5 düzeyinde, marjinal fonlama oranı %7,75 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                                                                                  |
| 23 Ocak 2014    | Döviz kurlarında görülen sağlıksız fiyat oluşumları nedeniyle piyasaya satım yönünde doğrudan müdahale edildi.                                                                                                                                                                                                                                          |
| 28 Ocak 2014    | PPK toplantısı yapıldı. Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %4,5'ten %10'a, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %3,5'ten %8'e, marjinal fonlama oranı %7,75'ten %12'ye yükseltildi.                                                                                                                                                                    |
| 29 Ocak 2014    | Ek parasal sıkılaştırma uygulaması sona erdirilmiştir.                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 18 Şubat 2014   | PPK toplantısı yapıldı. Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %10 düzeyinde, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %8 düzeyinde, marjinal fonlama oranı %12 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                                                                                       |
| 18 Mart 2014    | PPK toplantısı yapıldı. Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %10 düzeyinde, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %8 düzeyinde, marjinal fonlama oranı %12 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                                                                                       |
| 24 Nisan 2014   | PPK toplantısı yapıldı. Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %10 düzeyinde, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %8 düzeyinde, marjinal fonlama oranı %12 düzeyinde sabit tutulurken, geç likidite borç verme faiz oranı ise %15'ten %13,5'e indirilmiştir.                                                                                              |
| 28 Nisan 2014   | Cari işlemler açığında görülen iyileşme eğilimi dikkate alınarak, günlük döviz satım ihale tutarı "en az 50 milyon ABD doları"ndan "en az 40 milyon ABD doları"na indirilmiştir.                                                                                                                                                                        |
| 22 Mayıs 2014   | PPK toplantısı yapıldı. Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %10'dan %9,5'e indirilirken, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %8 düzeyinde, marjinal fonlama oranı %12 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                                                                         |
| 24 Haziran 2014 | PPK toplantısı yapıldı. Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %9,5'ten %8,75'e indirilirken, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %8 düzeyinde, marjinal fonlama oranı %12 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                                                                       |
| 17 Temmuz 2014  | PPK toplantısı yapıldı. Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %8,75'ten %8,25'e, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %8'den %7,5'e indirilirken, marjinal fonlama oranı %12 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                                                                     |
| 25 Temmuz 2014  | Ödemeler dengesi alanındaki olumlu gelişmeler dikkate alınarak, günlük döviz satım ihale tutarı "en az 20 milyon ABD doları"ndan "en az 10 milyon ABD doları"na indirilmiştir.                                                                                                                                                                          |
| 1 Ağustos 2014  | TL zorunlu karşılık yükümlülükleri için tesis edilebilecek döviz cinsi ABD doları ile sınırlandırıldı.                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 27 Ağustos 2014 | PPK toplantısı yapıldı. Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %8,25 düzeyinde, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %75 düzeyinde sabit tutulurken, marjinal fonlama oranı %12'den %11,25 düzeyine, açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkanı faiz oranı %11,5'ten %10,75'e indirildi. |
| 25 Eylül 2014   | PPK toplantısı yapıldı. Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %8,25 düzeyinde, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %75 düzeyinde, marjinal fonlama oranı %11,25 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                                                                                 |
| 29 Eylül 2014   | Döviz kurlarındaki oynaklıkta görülen artış nedeniyle, günlük döviz satım ihale tutarı "en az 10 milyon ABD doları"ndan "en az 40 milyon ABD doları"na yükseltilmiştir.                                                                                                                                                                                 |
| 9 Ekim 2014     | Bankaların bir hafta vadeli olarak TCMB'den son borçlanma imkanı faizleri ABD doları için %10'dan %75'e, euro için %10'dan %6,5'e indirilmiştir.                                                                                                                                                                                                        |
| 21 Ekim 2014    | Finansal kuruluşların zorunlu karşılıklarının TL olarak tutulan kısmına faiz ödeneceği duyuruldu.                                                                                                                                                                                                                                                       |
| 23 Ekim 2014    | PPK toplantısı yapıldı. Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %8,25 düzeyinde, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %75 düzeyinde, marjinal fonlama oranı %11,25 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                                                                                 |
| 20 Kasım 2014   | PPK toplantısı yapıldı. Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %8,25 düzeyinde, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %75 düzeyinde, marjinal fonlama oranı %11,25 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                                                                                 |
| 1 Aralık 2014   | Ödemeler dengesinde beklenen olumlu gelişmeler dikkate alınarak, döviz satım ihale tutarı "en az 40 milyon ABD doları"ndan "en az 20 milyon ABD doları"na indirilmiştir.                                                                                                                                                                                |
| 9 Aralık 2014   | Döviz kurlarındaki oynaklıkta görülen artış nedeniyle, günlük döviz satım ihale tutarı "en az 20 milyon ABD doları"ndan "en az 40 milyon ABD doları"na yükseltilmiştir.                                                                                                                                                                                 |
| 24 Aralık 2014  | PPK toplantısı yapıldı. Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %8,25 düzeyinde, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %75 düzeyinde, marjinal fonlama oranı %11,25 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                                                                                 |

**Kaynak:** TCMB, 2015f

### Ek-6: 2015 Yılı TCMB Para Politikası Kurulu Toplantı Kararları

|                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|-----------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 20 Ocak 2015    | PPK toplantısı yapıldı. Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %8,25'ten %7,75'e indirilirken, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %7,5 düzeyinde, marjinal fonlama oranı %11,25 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                                    |
| 13 Şubat 2015   | YP zorunlu karşılık oranları değiştirildi ve ROK'lar yeniden düzenlendi.                                                                                                                                                                                                                                                   |
| 24 Şubat 2015   | PPK toplantısı yapıldı. Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %7,75'ten %7,5'e, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %7,5'ten %7,25'e, marjinal fonlama oranı %11,25'ten %10,75'e, geç likidite borç verme faiz oranı ise %12,75'ten %12,25'e indirildi.                                                                     |
| 27 Şubat 2015   | •Döviz satım ihalesi tutarının döviz piyasasındaki koşullara göre günlük olarak belirlenmeye başlanacağı ve gerekli görülen günlerde bir gün önceden ilan edilen asgari tutarın %50 fazlasına kadar artırılabilceği duyuruldu.<br>•ROK'lar yeniden düzenlendi.                                                             |
| 19 Ağustos 2015 | Döviz satım ihalesi tutarının gerekli görülen günlerde bir gün önceden ilan edilen asgari tutarın 70 milyon ABD doları fazlasına kadar artırılabilceği duyuruldu.                                                                                                                                                          |
| 10 Mart 2015    | Bankaların TCMB'den alabilecekleri bir hafta vadeli döviz depolarının faiz oranları ABD doları için %7,5'ten %4,5'e, euro için %6,5'ten %2,5'e indirildi.                                                                                                                                                                  |
| 13 Mart 2015    | YP zorunlu karşılık oranları değiştirildi.                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| 17 Mart 2015    | PPK toplantısı yapıldı. Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %7,5 düzeyinde, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %7,25 düzeyinde, marjinal fonlama oranı %10,75 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                                                   |
| 24 Nisan 2015   | Bankaların TCMB'den alabilecekleri bir hafta vadeli döviz depo faiz oranları ABD doları için %4,5'ten %4'e, euro için %2,5'ten %2'ye indirildi.                                                                                                                                                                            |
| 5 Mayıs 2015    | TCMB nezdinde ABD doları cinsinden tutulan zorunlu karşılıklara, rezerv opsiyonlarına ve serbest hesaplara faiz ödenmeye başlandı.                                                                                                                                                                                         |
| 10 Nisan 2015   | Döviz satım ihalesi tutarının gerekli görülen günlerde bir gün önceden ilan edilen asgari tutarın 30 milyon ABD doları fazlasına kadar artırılabilceği duyuruldu.                                                                                                                                                          |
| 22 Nisan 2015   | PPK toplantısı yapıldı. Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %7,5 düzeyinde, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %7,25 düzeyinde, marjinal fonlama oranı %10,75 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                                                   |
| 20 Mayıs 2015   | PPK toplantısı yapıldı. Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %7,5 düzeyinde, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %7,25 düzeyinde, marjinal fonlama oranı %10,75 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                                                   |
| 30 Mayıs 2015   | Türkiye'de kurulmuş bankaların yurt dışı şubelerinin zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerinin kapsamı genişletildi.                                                                                                                                                                                                        |
| 9 Haziran 2015  | Bankaların TCMB'den alabilecekleri bir hafta vadeli döviz depo faiz oranları ABD doları için %4'ten %3,5'e, euro için %2'den %1,5'e indirildi.                                                                                                                                                                             |
| 23 Haziran 2015 | PPK toplantısı yapıldı. Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %7,5 düzeyinde, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %7,25 düzeyinde, marjinal fonlama oranı %10,75 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                                                   |
| 23 Temmuz 2015  | PPK toplantısı yapıldı. Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %7,5 düzeyinde, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %7,25 düzeyinde, marjinal fonlama oranı %10,75 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                                                   |
| 24 Temmuz 2015  | Bir hafta vadeli döviz depo faiz oranı ABD doları için %3,5'ten %3'e indirildi. Gerekli görülmesi halinde ABD doları ve euro için söz konusu oranların ayrı bir basın duyurusuna gerek kalmaksızın iş günlerinde sabah saat 9:30'da her iki yönde değiştirilebileceği ve ilan edildiği gün için geçerli olacağı duyuruldu. |
| 18 Ağustos 2015 | •PPK toplantısı yapıldı. Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %7,5 düzeyinde, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %7,25 düzeyinde, marjinal fonlama oranı %10,75 düzeyinde sabit tutuldu.<br>• "Küresel Para Politikalarının Normalleşme Sürecinde Yol Haritası" duyuruldu.                                                |
| 19 Ağustos 2015 | Döviz satım ihalesi tutarının gerekli görülen günlerde bir gün önceden ilan edilen asgari tutarın 70 milyon ABD doları fazlasına kadar artırılabilceği duyuruldu.                                                                                                                                                          |
| 29 Ağustos 2015 | YP zorunlu karşılık oranları değiştirildi.                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| 1 Eylül 2015    | •Bankaların TCMB nezdindeki döviz ve efektif piyasalarında işlem yapma limitleri, yaklaşık %130 oranında artırılarak 50 milyar ABD dolarına yükseltildi.<br>•TL olarak tutulan zorunlu karşılıklara ödenen faiz oranı artırıldı.                                                                                           |
| 22 Eylül 2015   | PPK toplantısı yapıldı. Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %7,5 düzeyinde, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %7,25 düzeyinde, marjinal fonlama oranı %10,75 düzeyinde sabit tutuldu.                                                                                                                                   |
| 23 Eylül        | "Küresel Para Politikalarının Normalleşme Sürecinde Yol Haritası" metni kapsamında, piyasa                                                                                                                                                                                                                                 |

**Ek-6: (Devamı)**

|                |                                                                                                                                                                                                                                        |
|----------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2015           | yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkânı faiz oranı ilanına son verildi.                                                                                                                                     |
| 28 Eylül 2015  | “Küresel Para Politikalarının Normalleşme Sürecinde Yol Haritası” metni kapsamında, teminata kabul edilen kıymetlere ilişkin esaslar sadeleştirildi.                                                                                   |
| 1 Ekim 2015    | TL olarak tutulan zorunlu karşılıklara ödenen faiz oranı artırıldı.                                                                                                                                                                    |
| 21 Ekim 2015   | PPK toplantısı yapıldı. Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %7,5 düzeyinde, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %7,25 düzeyinde, marjinal fonlama oranı %10,75 düzeyinde sabit tutuldu.                                               |
| 24 Kasım 2015  | PPK toplantısı yapıldı. Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %7,5 düzeyinde, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %7,25 düzeyinde, marjinal fonlama oranı %10,75 düzeyinde sabit tutuldu.                                               |
| 1 Aralık 2015  | TL olarak tutulan zorunlu karşılıklara ödenen faiz oranı artırıldı.                                                                                                                                                                    |
| 22 Aralık 2015 | PPK toplantısı yapıldı. Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı %7,5 düzeyinde, TCMB gecelik borçlanma faiz oranı %7,25 düzeyinde, marjinal fonlama oranı %10,75 düzeyinde sabit tutuldu.                                               |
| 26 Aralık 2015 | ROM’un otomatik dengeleyici özelliğinin güçlendirilmesi kapsamında bazı düzenlemeler yapıldı.                                                                                                                                          |
| 13 Şubat 2015  | YP zorunlu karşılık oranları değiştirildi ve ROK’lar yeniden düzenlendi.                                                                                                                                                               |
| 27 Şubat 2015  | ROK’lar yeniden düzenlendi.                                                                                                                                                                                                            |
| 10 Mart 2015   | Bunun yanı sıra, 10 Mart 2015 tarihinde bankacılık sisteminin geçici döviz likiditesi ihtiyacının karşılanması ve TL cinsi aracılık maliyetlerinin azaltılması amacıyla rezerv opsiyonu katsayılarında teknik ayarlamalar yapılmıştır. |
| 31 Aralık 2015 | ROM kapsamında tutulacak dövizlerin hesaplanmasına ilişkin düzenleme yapıldı.                                                                                                                                                          |

**Kaynak:** TCMB, 2016c

## ÖZGEÇMİŞ

Gülşah MANZAK, 01.01.1984 tarihinde Trabzon’da doğdu. İlk, orta ve lise öğrenimini Trabzon’da tamamladı. 2001 yılında Karadeniz Teknik Üniversitesi (KTÜ) İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümü’nü kazandı. 2005 yılında ‘*Bölüm, Fakülte ve Üniversite Birincisi*’ olarak mezun olan MANZAK, aynı yıl Karadeniz Teknik Üniversitesi Yabancı Diller Bölümünü ‘*Dönem Birincisi*’ olarak tamamladı. 2007-2008 öğretim yılında KTÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü (SBE) İktisat Anabilim Dalı Doğrudan Doktora programına başladı. Aralık 2006’da KTÜ SBE İktisat Anabilim Dalı’na araştırma görevlisi olarak atandı.

MANZAK, bekar olup, İngilizce bilmektedir.