T.C.

KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI

GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE FİNANSAL İSTİKRAR VE KRİZ SONRASI PARA POLİTİKASI: TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI ÖRNEĞİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Keremet SHAİYMBETOVA

DANIŞMAN: DOÇ.DR. İSMAİL ŞİRİNER

KOCAELİ-2014

T.C.

KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI

Keremet SHAİYMBETOVA tarafından hazırlanan, Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal istikrar ve Kriz Sonrası Para Politikası: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası örneği adlı bu çalışma jürimizce Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Jüri Üyesi: Başkanı: Doç. Dr. İsmail ŞİRİNER .....

Jüri Üyesi: Yrd. Doç. Dr. Figen BÜYÜKAKIN .....

Jüri Üyesi: Doç. Dr. Şefket Alper KOÇ .....

Sınav Tarihi: 25.06.2014

Enstitü Yönetim Kurulunun Onay Tarihi ve Karar No: 25.06.2014-2014/12

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ…… **iv**
ÖZET……... **v**
ABSTRACT…… **vi**
KISALTMALAR…… **vii**
GRAFİKLER ...…….. **viii**
ŞEKİLLER …… **x**
TABLOLAR …….. **xi**
GİRİŞ……... **1**

BİRİNCİ BÖLÜM
TEORİK VE KAVRAMSAL ÇERÇEVELERİ

1.1.FİNANSAL İSTİKRAR TANIMLAMASI…..……..… **2**
1.1.1. Finansal İstikrar Göstergeleri Analizi ……... 4
1.1.1.1. Finansal Sağlamlık Endeksi ……..….. *7*
1.1.1.2. Finansal Kırılganlık Endeksi……..….. *8*
1.1.2. 2008 Sonrası Finansal İstikrar Çerçevesinde Tartışmalar…….. 10
1.2. FİNANSAL İSTİKRAR KARAR ALMA KURUMLARI…...… **14**
1.2.1. Merkez Bankası'nın Rolü …… 15
1.2.1.1. Sistemik Likidite Karşılığı …….. *16*
1.2.1.2.Bankaların Bankası ve Likitidenin Son Kaynağı Olması…… *18*
1.2.1.3. Ödeme ve Mutabakat Sistemlerin Gözetimi …….. *18*
1.2.2. Uluslararası Örgütlerin rolü …….. 19
1.2.2.1. Breton Wood Öncesi…… *21*
1.2.2.2. Breton Wood Sistemi …….. *22*
1.2.2.3. IMF…….. *22*
1.2.2.4. Diğer Kuruluşlar …… *23*
1.2.2.4.1. Finansal İstikrar Gözetim Konseyi …….. *23*

1.2.2.4.2. Avrupa Sistemik Risk Komitesi…….. 24

İKİNCİ BÖLÜM
FİNANSAL KRİZ, YENİ PARA POLİTİKASI VE FİNANSAL İSTİKRARIN ETKİLERİ

2.1. KRİZ ÖNCESİ FİNANSALLAŞMA VE PARA POLİTİKASI. 28
2.1.1. Washington Konsensüsten Post Washington Konsensüse……. 32
2.1.2. Finansallaşma altında Para Politikasının Altyapıları ……. 37
2.1.2.1. Enflasyon Hedeflemesi, Döviz Kurları ve Varlık Fiyatları ……. 37
2.2. FİYAT İSTİKRARINDAN FİNANSAL İSTİKRARA …….. 39
2.2.1. Kriz ve Sonrasında Alınan Dersler ..…….. 41
2.2.2. Para ve Makro İhtiyat Politikaların İlişkisi...……. 42
2.3. PARASAL VE FİNANSAL İSTİKRARIN ANALİZİ…… 47
2.3.1. Politika Araçları ve Yaklaşımlar ….…….……. 47
2.3.2. Finansal İstikrar Altında Yeni Bir Para Politikası……. 53
2.4. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE FİNANSAL KRİZ VE FİNANSAL İSTİKRARIN GELİŞİMİ: BRİC ÜLKELERİ..…….. 57
2.4.1. Brezilya…….. 59
2.4.2. Rusya …… 63
2.4.3. Hindistan…… 66
2.4.4. Çin…….. 69

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL İSTİKRAR ULAŞMAK İÇİN TÜRKİYE MERKEZ BANKASI TARAFINDAN YÜRÜTÜLEN PARA POLİTİKASI

3.1. (POST) WASHİNGTON UZLAŞMASI TÜRKİYE DENEYİMİ…….. 71

3.1.1. Merkez Bankası reformlar ……. 75

3.1.2. Bankacılık Sektörü Reformları …….. 77

3.2. FİYAT İSTİKRARI ALTINDA PARA POLİTİKASI 2010 ÖNCESİ……..….. 78

3.2.1. Büyük Finansal Kriz ve TCMB Post-Kriz Etkisi…… 84

3.3. FİNANSAL İSTİKRARI İLE DÜZELTİLMİŞ PARA POLİTİKASI…….. 90

3.3.1. Düzeltilmiş Para Politikasının Yeni Araçları…...…….. 93

3.3.2. Türkiye'nin Para Politikası, Finansal İstikrar Etkilerinin Değerlendirilmesi ……..……..…….. 97

3.3.3. TÜFE ve Finansal İstikrar Göstergelerinin Modeli…… 125

3.3.3.1. Ekonometri Analizi: yöntem……..... *125*

3.3.3.2. Veriler ve Değişkenler…… *127*

3.3.3.3. Ampirik Sonuçlar…….... *127*

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME…… 134

EKLER 139

KAYNAKÇALAR 150

ÖNSÖZ

Bu tezin gerçekleştirilmesinde, başlangıcından sonuna kadar, gerekli bütün yardım, tavsiye ve yönlendirmeleri yapan, karşılaştığım problemlerin çözümünde deneyimlerinden yararlandığım sayın hocam Doç. Dr. İsmail ŞİRİNER'e katkılarından dolayı teşekkür ederim.

Though only my name appears on the cover of this thesis, a great many people have contributed to its production. I owe a very important debt to all those people who have made this thesis possible and because of whom my graduate experience has been one that I will cherish forever.

First and foremost, I owe my deepest gratitude to my thesis supervisor, Associate Professor İsmail Şiriner. Without his continual guidance, professional comments and persistent support this thesis would not have been possible.

I would particularly like to thank the thesis committee whose advices, recommendations, suggestions, and feedbacks constitute the intellectual part of my thesis. Associate Professor Hilal Yıldız has always given me constructive comments and warm encouragement. Associate Professor Şefket Alper Koç has been extraordinarily tolerant and insightful.

Также мне хотелось бы поблагодарить моих друзей, которые всегда меня поддерживали в трудные минуты жизни. Особенно хотелось бы выразить признательность таким людям, как Лантан, Заира Абдрахманова, Айбопе Давлетиярова, Айбек Сыразидин, Мухуммед Ф. Дикижи и многих других за добрые слова и плечо опоры. Кроме этого, хочу сказать спасибо маме, самому дорого мне на свете человеку.

ÖZET

İstikrarlı bir finansal sistem, para politikalarının etkinliği ve ekonominin istikrarlı bir şekilde çalışabilmesi için büyük önem arz etmektedir. Günümüzde merkez bankaları parasal istikrar hedeflerinin yanı sıra, finansal sistemin istikrarını sağlamada sorumluluk sahibidir. Finansal istikrar kavramı, finansal piyasalarda, bu piyasalarda faaliyet gösteren kurumlarda ve ödemeler sistemlerindeki istikrarı ve şoklara karşı dayanıklılığı ifade etmektedir. Bu tez para politikası finansal istikrarın nasıl etkilediğini inceler ve birinci bölümde finansal istikrar ve ekonomik sistemini etkileyen iç ve dış faktörleri belirlemek için kendi kavramsal enstrüman, önerilen kriterler ve göstergeler ile kuramsal ve metodolojik temel üzerine analiz yapılır.

İkinci bölümde, önceki akademik çalışmalar üzerinde ampirik düzenlemeler incelenmektedir. Para politikası ile finansal istikrar arasındaki söz konusu ilişkiden kaynaklanabilecek risklerin önceden görülebilmesi amacıyla son yıllarda değişik para politikaları altında finansal istikrarın ne şekilde geliştiğinin anlaşılması da önem kazanmıştır. Bir makroekonomik dengenin sağlanmasına yönelik yeni bir hedef amaçlanarak para politikası ve finansal istikrarın ayarlanması açısından Finansallaşma ve Büyük Finansal Kriz sorunu vurgulanmaktadır.

Üçüncü bölümde Türkiye'nin önemli idrak içine doğru veri kullanımı alarak bireysel bir vaka çalışması olarak kullanıldığı çerçeve kademeleri; kendi veri tabanına fikri bir inceleme yürütür. Dünya ile paralel olarak, kriz sonrasında Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın temel görevleri ile ilgili yapılmış bazı değişiklikler vardır. Finansal istikrarı sağlamak için, TCMB finansal sistemde muhtemel riskleri ve kırılganlığı tespit etmek ve tüm finansal sistemdeki gözlemci bu olumsuz etkiyi ezici yönelik hedefli alternatif politikalar geliştirmek için çalışmalar yürütmektedir.

ABSTRACT

Financial stability of the system is an essential feature for effective monetary policy and the economy as a whole. The concept of financial stability means steadiness and solidity against shocks in financial markets, market institutions and payment systems. This dissertation studies how the adjusted monetary policy affects financial stability. In the first section an analysis is made on the theoretical and methodological foundation of financial stability and a revision of its conceptual apparatus, proposed criteria and indicators to determine the main internal and external factors that affect the economic system.

In the second section, documentation is made on the empirical regularity, which previous academic studies found out. An emphasis is also made on the consequences that have a vital significance for further research. The problem of financialization and Great Financial Crisis is emphasized in terms of adjusted monetary policy and financial stability as a new target aimed towards the attainment of a macroeconomic balance.

The third section stages a framework in which Turkey is used as an individual case study taking into major cognizance the use of accurate data; which propelled an insight review into its database. In parallel with the world, there are some amendments that have been made regarding main tasks of the Central Bank of Republic of Turkey after the crisis. To provide financial stability, CBRT pursues studies to determinate probable risks and fragility in the financial system and to develop alternative policies targeted towards overwhelming this negative effect observant in the whole financial system.

KISALTMALAR

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

BIS: Uluslararası Ödemeler Bankası

CAMELS: Capital adequacy, Asset quality, Management, Earnings, Liquidity, Sensitivity to Market risks

DYY: Doğrudan Yabancı Yatırımlar

EBA: Avrupa Bankacılık Otoritesi

ECB: Avrupa Merkez Bankası

EİOPA: Avrupa Sigorta ve Mesleki Emeklilik Otoritesi

EMU: Avrupa Para Birliği

ESMA: Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi

ESRB: Avrupa Sistemik Risk Kurulu

ESRC: Avrupa Sistemik Risk Kurulu

EWS: Erken Uyarı Sistemi

FDIC: ABD Federal Mevduat Sigorta Kurumu

FSA: Finansal Hizmetler Otoritesi

FSB: Finansal İstikrar Kurulu

FSOC: Finansal İstikrar Gözetim Konseyi

FSOC: Finansal İstikrar Gözetim Konseyi

FVI: Finansal Kırılganlık Endeksi

GSYİH: Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla

IMF: Uluslararası Para Fonu

İBRD: Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası

İTO: Uluslararası Ticaret Örgütü

MOU: Anlayış Memorandumu

NAİRU: Doğal İşsizlik Oranı

TCMB: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

TUİK: Türkiye İstatistik Enstitüsü

TÜFE: Tüketici Fiyatları Endeksi

GRAFİK LİSTESİ

Grafik 2.1: Enflasyon oranı (ortalama tüketici fiyatları)

Grafik 2.2: Para Arzı CSYİH oranı

Grafik 2.3: BRIC Ülkeleri ve Dünya Büyüme Oranları

Grafik 3.1: GSYH büyüme oranı (yüzde değişim)

Grafik 3.2: Yıllık Enflasyon Oranı (TÜFE), Hedef ve Belirsizlik Aralığı

Grafik 3.3: İhracat ve İthalat (milyon USD) Turkiye 1981-2014

Grafik 3.4: Cari Açığın Finansman Kaynakları

Grafik 3.5:Türkiye'de Küresel Krizin Reel GSYİH Cinsinden Bedeli

Grafik 3.6: Küresel Krizde Büyüme ve İşsizlik Oranları: Türkiye (1980-2014)

Grafik 3.7: Kredi Stokunun ve Cari İşlemler Açığının GSYİH'ya Oranı

Grafik 3.8: Sağlamlık Endeksi

Grafik 3.9: Sermaye Yeterlilik Oranı

Grafik 3.10: Ülkeler Sermaye Yeterlilik Oranı

Grafik 3.11: Kredi Mevduat Oranı

Grafik 3.12: Mülk Kârlılığı

Grafik 3.13: Özkaynak Kârlılığı

Grafik 3.14: Ülkeler Özkaynak veMülk Kârlılığı (yıllık,%)

Grafik 3.15: Brüt Krediler/Takipteki Krediler Oranı

Grafik 3.16: Toplam Yükümlülükler/Dış Borçlar Oranı

Grafik 3.17: Cari İşlemler

Grafik 3.18: Ekonomik Büyüme

Grafik 3.19: M2/ Uluslararası Rezervler Oranı

Grafik 3.20: Toplam Aktifler/Dış Varlıklar Oranı

Grafik 3.21: Döviz Varlıkların Yabancı Para Yükümlülükler

Grafik 3.22: M2 Çarpan

Grafik 3.23: Cari İşlemler/GSYİH Oranı

Grafik 3.24: Enflasyon Oranı

Grafik 3.25: GSYH Büyüme Hızı

Grafik 3.26: Yurtiçi Krediler/GSYH Oranı

Grafik 3.27: Mali Dengesi/GSYH Oranı

Grafik 3.28: Türkiye tüketici harcamaları

Grafik 3.29: Finansal Sağlamlık Endeksi

Grafik 3.30: Finansal Stres Endeksi

Grafik 3.31: Değişkenlerin Etki-Tepki Fonksiyonları

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1.1: Stres Endeksi (standart sapma)
Şekil 1.2: AB'de Denetim Seviyeleri
Şekil 3.1: Avrupa Birliği'nin İthalat ve İhracat Kompoziyonu (Mayıs 2010)
Şekil 3.2: Finansal İstikrarın Macro Gösterimi

TABLO LİSTESİ

Tablo 1.1: Finansal Sağlamlık Endeksi Göstergeleri
Tablo 1.2: Finansal Kırılganlık Endeksi göstergeleri
Tablo 1.3: Parasal ve Finansal İstikrarın Rejimleri
Tablo 2.1: Neoliberal İktisat Politikaları
Tablo 2.2: Finansal İstikrar ve Fiyat İstikrarı için Para Politikası Öncelikleri
Tablo 2.3: 2008 Yıllında BRIC ülkelerinin Toplam Hâsıla İçindeki Payları (%)
Tablo 3.1: Toplam Mali Varlıklar 1980-1990
Tablo 3.2: Para Politikası Çerçevesi
Tablo 3.3: Para Politikası Çerçevesi
Tablo 3.4: Toplam Kredilerin Küresel Kriz Sonrası Seyri (Bin. TL)
Tablo 3.5: TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru (2003=100)
Tablo 3.6: TCMB Faiz Oranı (%)
Tablo 3.7: TCMB Faiz Oranı (%)
Tablo 3.8: Kriz Sonrası Beklenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları(%)
Table 3.9.: Bankacılık Sektörü Finansal sağlamlık analizi
Tablo 3.10: Birim Kök (ADF) Testi Sonuçları

GİRİŞ

Küresel kriz sonucunda ekonomileri istikrarsızlaşan ülkeler, para politikalarının belirleyicisi ve uygulayıcısı olan merkez bankaları vasıtasıyla yeni çözüm arayışlarına girmiş ve alternatif para politikalarını yürürlüğe sokmuşlardır. Küresel krizden diğer ülkelere oranla daha az etkilenen Türkiye ekonomisinde de Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) 2010 yılı itibariyle krizin olumsuz etkilerini hafifletmek amacıyla yeni politikaları hayata geçirmeye başlamıştır. Dünya ekonomisinin genelini sarsan krizde ülkelerin bütçe açıkları artmış, ekonomik büyüme yavaşlamış ve borç stoku yükselmiştir.

Benzer sorunlarla mücadele eden TCMB gerek enflasyon hedeflemesi gerek fiyat istikrarı gerekse de finansal istikrarı gözetmiştir. 2011 yılından itibaren TCMB tarafından uygulanan para ve kredi politikaları finansal ve makroekonomik riskleri azaltarak ekonomik istikrarın sağlanmasına yönelik önemli etkilerde bulunmuştur. Enflasyon oranı düşmeye devam ederken ekonomik büyüme az da olsa devam etmiştir. TCMB son dönemde uyguladığı para politikası ile politika faizi, döviz ve altın için zorunlu karşılık uygulaması ve faiz koridoru gibi yeni araçlar yürürlüğe konmuş, ayrıca çeşitli aktarım mekanizmaları ile küresel risklerin doğurduğu sıkıntıların önüne geçmeye çalışmıştır.

Bu çalışma finansal istikrarsızlık sürecinde ülke merkez bankalarının uyguladıkları para politikalarını inceleyerek, politikaların başarısını değerlendirmeyi amaçlamaktadır. Bu doğrultuda ilk bölümde para politikası kavramsal açıdan incelenmiş ve para politikası kuramlarına yer verilmiştir. İkinci bölümde ise küresel krizle beraber ortaya çıkan ekonomik buhran süreci, rekabetçi kur politikaları ve borç krizi üzerinde durulmuş, ülke ekonomileri açısından etkileri tartışılmıştır. Bu bölümde ayrıca kriz süreci sonrası başta ABD ve AB Merkez bankaları olmak üzere gelişmiş ve gelişmekte olan ülke merkez bankalarına yer verilmiş ardından TCMB'nin kriz sonrası uygulamaları vurgulanmıştır. Çalışmanın sonuç bölümünde ise genel bir değerlendirme yapılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM
TEORİK VE KAVRAMSAL ÇERÇEVELERİ

1.1.FİNANSAL İSTİKRAR TANIMLAMASI

2008-09 sonrası finansal istikrar akademisyenler ve politika yapıcıların dikkatini çekmişti. Bunun temel nedenlerinden birisi Büyük Finansal Kriz ve sonrası oldu. Finansal istikrar kavramı, finansal piyasalarda, bu piyasalarda etkinlik gösteren kurumlarda ve ödeme sistemlerindeki istikrarı ve şoklara karsı dayanıklılığı ifade etmektedir. Bu alanlardaki istikrar genelde finansal sistemin sağlıklı ve istikrarlı izlenmesinin, dolayısıyla ekonomideki kaynakların üreten bir şekilde tahsisini ve risklerin uygun bir şekilde yönetim ve dağılımını beraberinde getirmektedir. Etkin ve sağlıklı şekilde izleyen bir finansal sistemin genel ekonominin sağlığı ve performansı açısından son derece önemli olduğu bilinen bir gerçektir.

Finansal sistemin ekonomideki yeri ve üstlendiği fonksiyonların yanı sıra, kamuoyunun piyasalara olan güveninin en hassas olarak izlendiği sektör de finans kesimidir. Finansal sistem içerisinde yer alan bir sektörde yaşanan bir sorun, sektörün geri kalan kısmına ve daha sonra da ekonominin geneline hızlı bir şekilde yayılabilmektedir.

Finansal istikrar, finansal krizden kaçınma veya finansal krizi önleme olarak tanımlanabilir. Finansal istikrar kavramı, tüm finansal piyasaları içermektedir. Günümüz gelişmiş finansal piyasalarında her ne kadar bankalar hemen her zaman kriz içerisinde yer almakla birlikte, krizin kaynağı bankalardan ziyade sermaye piyasaları veya banka dışı finansal kuruluşlarda olabilmektedir.

Ekonominin genel performansı üzerinde önemli etkileri olan ve finansal aracılık sürecini olumsuz etkileyecek unsurların etkilerinin yok edilmesi veya en aza indirgenmesi, merkez bankalarının temel hedefleri arasında yer almaktadır. Bu bağlamda, finansal sistem istikrarını reel ekonomi üzerinde ciddi kayıplara neden

olabilecek finansal sistem yetersizliklerini ve rahatsızlıklarını gidermek veya bunlardan kaçınmak olarak tanımlamak mümkündür. Bu rahatsızlıklar ve olumsuzluklar finansal kuruluşlarının kendilerinden kaynaklanabildiği gibi, finansal piyasalardaki genel koşullardan da kaynaklanabilmektedir. İstikrarlı bir finansal sistem, ortaya çıkabilecek problemlerin bir kurumdan veya piyasadan diğer bir kurumlara, piyasalara ve hatta ülke dışına yayılma riskini en aza indireyecek, sağlam ve nitelikli önleyici mekanizmaların bulunmasını gerektirmektedir. Sistemik bir riske dönüşebilecek piyasa rahatsızlıkları finansal kuruluşlar ve piyasalar aracılığıyla yayılabilmektedir.

İstikrarlı finansal kuruluşlar genel anlamda güven duyulan, mali açıdan sağlam ve etkin bir şekilde faaliyet gösteren kuruluşlar iken, istikrarlı finansal piyasalar ise aşırı fiyat dalgalanmalarının yaşanmadığı piyasalar olarak tanımlanabilir. Bankalar finansal sistem içerisindeki önemli yerleri ve üstlendikleri rolleri nedeniyle finansal istikrar açısından önem arz eden kuruluşlardır. Bir bankanın sermaye yapısı ne kadar güçlü ise, olası zararları karşılama kapasitesi de o kadar büyük ve yeterli olmaktadır. Böylece finansal problemlerin yayılma riski de daha azalmış olacaktır.

Sistematik risk ve finansal istikrar üzerindeki odak son zamanlarda arttı; aslında birçok tartışma üretmiş ancak kavramın yaygın olarak kabul görmüş tanımı yoktur. Literatürde, tanımın iki tarifi ya da grubu vardır; ilk finansal istikrar tanımlama girişimi ve ikinci finansal istikrarsızlık olarak tanım görmüştür.

Birinci grup Crockett (1997:2-3) tarafından temsil edilmektedir ve dış yardım olmadan mali sistem fonksiyonları, finansal aracıları ve piyasaları dikkate aldı ve finansal istikrarın var olduğunu belirtti. Finansal istikrar ile birlikte yaptığı araştırmada Ayak (2003: 14) parasal istikrarın önemine değindi. Ayrıca, o mali sistemde sürdürülen güvenin özünü ve reel sektör ve doğal işsizlik oranı ile bağlantıyı tanımlamıştır. Schinasi'ye göre (2004:7), finansal istikrar dış ve iç şoklara dayanabilecek bir süreçtir. Ayrıca Padoa-Schioppa (2002: 5) tanımına göre, şoklar vurgulanmıştır, üstelik herhangi aksamalar ekonomi üzerinde olumsuz etkisi olabilir,

çünkü araştırma işlevlerini ve ödeme sistemi hükmü yürütmek amacıyla finansal sistemin dayanıklılığına önem vermektedir.

İkinci grup Mishkin (1999) ile başlıyor, finansal istikrarsızlık asimetrik bilginin nedeni ve bu durumda finansal aracılar ekonomik performans üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olacak fon transferi mümkün olmadığını belirtti. Başka bir tanım finansal istikrarsızlık ve sistemik riskin nedeni olarak finansal krizi vurgulayan Davis'ten (2001: 13) geliyor. Ayrıca onun tanımı, kredi ve ödeme hizmetlerinin sağlanması yoluyla reel ekonomiyi teşvik etmek için finansal sistemin önemini vurguladı. Diğer ekonomist Ferguson (2003) varlık fiyatları, toplam harcama ve reel ekonomik faaliyetler için aksaklıklar içeren piyasa başarısızlıkları açısından finansal istikrarsızlığı tanımlamıştır.

Akademik literatürde bu yorumu kendi hedefleri ve stratejilerini açıklamak amacıyla 14 merkez bankası tarafından kabul edilmiş ve finansal istikrar ve istikrarsızlık çeşitli tanımları Ek A'da özetlenmiştir.

1.1.1. Finansal İstikrar Göstergeleri Analizi

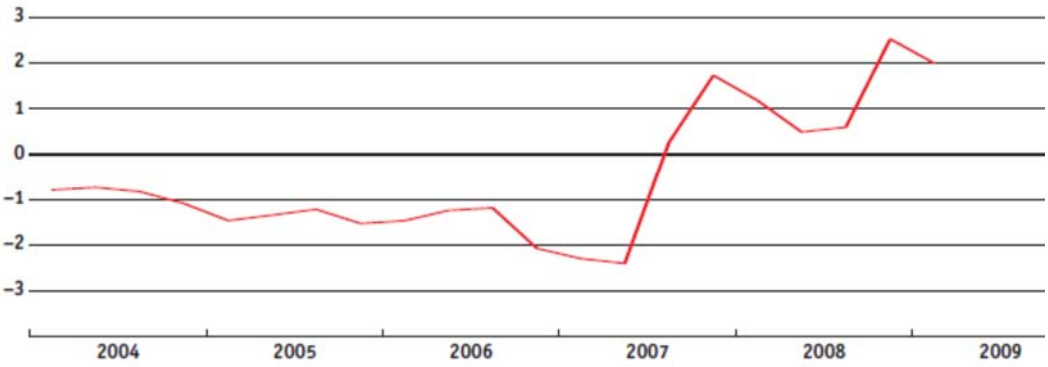
Finansal sistem istikrarını izlemeye ve güçlendirmeye yönelik çalışmalar ve araştırmalar sürekli bir şekilde devam etmekle birlikte, finansal krizler doğaları gereği önceden tahmin edilmeleri oldukça güç olaylardır. Bu anlamda, günümüzde finansal sistem istikrarına yönelik geliştirilen ve kullanılan çok çeşitli yöntem, araç ve gösterge mevcuttur. Ancak, bunlardan hangisinin finansal krizlerin önceden algılanmasında veya finansal istikrarın sağlanmasında katkısının daha fazla olduğu yönünde bir kesinlik bulunmamaktadır. Diğer yandan, krizler ve finansal sistem problemlerinin çok çeşitli nedenlerden kaynaklanıyor olması nedeniyle, finansal sistem istikrar analizlerinde çok farklı yapılar, yöntemler ve göstergeler kullanılmaktadır (Padoa-Schioppa, 2002).

Genel anlamda değerlendirildiğinde finansal sistem istikrarı analizleri, bir bütün olarak finansal sistem istikrarı ve kırılganlık analizi yapılmasına yönelik oluşturulan bir yapıdır. Bu analizler erken uyarı sistemleri ve diğer analitik araçları

kullanarak, sistemdeki risklerin ve kırılganlıkların izlenmesinde, alınması gereken önlemlerin belirlenmesinde ve krizlerin veya finansal sistem problemlerinin ortaya çıkmadan önlenmesinde yardımcı olmaktadır.

Finansal sistem analizlerinde finansal kuruluşların mali bünyelerini değerlendirebilmek için bir yandan mikro düzeydeki veriler ve göstergeler kullanılırken, finansal sistemin makroekonomik şoklara ve gelişimlere duyarlılığının değerlendirilebilmesi için de stres testleri ve senaryo analizleri gibi çeşitli analitik yöntemler kullanılmaktadır.

Şekil 1.1:Stres Endeksi (standart sapma)



Kaynak: İsviçre Finans Piyasası Denetleme Kurumu (FINMA), İsviçre Merkez Bankası (SNB), Thomson veri akışı. SNB hesaplamalar

Makroekonomik göstergeler arasında büyüme, enflasyon oranı, ödemeler dengesi verileri, iç borç stoku gibi değişkenler yer alırken, piyasa göstergeleri içinde döviz kuru ve faiz oranları, borsa işlem hacmi, kredi derecelendirme notları gibi göstergeler yer almaktadır. Ayrıca, finansal sistem değerlendirmelerinde kullanılacak göstergeler sadece bankacılık sektörünün izlenmesi için değil, sistemik risk açısından banka dışı finansal kuruluşlar ile reel sektör firmalarının da izlenmesinde kullanılması gerekmektedir.

Finansal sistem krizleri, ani olarak ortaya çıkmakla birlikte genelde sinyallerini belirli bir süre önceden vermeye başlarlar. Reel sektörden kaynaklanan krizler adeta "ben geliyorum" derken, likidite krizlerinin sinyallerini vermesi ile gerçekleşmesi arasındaki süre daha kısadır. Dolayısıyla krize işaret eden göstergeler

finansal ve reel sektöre ait mevcut bilgiler arasında yer almaktadır. Söz konusu bilgiler ve veriler, dikkatli ve analitik bir şekilde incelendiğinde, bankacılık sisteminin krize dönüşecek zafiyetlerini belirlemek mümkündür (Schinasi, 2004).

Bankacılık krizlerinin öncü göstergeleri aslında krizlerin temel nedenleri değil, sadece gerçekleşmesi muhtemel problemlerin belirtileri olarak kabul edilmelidir. Bilindiği üzere, bankacılık sektörü işlemlerin doğası gereği krizlere elverişli bir sektördür. Her ne kadar bankacılık krizlerinin genel anlamda geçerli olan bir tanımını yapmak oldukça güç olmakla birlikte, bankacılık krizleri çok çeşitli nedenlere bağlı olarak ortaya çıkabilmekte ve birbirlerinden farklı gelişimler izleyebilmektedir. 1980'li yıllarda Filipinler, Tayland, Uruguay, Venezüella ve Türkiye'de yaşanan krizlerdeki gibi mevduatların sistemden çekilmesi veya son Kore örneğinde gözlemlendiği gibi bankalar arası para piyasasında gecelik mevduatların kapatılması ve bankaların birbirlerinden aldıkları kredilerin döndürülememesi şeklinde olması sonuçları açısından aynı etkiyi yapmakta, ödeme güçlüğü içerisine düşen bankalar yükümlülüklerini yerine getirememektedirler (S&P, 2001).

Finansal sistem analizlerinde dikkat edilmesi gereken bir diğer husus ise, bankacılık krizleri ve sorunlarının sadece makroekonomik şoklarla ve diğer piyasa göstergeleri ile açıklanamayacağıdır. Bu anlamda, yapısal faktörlerin dikkate alınması ve aynı makroekonomik şoklara maruz kalmakla birlikte, neden bazı bankaların sorun yaşarken, bazılarının bu olumsuzlukları atlatabildiğinin anlaşılması oldukça önemlidir. Bankaların mali yapılarındaki ve makroekonomik koşullardaki değişimlerin bankacılık sektöründe ciddi sorunlara ve nihai olarak krizlere yol açtıkları kabul edilirse, bu değişimlerin etkilerinin mikro düzeyde sistematik olarak nasıl ölçülebileceği konusu gündeme gelmektedir (Foot , 2003).

IMF(2006) tarafından kullanılan göstergeler de mikro düzeyde göstergeler ve makroekonomik göstergeler olmak üzere 2 kategoriye ayrılmaktadır. Mikro düzeyde göstergeler CAMELS (Capital adequacy, Asset quality, Management, Earnings, Liquidity, Sensitivity to Market risks) analizi sistematiğine göre oluşturulmuştur. Makroekonomik göstergeler ise ekonomik büyüme, enflasyon, ödemeler dengesi, faiz oranları ve döviz kurları, kredi ve aktif fiyatlarındaki büyüme gibi bilgileri

içermektedir. Bir bütün olarak finansal sektörün istikrarı devletin tedbir olarak toplu bir indeks inşa ederek alternatif bir yaklaşım benimsediği çok sayıda çalışma vardır.

Albulescu (2010) Romanya finansal sistemi için bir toplam istikrar indeksi geliştirmiştir. Endeks finansal sistem geliştirme, güvenlik açığı, sağlamlığı ve uluslararası ekonomik iklim ile ilgili 20 göstergeden oluşmaktadır. Göstergelerin çoğu bankacılık sektörünün finansal sistem içinde büyük öneme sahip biri olarak duruyor olması nedeniyle kredi kuruluşlarına bakabiliriz. Bu, her bir göstergenin değerini normalleştirir ve daha sonra bir zincir indeksi olarak normalize değişkenler toplanır.

Geršl ve Heřmánek (2006), Çek Ulusal Bankası Finansal İstikrar Raporu'nda, Uluslararası Para Fonunun temel finansal sağlamlık göstergelerinin değerlerine dayalı bir toplam finansal istikrar göstergesi öneriyor. Benzer şekilde, Türk merkez bankası (Finansal İstikrar Raporu, 2006:2) aktif kalitesi, likidite, kur riski, faiz riski, kârlılık ve sermaye yeterliliği kapsayan altı alt endeksleri kullanarak finansal güç endeksi kurmaktadır.

1.1.1.1. Finansal Sağlamlık Endeksi

İlk kategori, finansal sağlamlık endeksi (FSI), finans sektörünün sağlamlığını ve istikrarını izlenmesi ve değerlendirilmesi için IMF tarafından önerilen geniş bir çerçeve benimsemektedir. Bu seti yaygın ve önemli periyodik izlenmesi için esas faaliyetleri yararlı olduğu kabul edilmektedir. Bu kategori, bankacılık sektörünün, yani sermaye yeterliliği, aktif kalitesi, likidite ve karlılık dört ana yönü üzerinde duruluyor. Her yönü en az bir gösterge tarafından temsil edilmektedir: risk ağırlıklı varlıklara düzenleyici sermaye oranı ve takipteki kredilerin oranı sermaye hükümleri (NPL) net sermaye yeterliliğinin göstergesi olarak seçilir (Armida San Jose ve Andreas Georgiou, 2009).

Tablo 1.1: Finansal Sağlamlık Endeksi Göstergeleri

1.	Sermaye yeterliliği oranı	Bankanın çeşitli risklerle bağlantılı olan ve öngörülmeyen kayıplarının karşılama kapasitesini ölçer.Gerekli olan sermaye miktarı, bankanın aldığı risklere göre değişir.Sermaye tabanının risk ağırlıklı varlıklar, gayri nakdi krediler ve yükümlülüklere bölünmesiyle bulunur.
2.	Takipteki krediler(NPL) ve sermaye hükümleri net Oranı	PotansiyelTakipteki krediler oranı ilgili zararları karşılamak için banka sermaye kapasitesinin bir göstergesi sağlayabilir
3.	Toplam krediler takipteki alacakların oranı	Varlık portföyündeki kredi kalitesi ve kredi riski derecesi ile sorunları tespit etmek amaçlanmış bir orandır
4.	Toplam aktiflere likit aktiflerin Oranı	Likit aktifler değer minimal değişiklik ile nakde dönüştürülebilir finansal varlıklardır. Böylece, oran nakit için beklenen ve beklenmeyen talepleri karşılamak için bankanın yeteneğini ölçmektedir.
5.	Kredi-mevduat oranı	Bu kredi portföyündeki ve müşteri mevduatının erişim kaybı açığı değerlendiriyorve mevduat finansman yüzdesini gösterir. Birinin üzerine bir oranı için, bankaların kredi finansmanı için borçlanma bağlı olduğunu ima eder.
6.	Aktif Karlılığı (ROA)	Oran varlıklarını kullanarak bankaların kârlılığını ve verimliliğini ölçen ve potansiyel risklere karşı elindeki bir banka olan yastık yansıtır
7.	Faiz marjı-brüt gelir oranı	Bu net faiz gelirlerinin nispi payını ölçer - faiz daha az faiz giderlerini kazandı - brüt gelir içinde. Bu net faiz geliri ve zararları kapsam önemini gösterir.
8.	Faiz dışı giderler-brüt gelir oranı	Bu oran yüksek faiz dışı giderler ve zayıflatılan kazanç derecesini ölçmektedir

Kaynak: Cheung ve Choy (2010)

1.1.1.2. Finansal Kırılganlık Endeksi

Finansal Kırılganlık Endeksi (FVI) başta cari hesap, sermaye ve finans hesabı ve reel sektör dâhil olmak üzere makroekonomik koşulları yansıtan üç önemli alanda odaklanmıştır. Her bir yönü en az bir gösterge ile temsil etmektedir[1].

[1]IMF bu nedenle güvenlik açığı değerlendirme çalışmalarında bu gruptaki ülkeler için özel önem vermiştir. Https://www.imf.org/external/np/exr/facts/vul.htm ayrıntılarını görmek

Tablo 1.2: Finansal Kırılganlık Endeksi göstergeleri

1.	Cari işlemler dengesi-GSYİH oranı	Dış ticaret açıkları ve sermaye girişlerini gerektiren ve dolayısıyla sürdürülebilirlik endişeleri olduğunu kaydetmektedir
2.	Döviz rezervlerine M2 Oranı	Uluslararası rezervlerin üzerinde para arzı büyümesi rezerv yeterliliğinin bir göstergesidir.Oran kesilen dış şokların yeteneğini ve yerel para konvertibilitesinin teminatını ölçmektedir
3.	Toplam aktiflere dış varlıkların Oranı	Oran yerel bankacılık sektörünün dış pozisyonunu ölçer
4.	Yabancı para yükümlülüklerin yabancı para varlıkların oranı	Bu döviz hareketleri bankaların potansiyel güvenlik açığını değerlendirmek için yabancı para aktif ve pasif pozisyonlarının uyumsuzluğunu ölçer. Birinin etrafında oranı toplam düzeyde döviz uyumsuzluğu riskinin düşük olduğunu gösterir. Kur riski her iki yönde de döviz kuru hareketlerine bankaların maruz kalmasını kapsamaktadır
5.	M2 çarpanı	M2 çarpanı parasal taban için M2 oranı olarak tanımlanır. Parasal taban banknot ve madeni paraların çıkarılmış ve bankaların mevduatları olarak tanımlanmıştır. Bu para tabanı artışı bankacılık sistemi aracılığıyla para arzının genişlemesine ne kadar yol açtığını ölçer
6.	GSYİH yurtiçi kredi oranı	Hızlı kredi büyümesi genellikle azalan kredi standartları ve bankacılık krizi öncesi ile beraberdir
7.	GSYH oranı, TÜFE Enflasyon ve GSYİH büyümesine mali denge	Bunlar finansal sistemin çalışmasının bağımlı olduğu makroekonomik durumları göstermektedir

Kaynak: Cheung ve Choy (2010) ve IMF (2006)

Bankacılık krizleri için erken uyarı sisteminin ampirik önceki çalışmalarda reel ekonomi ve finans sektörü arasında bir bağlantı kurulmaktadır. Örneğin, düşük veya azalan toplam büyüme oranları genellikle borçluların borç ödeme kapasitesini zayıflatmak ve artan kredi riskine katkıda bulunmaktadır.

Yukarıda değinilen amaca yönelik olarak bankacılık sektöründeki problemlerin temel kaynakları arasında yer alan piyasa, kredi ve likidite riskleri sistemik olarak izlenebilmektedir. Bireysel bankaların söz konusu bu risklerle ilgili risk yapıları ve seviyeleri banka yönetiminin risk alma tercihlerine bağlı bulunmakla birlikte, bankacılık sektöründe yaşanan bir krizin ardından, makroekonomik koşullardaki değişimler bankaların mevcut risk yapıları nedeni ile ciddi zararlara uğramasına neden olabilmektedir. Bu konuda kullanılan en yaygın örnek, hızlı büyüme gösteren bir sektöre kredi kullandırılmalarında ortaya çıkan yüksek artış durumudur. Her ne kadar bu gelişim bankalar açısından başlangıçta oldukça karlı

olmakla birlikte, değişen ekonomik koşullar ve ortaya çıkacak dışsal şoklar neticesinde söz konusu sektörde yaşanabilecek sorunlardır, bu sektöre kredi konsantrasyonu yüksek olan bankalar açısından son derece ciddi olumsuzluklar ve zararlar doğurabilmektedir. Bu durum aynı ekonomik koşullar altında çalışan bankaların aynı makroekonomik şoka maruz kalmalarına rağmen, neden bazılarının problemler yaşadığını açıklamaktadır (Kaminsky ve Reinhart, 1999:26).

1.1.2. 2008 Sonrası Finansal İstikrar Çerçevesinde Tartışmalar

Devam eden krize kısmi cevap olarak, birçok gelişmiş ekonomilerde ve bölgelerde mevcut finansal istikrar çerçevesinin nasıl geliştirileceğine ve merkez bankalarının rolüne dair yeni başlayan tartışmalar var. Bu bölümde farklı ülkelerin finansal istikrar çerçevesi üzerinde gelişen tartışmaların durumunu gözden geçirilmektedir. Krizde karşılaşılan problemler ile politik tepkiler arasında önemli benzerlikler olmasına karşın finansal istikrarın kavramsal analizleri ileriye taşıyacak vurgulanmaya değer birçok farklılıklarda mevcuttur. Dolayısıyla, merkez bankalarının finansal istikrarın sağlanmasındaki önemli rolleri göz ardı edilmemeli ve bu süreç dışarısında tutulmamalıdır. Çok gelişmiş finansal piyasalara ve bankacılık sektörüne sahip ABD'de bile Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) ve Office of the Comptroller of Currency (OCC) gibi banka gözetim ve denetiminden sorumlu otoritelerin yanı sıra, "umbrella supervisior" adı altında Federal Rezerve sistemin (FED) bizzat kendisi finansal sistem istikrarı amaçlarının sağlanmasına yönelik önemli görev ve sorumluluklar yüklenmiştir (Cardarelli, Elekdag veLall, 2008).

Merkez bankalarının finansal sistemde sistemik risk yaratıcı faktörleri son derece dikkatli bir şekilde algılamaları ve bu risk faktörlerinde önemli değişimler olduğu zaman ne tür sonuçlar doğurabileceğini değerlendirmeleri son derece önemlidir. Son yıllarda yaşanan finansal krizler neticesinde, finansal kuruluşlar portföylerinde bulunan risklerin belirlenebilmesi ve bu risk yapısına uygun sermaye yapısının sağlanması ve korunması için çeşitli risk ölçüm modelleri kullanmaya ve

stres testleri uygulayarak değişik senaryolar altında kurumların risk yönetimine yönelik kararlarını belirlemeye çalışmaktadır. Aynı şekilde, merkez bankalarının da benzer bir yaklaşım izlemesi günümüzde açık bir gereksinim haline gelmiştir. Bu yaklaşım merkez bankalarının, makroekonomik istikrarın ve finansal sistem istikrarının sağlanması amaçlarını olumsuz etkileyecek riskleri belirlemesinde yardımcı olacaktır. Merkez bankalarının finansal istikrar hedefini sağlamaya yönelik çabalarında dikkat etmeleri gereken ilkeleri ise (Menkul Kıymetler ve Vadeli İşlemler Komisyonu, 2011):

- Sorumluluğun bireysel bazda kurumlar yerine genel olarak piyasalara verilmesi,
- Ödeme sisteminin etkin ve sorunsuz çalışmasının sağlanması ve
- İhtiyaç duyulduğunda belirli ilkeler altında piyasaya likidite sağlanması şeklinde özetlemek mümkündür.

Bu anlamda, finansal istikrar kavramından anlaşılan istikrarlı bir finansal ortam, finansal piyasa katılımcılarının istikrarlı hareket etmeleri ve istikrarlı bir ödeme sistemidir. Genel olarak, merkez bankaları finansal istikrarın sağlanmasında benzer yaklaşımlar izlemektedirler. Yukarıda bahsedilen 3 temel alandaki istikrar, sağlıklı ve istikrarlı bir şekilde faaliyet gösteren bir finansal sistemin geliştirilmesinde gerekli olan temel unsurlardır. Her ne kadar finansal sistemin bir bütün olarak istikrarının sağlanması ve korunmasında sorumluluk genelde merkez bankalarında bulunmasına karşılık, son zamanlarda birçok ülke bireysel bazda finansal kurumların gözetim ve denetimi fonksiyonunu merkez bankasından alarak, bağımsız gözetim ve denetim otoritesi olarak kurulan kurumlara vermiştir (Bernanke, 2008b).

İngiltere'de 1998 yılında merkez bankası kanununda yapılan değişiklik sonrası bağımsız gözetim ve denetim otoritesi olarak FSA[2]'nın kurulmasının

[2]Finansal Hizmetler Otoritesi (FSA) Bu teminat ile sınırlı bir şirket olarak yapılandırılmıştır., 2001 ve 2013 yılları arasında İngiltere'de finansal hizmetler sektörünün düzenlenmesinden sorumlu bir yarı-yargı organı ve mali tahsil ücretleri tarafından tamamen finanse edildi hizmetler sektörü

ardından merkez bankası yeni bir yaklaşım benimsemiştir. İngiltere merkez bankası üç temel amaç belirlemiştir (Nier, 2009):

- Parasal istikrarın korunması
- Finansal sistem istikrarının korunması
- Finansal sistemin etkinliğinin ekonominin genel faydaları doğrultusunda hizmet verecek şekilde geliştirilmesi

Yeni değişiklik sonrası İngiltere merkez bankası, Hazine ve banka gözetim/denetim otoritesi arasında her bir kurumun finansal istikrarın sağlanmasına ve korunmasına yönelik sorumluluklarını belirleyen ve kurumlar arasında yakın bir işbirliği kurulmasını sağlayan bir protokol imzalanmıştır. Bu protokole göre bu üç kurum bir bütün olarak finansal sistem istikrarının sağlanmasından ve korunmasından sorumlu tutulmuştur. İngiltere merkez bankası bu sorumluluğunu kendi bünyesindeki finansal istikrar birimi aracılığıyla yerine getirmektedir. Bu birim aylık finansal istikrar değerlendirme raporları hazırlamakta, finansal sistemde mevcut ve potansiyel riskleri belirlemekte ve sistemin bu şokları karşılamadaki yeterliliğini incelemektedir. Daha kapsamlı olarak ise, *"Financial Stability Review"* adı altında altı ayda bir değerlendirme raporu yayımlanmaktadır. Bu değerlendirmeler yapılırken, çok geniş bilgi kaynaklarından yararlanılmaktadır. Bunlar arasında ulusal piyasaların yanı sıra, gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerine ait bilgiler de yer almakta, bu piyasalardaki finansal istikrarı etkileyebilecek gelişmelere riskler analiz edilmektedir (Hazine, 2008).

Almanya'da subprime ile ilgili zararlar, (örneğin IKB[3] ve Hypo Real Sachsen LB[4] ve WestLB[5], Landesbanken) denetim ve mevcut banka kararlarının etkinliğine dair tartışmalara yol açmıştır. Bundesbank ve BaFin[6] uzun süredir bankacılık denetimi için bir ortak sorumluluk paylaştı, ancak iş bölümünde net ve şeffaf

[3]IKB (Endüstri Kreditbank'ın) kredi-risk yönetimi, sermaye piyasası hizmetleri ve danışmanlık hizmetleri ile Almanya ve Avrupa'da orta ölçekli işletmelere destekler.
[4]. BaFin, Faaliyet Raporu, 2007, s. 23.
[5] WestLB iki özel yatırım araçları (SIVs), Harrier Finans ve kerkenez, 2007 yılsonuna kadar yaklaşık 21 milyar avroluk bir genişlemesi sonucu, WestLB'nin bilançosunda geri alınmıştır. BaFin Faaliyet Raporu 2007, sayfa 23 bakınız
[6] (Almanca'dan: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) Federal Finansal Denetim Otoritesi daha kısaltması BaFin tarafından bilinen Almanya için mali düzenleyici otorite olduğunu ve Bonn ve Frankfurt merkezli bağımsız bir federal kurum olduğunu ve Federal Maliye Bakanlığı'nın gözetiminde düşmektedir.

olamamanın daha fazla çabaya, gereksiz bürokratik gecikmelere ve ayrılmaya dönüşebilecek problemlere neden olabileceği algısı oluşmuştu. Şubat 2008'de yayınlanan anlayış memorandumu (MOU)iki ajansların sorumluluklarını netleştirmek ve kurumlar arası işbirliğini geliştirmek için oluşturmaktadır[7]. IKB ve Hypo Real vakaları bankalar için özel bir çözüm rejiminin yokluğunu ortaya çıkardı[8]. Son olarak IKB ve Landesbanken vakıaları kamu destekli kısmen özel sektöre ait finansal girişimleri veya kamuya ait finansal girişimleri en iyi şekilde nasıl kontrol edilebileceği konusunu gündeme getirmiştir[9].

Avrupa Para Birliği (EMU) içerisinde yer alan ülkelerin çoğunda ulusal merkez bankalarının ya banka gözetim fonksiyonunda birinci dereceden sorumlulukları olmakta ya da merkez bankaları yoğun bir şekilde gözetim fonksiyonunda yer almaktadır. İngiltere'de banka gözetim ve denetim otoritesi olarak Financial Services Otorite'nin (FSA) kurulmasını Avrupa Parasal Birim 'inde alanında yer alan birçok ülke izlemiştir (ECB, 2001).

Önerileri sistemik risk ve ihtiyati düzenlemeler merkez bankalarının değerlendirmeleri arasında bir köprü oluşturarak, makro ihtiyati yönetmelikte Avrupa Merkez Bankası güçlenmektedir. Bu tartışmalar parasal ve düzenleyici arasında kapsamlı bir işbirliğini güçlendirilecek zorunda olacağı tezinden başlar, en istikrarlı ve dengeli bir makroekonomik çerçeveyi ve politika bileşimini tanımlayan ve uygulayan bir bakış açısıyla anlamlı olamaz bu bir şekilde mikro düzeydeki denetim üzerinde etkili olabilir (De Larosière, 2009:33).

---

[7]Bundesbank ile müzakere sonra BaFin tarafından verilen "Aufsichtsrichtlinie," göre, Bundesbank yerinde ve off-site denetim hem de tüm yönleriyle yürütülmesi, günlük denetim yürütmek için tek otoritedir. Bu ilk elden bilgi Bundesbank sağlar ve BaFin bireysel kurumlar aleyhine icra eylemleri kontrol etmek artık saklı tutmaktadır.MOU fazla artan denetim ve sistemik olarak önemli ve problem kuruluşlarla ilgili olarak geliştirilmiş işbirliğini öngörmektedir.

[8]Alman mevzuat kapsamında, yetkililer şu anda yerde hissedar çıkarlarını yaprakları bir banka veya bir kefalet dışı düz bir tasfiye ile sınırlıdır. Yazma zamanda, bu durumun geçici bir değişikliktir milletvekilleri tarafından tartışılmaktadır.

[9]IKB AG Alman küçük ve orta ölçekli işletmeler için sanayi kalkınma yardımı vermek için 1949 yılında Duesseldorf'ta kurulmuştur. Bu orta ölçekli müşterilere kredi sağladı ve Marshall Fonu dahil olmak üzere çeşitli kalkınma programları kapsamında verilen ediliyordu fonlarını dağıtacak yardımcı oldu. Bu görevi yerine getirirken, IKB KfW, savaş sonrası yeniden finansmanı ile ve daha sonra belirli sektörlere ve bölgelere dahil Doğu, birleşmesinden sonra, için federal tarafından finanse edilen yardım programları sağlayan lider işletme haline geldi görevlendirildi ana kamuya ait bankacılık varlık ile yakın işbirliği devam Lander. Tarihi boyunca IKB KfW yetkilileri, 21 Ağustos 2008 tarihinde Lone Star Fonlarına banka satmaya karar verene kadar bir yüzde 38 hissesini tutmaya devam ile yetkililer ile Alman orta ölçekli şirketler ve yakın bağları kredi sağlamak için bir amaç tutmaktadır

Son olarak, merkez bankalarının rolü ve finansal istikrarın kapsamı üzerine uluslararası tartışmalar vardır. G-30 (2009) tarafından " Mali Reform: Finansal İstikrar için bir Çerçeve" rapor krize karşı uzun vadeli bir öneri sunmaktadır. Diğer konular arasında, rapor ihtiyatlı düzenleme ve denetimin etkinliğini ve kalitesini artırmak için gereğini vurgulamaktadır. Bu ülkeler, gereksiz çakışmaları ortadan kaldıran, kapsamdaki boşluklar ve karmaşıklığı, arbitraj düzenleyici için potansiyeli uzaklaştırma ve düzenleyici koordinasyonu geliştirmek amacıyla kendi yasal yapılarını yeniden değerlendirmek gerektiğini önerir (Gleeson, 2009).

Ayrıca son olaylar merkez bankalarının finansal istikrar rolünün kabulü için ivme kazandıran ve onun yeterli yetki ile böyle bir rolü taşıması gerektiğini sağlamıştır ve merkez bankaları finansal istikrarın desteklenmesinde ve korunmasındaki rolü kabul etmelidir, zaten bu rol bu misyonu yürütmek için gerekli yetki ve araçları taşımak gerektiğini belirtir. Beklenti, sadece finansal kriz dönemlerinde finansal istikrar için kaygılar ile alakalı olmamalıdır, aynı zamanda hızlı kredi genişlemesi ve krizlere yol açabilen kaldıraç kullanımının arttığı zamanlarda uygulanabilecek olmalıdır[10].

1.2. FİNANSAL İSTİKRAR KARAR ALMA KURUMLARI

İstikrarlı bir bankacılık sistemi ve genel anlamda finansal sistem, para politikasının etkinliği ve ekonominin sağlıklı bir şekilde çalışabilmesi için ön koşullar olarak karşımıza çıkmaktadır. Merkez bankalarının finansal sistem istikrarının sağlanması amacının gerçekleşmesine yönelik önemli görev ve sorumlulukları bulunmaktadır. Bu durumun ardındaki temel neden, merkez bankalarının finansal sistemdeki kırılganlıkları analiz ederek, bir finansal kriz veya bankacılık krizi ortaya çıkmadan önce gerekli önlemleri alabileceği düşüncesidir. Büyük Finansal Kriz sonrası ayrı kuruluşlar da finansal sistem ve reel ekonomideki dengesizliklerden sorumluluk almak amacıyla kuruldu. Buna ek olarak IMF gibi uluslararası örgütler geçmişte krizlerin tekrarını önlemek amacıyla küresel finansal istikrarı dikkate almaktadırlar.

[10]Avrupa Komisyonu, Komisyon 4 Mart 2009, finansal piyasa reformu hızlı hareket ve G20 küresel liderlik göstermek, krize karşı birleşik kalmak için AB liderlerinin çağrısı

1.2.1. Merkez Bankası'nın Rolü

Pek çok ülke merkez bankası son yıllarda finansal sistemlerinin en temel parçası konumundaki bankacılık sektörünün istikrarının makroekonomik belirleyicileri üzerinde yoğunlaşmıştır. Bankaların değişen makroekonomik koşullar ve finansal piyasalardaki yapısal değişimlere olan duyarlılıkları bu ilginin altın dayatan temel faktörlerdir. Ayrıca, birçok ülkede merkez bankalarının banka gözetim ve denetiminde doğrudan yer almadığı, birinci dereceden sorumluluğun bağımsız ve özerk kurumlara devredildiği görülmektedir. Merkez bankalarının banka gözetim ve denetiminden birinci derecede sorumlu olmamalarına karşın, üstlendikleri görev ve sorumluluklar nedeniyle bankacılık sektörü ve bir bütün olarak finansal sistem istikrarı konusundaki ilgileri sürmekte olup, bu doğrultuda bankacılık sektörü gelişimlerini ve temel sistemik riskleri izlemeye devam etmektedirler (Jose ve Georgiou, 2009).

Merkez bankalarının banka gözetim ve denetim fonksiyonunda doğrudan yer almamaları konusunda görüşler bulunmakla birlikte, merkez bankalarının finansal sistem istikrarının sağlanması ve korunması çalışmalarının içerisinde yer almamalarının veya bu yönde görev ve sorumluluklarının bulunmamasının oldukça ciddi riskleri beraberinde getireceği yönündeki görüşler de yaygındır. Öncelikle, finansal sistem ve onun temel unsuru olan bankacılık sektörü hakkında zamanında elde edilen, güvenilir bilgilere sahip olmayan bir merkez bankasının temel hedefi olan fiyat istikrarını gerçekleştirmesi oldukça güçtür. Yine söz konusu bilgilere sahip olmayan bir merkez bankasının genel piyasa likiditesini düzenlemeye yönelik likidite operasyonları yapması ve finansal güvenlik ağının temel bir unsuru olarak acil durumlarda ihtiyaca zamanında ve yeterli olacak şekilde likidite sağlaması gibi fonksiyonları yerine getirmesi mümkün gözükmemektedir. Finansal sistem istikrarı kavramı, merkez bankaları açısından finansal sistem istikrarı analizlerinin önemi, bu analizlerde kullanılan göstergeler ve ülke uygulamaları değerlendirilmiştir[11].

[11]Dr Stephen Kinsella konuşması ekonomik krizin ortaya çıkmasından bu yana İrlanda ekonomik konularda bir yorumcu olarak yüksek bir profil geliştirdi. - Daha fazla bilgi için: http://www.iiea.com/events/bank-regulation-in-a-

Geçmiş yıllarda yaşanan finansal sistem krizleri, sadece ekonomi geneli açısından büyük maliyetlere yol açmakla kalmamakta, para politikasının etkinliğini de azaltmaktadır. Finansal krizlerin maliyetleri çok boyutludur: sistemde aracılık işlem hacminin ve etkinliğinin azalması, mevduat sigortası güvencesinin uygulanması ve bankaların yeniden yapılandırılması ve rehabilitasyonu çalışmaları gibi. Para politikası açısından finansal krizlerin önemini, mali bünyesi sağlıksız olan bankaların faiz oranı değişimlerine ve uygulanan diğer para politikası araçlarına tepkilerinin beklendiği ölçüde olmayacağı ve buna bağlı olarak merkez bankalarının mali açıdan kırılganlığı yüksek olan bankaları dikkate alarak para politikasını uygulamak durumunda kalmaları şeklinde açıklamak mümkündür. Para politikalarının etkinliği ve uygulanabilirliği açısından istikrarlı bir finansal ortam yaratılması amacı merkez bankalarına ek bir sorumluluk daha yüklemektedir: sağlam, uluslararası normlara uygun ve etkin bir şekilde faaliyet gösteren bankacılık sistemlerinin gelişmesini teşvik etmek ve desteklemektir (Fischer, 2009:34).

1.2.1.1. Sistemik Likidite Karşılığı

Asıl görünümdeki 2008 yılında mali krizin başlangıcında, merkez bankaları bankalar arası ve diğer toptan piyasalarda likidite sağladı. Merkez bankaları likidite stresini rahatlatmak için kendi para operasyonlarının yönlerini değiştirdi. Bunlar, örneğin, bankaların rezerv hedefleri eksiklikleri ile ilgili cezaları azaltmış ve bankalar sürekli hizmetlere erişilebilen iskonto oranını azaltmıştır. Bankalar birbirlerine borç vermeye isteksiz olunca, merkez bankaları gittikçe kısa likidite olan bankalar ile ve uzun likidite olan bankaların aralarına girmekler. Merkez bankaları da açık piyasa işlemleri koşullarını değiştirdi, likidite tedarikinin vadesini artırdı ve bu operasyonlar daha likit ve kredi riskli menkul kıymet kabul teminat türünü uzattı. Bazı merkez bankaları da en çok ihtiyaç duyulan likiditenin nereden akabileceğini sağlamak için kendi alanını genişletmeye gerek duydu. Bu eylemlerin çoğu başlangıçta alınmış iken sisteme sağlanan rezervlerinin toplam miktarının sabit tutulması, bankalar geleneksel olmayan para politikası ve sistemik likidite

---

europeancontext?gclid=CjgKEAjwhcebBRCb3Z2OirHlvSQSJAAs4VLUMqagFKrOHMg8LMoYsjKZz_73oY6SkS92HE4fOPd8CvD_BwE#sthash.m8IEHUue.dpuf

sağlanması arasındaki bulanıklaşmış ayrımı ile kendi bilançosunu genişletti (Nier, ve Baumann, 2006:16).

Finansal piyasalar düzensiz ve likit hale geldiği zamanda piyasa likidite sağlayıcı olarak merkez bankasının rolü son çare (MMLR) piyasa yapıcı olmuştur. Buiter'in (2008)çalışmasında Avrupa Merkez Bankası, İngiltere Merkez Bankası ve Federal Rezerv Sistemi olmak üzere merkez bankalarının kriz sırasında yapılan politikaların etkinliğini karşılaştırmaktadır. Ancak, bankacılık sistemine likidite sağlamak için merkez bankaları ve kriz zamanlarında daha geniş finansal piyasaların olgusu yeni değildir. Japonya Bankası 1990'ların başlarında benzer harekete geçmişti ve varlık fiyatlarının çöküşü banka bilançolarını stres altında koydu. Latin Amerika genelinde merkez bankaları1990'ların ortalarından beri bölgede bankacılık krizlerinin bir sabit yanıt sistemik likidite sağlamaktaydı.

Merkez bankaları finansal sistem ve ekonomi üzerindeki sistemik riskin gerçekleşme etkisini sınırlamak için bu eylemleri aldı, ancak bankacılık krizlerini kapsaması özgür gelmiyor. Kredi riskli teminata karşı bankalar arası piyasalarda likidite sağlanması, uzun vadede risk altındaki merkez bankalarının bilançolarını koydu. Ayrıca Merkez bankası giderek daha büyük miktarlarda likidite arınık etmek ve para politikası ve likidite sağlanması hedefleri arasındaki ayrım iletişim ihtiyacı olarak da, para politikasının uygulanmasını zorlaştırmaktadır. Özellikle küçük açık ekonomilerde, sistemik likidite karşılığı döviz kurunun keskin bir değer kaybına yol açabilir ve uzun vadede, enflasyon artar (Brunnermeier, Markus ve Pedersen, 2009:12).

Likidite sağlanması yoluyla sistemik risk ve çevreleme gerçekleşme merkez bankalarının hedefleri için pahalı olduğundan, merkez bankaları sistemik likidite gerilmelerin sıklığını azaltmada bir ilgiye sahiptir. Bu (örneğin ticari bankalar) anahtar özel likidite sağlayıcılarının düzenlenmesine ve piyasaların düzenlenmesi bu kurumların ödeme ve likidite stresine yol açabilir çöküşü anlamına gelir (De Larosière, 2009:11).

1.2.1.2.Bankaların Bankası ve Likiditenin Son Kaynağı Olması

Bankaların bankası olma deyimi, bankacılık sisteminin müşterilerine sunduğu hizmetlerin benzerlerinin, merkez bankası tarafından bankalara sağlanması anlamına gelmektedir. Merkez bankasının bankalara sunduğu bu hizmetlerden bazıları, merkez bankasının temel fonksiyonu olan ve yukarıda değinilen parasal kontrol fonksiyonunu destekleme niteliktedir. Örneğin, bankacılık sisteminin rezervlerini tutması, bankalara kısa vadeli kredi sağlaması, likiditenin son kaynağı olması gibi. Ülkedeki bankacılık sisteminin sağlıklı hizmet sunabilmesi açısından, merkez bankasının yürüttüğü faaliyetler arasında toplanan çeklerin takasına aracılık etmesi, bozukluk ve banknotların bankalara dağıtımı, ticari bankaların faaliyetleri üzerinde bir ölçüde düzenleme ve kontrol yetkisinin bulunması sayılabilir (Jacome, 2008:29).

Likiditenin son kaynağı olma merkez bankasının ödünç verebilecek son kredi kurumu olmasından kaynaklanmaktadır. Merkez bankalarının bu fonksiyonu para basma üzerindeki tekel gücünden kaynaklanmaktadır. Merkez bankası para basımındaki tekelci gücünü kullanarak bankalara önemli miktarda rezerv aktarma yeteneğine sahiptir. Bu nedenle, finansal sistemde yaşanacak bir paniğin ve bankalara hücumun önlenmesinde, merkez bankası bu gücünü kullanarak bankalara rezerv yaratabilir. Dolayısıyla, likiditenin son kaynağı olma fonksiyonu finansal sistemde istikrarın sağlanması açısından son derece önemlidir (Ratnovski, 2009:14).

1.2.1.3. Ödeme ve Mutabakat Sistemlerin Gözetimi

Fiyat istikrarı sağlamak, enflasyonu kontrol altına almak ve finansal sistemin sağlıklı işlenmesinin sağlanmasına katkıda bulunmak merkez bankalarının temel görevleridir. Merkez bankaları aynı zamanda ödeme sistemlerinin düzenli işlemesi

ile yakından ilgilenmektedirler. Bu ilginin nedeni, ödeme sistemlerinin merkez bankasının görev alanlarını doğrudan etkilemesidir. Güvenli ve etkin bir ödeme sistemi, sağlıklı bir bankacılık sisteminin kurulması ve parasal politikaların yürütülmesi açısından çok önemlidir (Bernanke, 2008a).

Ödeme sistemlerinin işleyişi 1980'li yıllara kadar merkez bankalarının aktif ilgi ve görev alanı olarak değerlendirilmeyerek bu alan daha sonra çok mekanik sahne arkası faaliyetler olarak görülmüştür. Bu anlayış aşağıda belirtilen nedenlerce son yıllarda değişmiş ve ödeme sistemlerinin işleyişi merkez bankalarının temel ilgi ve görev alanlardan birisi olmuş (Ratnovski, 2009:26).

Ödeme sistemlerin işleyişi merkez bankasının parasal istikrar ve finansal istikrar olan iki temel hedefi ile yakından ilişkilidir. Bu hedeflere ulaşmaya çalışırken merkez bankalarının ülkeden ülkeye değişmekle birlikte farklı rolleri bulunmakta olup bu roller farklı işlevler açısından aşağıdaki şekilde sınıflandırılabilir (Sheppard, 1996:8-9).

- Ödeme sistemleri aracılığı ile fonların hızlı şekilde aktarımını sağlayan teknolojik gelişmeler,
- Finansal faaliyetlerde büyüme ve buna bağlı olarak ödeme sistemlerinin hem miktar hem tutar açısından cirosunda görülen yoğun artış
- Küreselleşme sonucunda piyasaların entegrasyonu ve ulusal ekonometrinin açık olmaları

1.2.2. Uluslararası Örgütlerin Rolü

Günümüzde küresel bir nitelik olan finansal kırılganlık olgusu ile mücadelenin yalnızca ulusal düzeyde önlemlerle sağlanabilmesi güç olmaktadır. Küresel nitelikteki bir soruna karşı yine küresel düzeyde önlemler alınması gerekmektedir. Finansal istikrarın küresel düzeyde sağlanması yalnızca gelişmekte

olan ülkeler açısından değil, gelişmiş ülkeler için de önemlidir. Çünkü küresel ekonomide ülkeler arasındaki ekonomik ilişkilerin yoğunluğu nedeniyle gelişmekte olan ülkelerde yaşanan ekonomik krizler gelişmiş ülkeleri de olumsuz etkileyebilmektedir (Ergül, 2005:104).

Bu bağlamda küresel finansal istikrarı korumak için ilk adımlar Bretton Woods konferansında atılmış ve istikrarı sağlamak için ilk uluslararası kuruluşlar oluşturulmuştur. Tasarlandığı kadarıyla Bretton Woods sistemi birbiriyle ilişkili üç uluslararası kuruluşu: Uluslararası Para Fonu (IMF), Uluslararası İmar ve Kalkınma Bankası (İBRD, daha çok Dünya Bankası olarak tanınıyor.), ve Uluslararası Ticaret Örgütü (İTO)'nü kapsıyordu. Bu üç kuruluş uluslararası ekonomik sistemin başlıca üç unsuru olan para, finans ve yatırım ve ticareti düzenlemek için tasarlanmıştır[12]. Aşağıdaki tablo, mali ve parasal istikrarı hem evrim istikrar dizileri açıklar, rejimlerin karşısında para politikası ve kararlılığı gösterir. Ayrıca daha detaylı bilgi aşağıda alt bölümlerde ele alınacaktır (Snower, 2009).

Tablo 1.3: Parasal ve Finansal İstikrarın Rejimleri

	Rejim		İstikrar	
	Finansal	*Parasal*	*Finansal*	*Parasal (1)*
Klasik altın standart	Liberal	Altın	Yok	Evet
Savaş arası dönemi	Liberal	Karışık	Yok	Karışık (2)
Breton Woods	Bastırılmış	Artan fiyatlar	Evet	Zamanla kaybolmuş
Breton Woods sonrası	Liberalleşme	Artan fiyatlar	Yok	Zamanla yenilendi
1-Fiyat istikrarı açısından 2- ABD'de Büyük Buhran ve Fiyat istikrarı hızlanması				

Kaynak: Claudio Borio (2014: 5)

[12]IMF ve Dünya Bankası'nın hedefleri, daha detaylı bilgi için https://www.imf.org/external/np/exr/facts/imfwto.htm ziyaret

1.2.2.1. Bretton Wood Öncesi

Uluslararası ödeme sistemleri bakımından dünya ekonomisi tarihi belirli dönemlere ayrılabilir. Bunlardan ilk 1870'lerden 1930'lara kadar süren "altın para çağı", ikincisi 1930 ile 1944 arasını kapsayan "buhran dönemi", üçüncüsü 1944 ve 1973 yılları arasında uygulanan Bretton Woods sistemidir. Dördüncüsü ise "karma uygulamalar" olarak da nitelendirebileceğimiz, halen içinde bulunduğumuz dönemi kapsar (Crockett, 2001:3).

1870'lerden 1914'te, Birinci Dünya Harbinin başlamasına kadar geçen dönem içinde uygulanan "Altın Para Sistemi" olarak nitelendirilen uluslararası para sistemi, ekonomik ilişkilerin değişimi ile ortaya çıkmıştır. Önceden belli bir çalışma ile ilkeleri belirlenmemiştir. Altının, para olarak genel geçerlilik kazanması sonucunda oluşmuştur (Crockett, 2001:5).İlk kez İngiltere'nin 1816 yılında uygulamaya başlattığı altın para sistemi, 1870 yıllarından itibaren gümüş para sisteminden ayrılan ülkeler tarafından da uygulanmaya konmuştur. Böylece 1914 yılında, Birinci Dünya Savaşı öncesinde altın, ya altın para sistemi ya da topal çift maden sistemi şeklinde para olarak kullanılıyordu (Dutt, 2006: 19-23).

Dünyanın 1923-1928 yıllarında tekrar altın sistemine dönüşü daha henüz tamamlanmamışken 1929 yılında dünya buhranı patlak vermiştir. Bu buhran Amerika hariç belli başlı memleketlerin altın sistemini terk etmesiyle sonuçlanmıştır. Aslında, buhranın başlamasında olmasa bile, dünyaya yayılmasında ve şiddetlenmesinde altın kambiyo sisteminin büyük rolü olmuştur. Buhran, altın kambiyo sistemi yüzünden bir milletlerarası banka ve kredi paniği haline gelmiştir. Buhran sonucunda 1931 yılında başlıca ülkelerden Almanya, İngiltere altın standardını terk etmiş, ABD 1933'te sistemi terk etse de 1934'te yeniden katılmış ve F.D. Roosevelt'in Yeni Düzen (New Deal) politikası çerçevesinde 1934'te altın sikke sistemini terk etmiş ve altın külçe sisteminin uygulamasını başlatmıştır. Fransa'da 1936 yıllında altın sisteminden ayrılmasıyla sistemin uygulaması son bulmuştur (Crockett, 2001:11-16).

1.2.2.2. Bretton Wood Sistemi

Birinci ve İkinci Dünya Savaşları arasında kalan dönem (1914-1944), daha önce de açıklandığı üzere, tam bir karmaşa ve istikrarsızlık dönemi olmuştur. Dünya ticareti büyük ölçüde azalmış, korumacı politikalar yeniden canlanmış, uluslararası para sistemi ise rekabet devalüasyonları ve her gün değişen döviz kurlarıyla yüksek riskli ve belirsiz bir sisteme dönmüştür (Bird, 1996: 144).Rekabet devalüasyonları, kambiyo ve gümrük kontrollerinin mevcutluğu döviz kurlarının istikrarına dayalı serbest ticareti teşvik eden yeni düzenin kurulmasını gerektirmekteydi. Bu hususlar dikkate alınarak dönemin gelişmiş ülkeleri konu üzerinde daha çok odaklanmaya başlamışlardı. Serbest ticareti teşvik edecek bir parasal sistemin düzenlenmesi savaş zamanı sanayisini daha da güçlendirmiş Amerika için çok önem arz ediyordu (Pauls, 1990: 2).

Savaş sonrası dönemin Breton Woods sisteminin fiili dolar standart oldu. Savaş arası dönemin deneyimi göz önüne alındığında, yurtiçi ve uluslararası finansal işlemlerin ağır düzenlenmesini içeriyordu. Sistem en azından ABD makamları enflasyonist güçleri kontrolde tutmaları mümkün olduğu sürece parasal istikrarı teslim etmişti. Ayrıca, finansal sistem istikrarını teslim etmişti, ama sonuçta kaynaklar tahsis edildiği ile verimlilik açısından finansal sisteme ağır bir maliyeti vardı (Grubel, 1984:55).

1.2.2.3. Uluslararası Para Fonu

Breton Woods sisteminin çökmesi ardından alternatif dalgalı kur için bir ihtiyaç vardı ve bir daha liberal ortamında finansal sistemi disipline için bir araç idi. Bu yaklaşım iki hedefin ayrı takibi için peşindedir. Fiyat istikrarı peşinde, para arzı hedefleri ile ilk amacı vardı, ama onlar yetersizliği kanıtladı, merkez bankalarının giderek artan sayıda enflasyon hedeflemesi" kısıtlı takdirine " için başvurdu. Finansal sistem istikrarı söz konusu olduğu gibi, cevap yoğunlaştı ihtiyatlı denetiminde bulundu. Bu finansallaşma sonrasında oluşan çeşitli zararlı krizler izledi. Denetim odağı ancak bilanço kısıtlamaları, denetim gözetim ve piyasa disiplini bir arada

izlediği ihtiyatlı risk yönetimi, finansal aracıların izin faaliyetlerine daha az oldu. Şimdiye kadar, ancak, bu yaklaşım hala dayanıklı finansal istikrarı teslim olmadı (Mendoza ve Terrones, 2008:35-39).

1.2.2.4. Diğer Kuruluşlar

Finansal sistemin istikrarı her ülkenin bir süredir devam eden sorumluluğundadır ve bu sebeple mali yönetmelikte önemli değişiklikler Finansal İstikrar Gözetim Konseyi ve Avrupa Sistemik Risk Komitesi gibi yeni entegre denetim organları ortaya çıktı. Finansal sistem istikrarı teşvik etmek görevini doldurma, bu örgütlerin potansiyel sistemik sonuçları ile mali bozuklukları riskini azaltıcı ve mali sistemi bozukluğu meydana gelmez durumunda yanıt etme rolü vardır.

1.2.2.4.1. Finansal İstikrar Gözetim Konseyi

Finansal İstikrar Gözetim Konseyi (FSOC) bankacılık ve menkul kıymet piyasası düzenleyicileri kapsamlı bir reformun bir parçası olarak 2010 yılında Dodd - Frank Wall Street Reform ve Tüketiciyi Koruma Yasası[13] tarafından oluşturuldu. Konsey finansal sistemde sistemik risk izleme ve birçok federal mali düzenleyiciler koordine ile tahsil edilmektedir.

Dodd Frank kanunu FSOC bir danışma meclisi olduğu bir düzenleyici çerçeve oluşturdu ve yeni düzenleyici rejim, sistemik riski gidermek için çeşitli politika araçlarını içermektedir. FSOC finansal düzenleyiciler arasında iletişimi kolaylaştırır, toplar ve sistemik riskin izlenmesi finansal verileri değerlendirir ve

[13]Dodd Frank Act; Public Law: 111-203, Yasa, ekonomiyi ve Amerikan tüketicilerini, yatırımcıları ve işletmeleri korumak, vergi ödeyenlerin finansal kurumların kurtarılmasını fonlamasını sona erdirmek, ekonominin istikrarında ileri derece bir uyarı sisteminin sağlanması, yönetici ücretleri ve kurumsal yönetişimde kuralların geliştirilmesi ve ekonomik durgunluğa neden olan yasal boşlukların elimine edilmesi için sert standartlar ve gözetimi yerleştiriyor.

finansal kurumlar ve finansal piyasa araçları Federal Rezerv Kurulu tarafından ihtiyati düzenlemeye yardımcı olmaktadır (Murphy ve Bernier,2011:6-8).

FSOC algılanan zayıflıkları düzenlenmek amacıyla ve finansal sistemin risklerinin belirlenmesi için kurulmuştur. Finansal düzenleyiciler arasında koordinasyon eksikliği; büyük, karmaşık finansal kurumların yetersiz denetimi ve kararsızlıklar bir banka dışı mali kurum hatası veya iflas sonucu olabilir. FSOC sistemik olarak belli olmayan bankaları sınıflandırmak için yeteneğe sahiptir ve Federal Rezerv Sistemi tarafından ihtiyati nedenine denetlenmektedir[14].

1.2.2.4.2. Avrupa Sistemik Risk Komitesi

Avrupa Sistemik Risk Kurulu (European Systemic Risk Board-ESRB) AB'nin finansal sisteminin makro ihtiyati gözetiminden sorumludur. Almanya'nın Frankfurt kentinde kurulan ESRB'nin sekretaryasını Avrupa Merkez Bankası yürütmektedir. ESRB AB'de finansal sistemin işleyişi ve geliştirilmesi sırasında ortaya çıkabilecek sistemik risklerin oluşmasına engel olmak veya bunun etkilerinin azaltılmasına katkı sağlamak amacıyla kurulmuştur. Ayrıca ESRB, iç piyasaların işleyişinin etkinliğini temine ve dolayısıyla ekonomik büyümeye de katkıda bulunmayı amaçlamaktadır[15].

ESRB'nin başlıca görevleri aşağıda sıralanmıştır[16]:

- Sistemik risklerin tanımlanması ve önceliklerin belirlenmesi,
- Önemli görülen sistemik riskler için uyarıların hazırlanması ve gerekli durumlarda bunların kamuoyu ile paylaşılması,

[14] Finansal İstikrar Gözetim Konseyi, Çalışma ve Tescilli Ticaret ve Hedge Fonları ve Özel Sermaye Fonları, Washington, DC, Ocak 2011, mevcut olan bazı İlişkiler Yasaklanması ile ilgili Öneriler http://www.treasury.gov/initiatives/Documents/
[15]İhtiyati programlarına EFSF Kılavuzu:http://www.efsf.europa.eu/attachments/efsf_guideline_on_precautionary_programmes.pdf
[16]EFSF'nin kapasitesini maksimize Tanımı: http://www.efsf.europa.eu/attachments/efsf_terms_of_reference_maximising_the_capacity.pdf

- Tanımlanan risklere karşı önlemler geliştirilmesi ve gerekli durumlarda bunların kamuoyu ile paylaşılması,
- Avrupa Bankacılık Otoritesi (EBA)[17], Avrupa Sigorta ve Mesleki Emeklilik Otoritesi(EIOPA)[18] ve Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesinden(ESMA)[19] oluşan AB denetleme otoriteleri ile yakın çalışarak, gerekli durumlarda bu otoritelere sistemik riske ilişkin bilgi sağlanması,
- AB denetleme otoriteleri ile ortaklaşa çalışarak sistemik riskin belirlenmesi ve ölçülmesine dair niteliksel ve niceliksel göstergelerin belirlenmesi,
- Gerekli durumlarda Ortak Komitede görev alınması,
- Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Finansal İstikrar Kurulu (FSB) gibi uluslararası kurumlarla koordinasyon içinde çalışmak.

AB bir taraftan oluşturduğu düzenleyici ve denetleyici bu yapılarla Birlik düzeyinde önlemler almayı öngörmekte, diğer taraftan da aşağıda belirtilen platformlar vasıtasıyla kendi politikaları ile uyumlu bir uluslararası yaklaşımı da hayata geçirmeyi hedeflemektedir (Snower, 2009):

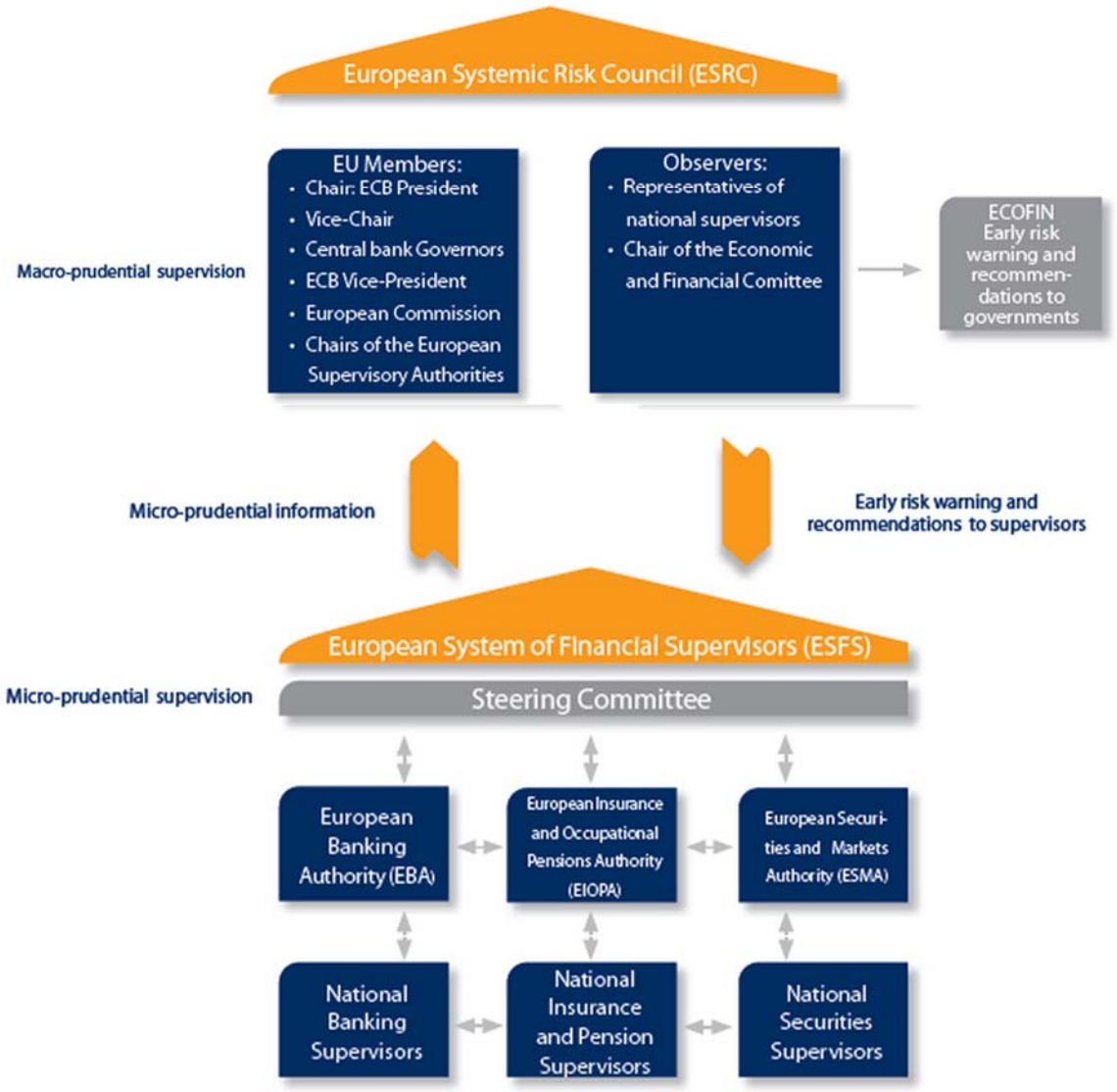
- G20 ve uluslararası standart belirleyici organların faaliyetlerinde etkin rol almak,
- Uluslararası yakınsamayı teşvik etmek,
- Anahtar öneme sahip ortak ülkelerle düzenleme ve denetleme konularında ikili görüşmelerde bulunmak.

[17] EBA - Avrupa Mali Denetim Sisteminin bir parçası olarak 1 Ocak 2011 tarihinde kurulan ve mevcut tüm sorumlulukları ve Avrupa Bankacılık Denetim Komitesi'nin görevlerini devraldı. http://www.eba.europa.eu/

[18]Avrupa Sigorta ve Mesleki Emeklilik Otoritesi Avrupa Sigorta ve Mesleki Emeklilik Denetçileri Komitesi (CEIOPS) yerine gelip, Avrupa Birliği mali düzenleyici bir kurumudur.https://eiopa.europa.eu/

[19]1 Ocak 2011 tarihinde Avrupa Menkul Kıymetler Düzenleyicileri Komitesi (CESR) ESMA ile değiştirilmiştir. http://www.esma.europa.eu/

Şekil 1.2.:AB'de Denetim Seviyeleri



Kaynak: European Framework for Safeguarding Financial Stability http://www.abbl.lu/node/546

Bu bölümde Büyük Finansal Kriz sonrasında finansal istikrar ve makroekonomideki rolünün teorik ve kavramsal çerçevelerinin önemi incelenmektedir. Finansal istikrarın farklı tanımları nedeniyle tanımlanan göstergelerde ve görülen endekslerde çeşitleme ortaya çıktı. Bu araştırma, Finansal Sağlamlık Endeksi ve Finansal Kırılganlık Endeksi olarak iki ana gösterge üzerine odaklandı. Bu endeksler göstergelerin geniş yayılmış ve finansal piyasalar ve reel ekonominin geçerli konumunu IMF gösterisine göre doğru bir resmini kapsamaktadır. İkinci önemli konu üç ana yöne ayrılmış kurumlar kararıdır, birçok ülkede Merkez Bankalarının rolü ilk etapta olması nedeniyle hala aynı zamanda para

politikası ve finansal istikrarda iktidar olduğu gerçeğidir. Ancak IMF, FSOC ve ESRC gibi diğer kurumların temeli analiz edilmiştir.

İKİNCİ BÖLÜM
FİNANSAL KRİZ, YENİ PARA POLİTİKASI VE FİNANSAL İSTİKRARIN ETKİLERİ

2.1. KRİZ ÖNCESİ FİNANSALLAŞMA VE PARA POLİTİKASI

Finansallaşma diğer serbest piyasalar ve küreselleşme içinde olan son otuz yılda dünyayı sarmış 3 büyük akımdan biridir. Finansallaşma günlük aktiviteleri hem ulusal hem de uluslararası düzeyde finansın önemli bir büyümesi olarak tanımlamaktadır. Finansallaşma rüyası finansal inovasyon, ekonomik kalkınmanın desteklenmesi ve küresel pazar verimliliğine katkıda yaratıcı olmasıdır. Fakat sonuç olarak gizli bir kaldıraç tamamen gevşeyebilen dünyadan kitlesel kamu sektöründe büyük çapta kamu sektörü tarafından kefalet gerektiren eğilim tarafından şişirilmiş bir balon oluştu (Sheng, 2014)[1].

Uluslararası alanda, finansal kırılganlık 1990'ların sonu ve 2000'lerin bağında dünya ekonomisinde önemli sorunlar yaratırken, ABD bu kırılganlığın en şiddetli biçimiyle konut piyasalarında yaşanan kriz sırasında yüz yüze geldi ve kırılganlık Avrupa başta olmak üzere tüm dünyayı etkisi altına aldı. Finansallaşmanın başlıca etkileri (1) finans sektörünün reel sektör karşısındaki önemini arttırması, (2) reel sektörden finans sektörüne gelir aktarımı yapılmasına yol açması (3) gelir eşitsizliğini arttırması ve ücretlerin durgun seyretmesine katkı yapması olmuştur (Froud, Johal, Leaver ve Williams, 2006:13).

[1] Detaylı bilgi için:http://www.scmp.com/comment/insight-opinion/article/1309206/financial-crisis-highlights-need-focus-asset-side-balance

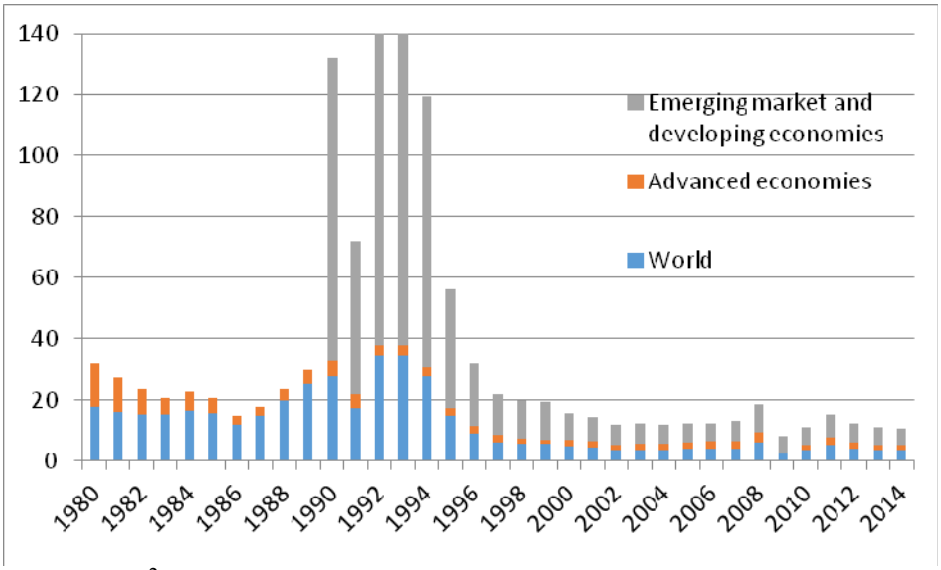
Bu etkileri nedeniyle 2008 krizinin ardından iktisatçılar arasında öne çıkan tartışmaların başında finansallaşma ve ekonomik kriz ilişkisi yer almıştır. Finansallaşma tanımında genellikle Kripner ya da Epstein'in tanımları referans alınmıştır. Finansallaşmayla ilgili en çok kullanılan tanım Gerald Epstein'in yaptığı "ulusal ve uluslararası piyasalarda finansal saiklerin, finansal aktörlerin ve finansal kurumların artan rolü " olmuştur (Epstein, 2000:1). Finansallaşma tartışmalarıyla ilgili metinlerde yapılan vurgular dünya ekonomisinde 1970 sonrasında yaşanan gelişmelerin farklı yönlerine işaret etse de konuyla ilgili altı çizilen ortak nokta finansın ekonomideki dominant rolü olmuştur. 1970 sonrasındaki süreci "Büyük Finansallaşma" olarak tanımlayan Karl Polanyi Levit'e göre finansallaşma kapitalist iktisadın ağırlık merkezinde üretimden finansa doğru uzun dönemli bir kayma olarak tanımlanabilir (Levitt, 2008).

Özellikle 1980 sonrasında dünya çapında finansal akımlardaki büyük artışla birlikte 80'lerin sonundan itibaren pek çok ülkede çok sayıda döviz krizi ve finans krizi meydana gelmiştir. Bu dönemde ortaya çıkan balonlarla birlikte merkez bankasının önemi de giderek artmıştır. Bu süreçte merkez bankasının kanuni mübadele aracı üzerindeki gücü artmış ve finans sistemi borçların ödenerek kapatılması için zorunlu ödeme aracı olan merkez bankası parasına daha da bağımlı hale gelmiştir. Aynı zamanda merkez bankası bağımsızlığı ve enflasyon hedeflemesi politikaları benimsenmiştir (Papadotos, 2010:172). Enflasyon hedeflemesi, ikinci kalite ipotek kredilerinin patlamasından krizin dışa vurmasına kadar geçen yaklaşık 20 yıl süresince para politikası alanının hâkim görüşü olmuştur. Bu görüşün altında, fiyat istikrarının finansal istikrarı da sağlayacağı ve böylece ekonominin şoklara daha dayanıklı, ekonomideki gelişmelerin ise daha öngörülebilir olacağı yönündeydi (Arrighi, 1994).

Monetarist yaklaşıma göre, 70'li yılların enflasyonist döneminin ardından 20 yıl boyunca enflasyon rakamlarının daha istikrarlı oluşu ve ekonomik büyümenin düşük ama istikrarlı seyri para politikası başarısının bir sonucu olmuştur. Bu konudaki

tezleriyle öne çıkan Schwartz ve Friedman birlikte yaptıkları çalışmalarında finansal istikrar için en önemli tehdidin enflasyon oranındaki beklenmedik değişiklikler olduğunu öne sürmüşler ve buradan hareketle merkez bankası "fiyat istikrarını sağlayarak finansal istikrara, mevduat sigortasını reforma tutup yeniden düzenlemeler yapmak suretiyle sağlayacağından daha fazla katkıda bulunacaktır" demişlerdir (Friedman ve Schwartz, 1960). Bu görüşün güç kazanmasında fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasında pozitif bir ilişki olduğunu gösteren bu ilişkide bir nedenselliğin sonucu olup olmadığı tartışmalıdır (Shaikh, 2009: 136-141).

Grafik 2.1: Enflasyon oranı (ortalama tüketici fiyatları)



Kaynak: IMF[2]

Merkez bankası bağımsızlığı, para politikasının seçim sürecinden ayırılması ve nesnel teknik esaslar kullanılarak toplumsal kesimler üretim faktörleri; işçiler, işverenler

[2] Annual Inflation Data available at: http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/weorept.aspx?sy=1980&ey=2014&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&pr1.x=61&pr1.y=19&c=001%2C110%2C200&s=PCPIPCH&grp=1&a=1

ve sermaye sahibi farklı kesimler; finansal şirketler ve sanayi şirketleri arasında çıkar gözetmeyen bir yöntemin uygulanması için gündeme getirilmiştir. Yukarıdaki önerme çeşitli yönlerden eleştirilebilir fakat sadece, ekonomik karın farklı biçimlerde ifade edilmekle birlikte girişimci karı ve faiz gibi iki ayrı bölümden oluşması nedeniyle merkez bankalarının faiz oranını belirlemede tarafsız olmalarının çok kolay olmadığını, merkez bankalarının çıkarları her zaman örtüşmeyen farklı sermaye çevrelerinin baskısı altında kaldıklarını söylemek bile tarafsızlığın şık ama farazi bir ifade olduğunu göstermeye yetecektir (Boyer,2000; Stockhammer:2005/06; Dutt, 2006; van Treeck: 2009 ve Hein: 2011b).

Enflasyon hedeflemesini oluşturan modelin iki temel parametresini enflasyon hedeflemesi ve enflasyon beklentisi oluşturmaktadır. Enflasyon hedeflemesi merkez bankaları aracılığıyla devlet tarafından belirlenirken, enflasyon beklentisi özel sektör ve ekonominin diğer aktörlerinin davranışlarında ortaya çıkmaktadır. Bu iki parametre arasındaki ilişkinin temel belirleyeni ise nominal enflasyon oranı olmaktadır. Merkez bankasının temel amacı enflasyon beklentisiyle enflasyon oranı arasındaki farkı gelecekte ortadan kaldırmaktır. Bu modelin kabulleri arasında doğal işsizlik oranından türetilmiş enflasyonu hızlandırmayan işsizlik oranı (NAIRU) yer almakta ve enflasyon ile işsizlik arasında bir değiş tokuş (trade off) olduğu ifade edilmektedir (Eichengreen, vd, 2011).

Bu yaklaşımın sorunları ise 2008 krizi ile birlikte daha yaygın bir biçimde tartışılmaktadır. Söz konusu yaklaşıma ampirik bir çalışmayla itiraz eden Shaikh enflasyonist dönemlerin ülkeler arasında farklılaştığına işaret etmiş ve bu dönemlerin genellikle devletin doğrudan doğruya etkin olamadığı süreçlerle ilişkili olduğuna vurgu yapmıştır. Shaikh (2009) parasalcı görüşlerin aksine enflasyonun sadece doğrudan hükümet politikasından kaynaklanmadığını, özel sektörün faaliyetlerinden de doğabildiğini ifade etmiştir. Varlık fiyatlarındaki değişiklikler bunun açık göstergeleri olmuştur. Shaikh'ın ampirik bulguları, balonların, enflasyonun kontrol altında olduğu

koşullarda özellikle de düşük enflasyona yurtiçi para arzının eşlik ettiği dönemlerde ortaya çıkma eğiliminde olduğunu göstermiştir. Merkez bankalarının sadece enflasyon hedeflemesi üzerine odaklanması varlık balonlarının büyümesine katkı yapmıştır (Shaikh ve Tonak, 1996).

2.1.1. Washington Konsensüsten Post Washington Konsensüse

"Washington Konsensüs" terimi ekonomist John Williamson (1989) tarafından belirlenen on önerileri kavramlarla açıklıyor (Marangos, 2008:227-244):

1) Mali disiplin;

2) Kamu harcamalarının yüksek getiri sağlayan ve gelir dağılımını düzeltici doğrultuda yapılması (sağlık, eğitim, altyapı);

3) Vergi reformu (düşük oranlı geniş vergi tabanı).

4) Faizlerin piyasada belirlenmesi;

5) Rekabetçi kur politikası;

6) Serbest ticaret rejimi;

7) Doğrudan yabancı sermayenin serbestleşmesi;

8) Özelleştirme;

9) Deregülasyon (giriş-çıkıştaki engellerin kaldırılması).

10) Mülkiyet haklarının güvence altına alınması.

Bu unsurlara göz attığımızda özetle, Washington Konsensüsü devletin küçültülerek piyasa güçlerine dayanan bir kalkınma anlayışını öngördüğünü not almanın önemli olduğunu söyleyebiliriz. Firmalar neoliberal ekonomide "görünmez el" akılcı bir ekonominin aktörlerini seçmede devletlerin bunu nesne olarak kabul ettiği görüşüne

inanır. Özellikle "yükselen pazar" diye nitelenen ülkelerin (azgelişmiş ülkeler) bu reçeteyi uygulayarak istikrarlı gelişmeyi yakalayacakları ileri sürüldü. IMF ve Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşların desteği söz konusu olduğunda da destek isteyen ülkelerin "Washington konsensüsünde" yer alan ilkelere uymaları istendi (Naim, 1999).Başka bir deyişle; ABD merkezli uluslararası kuruluşların özellikle Latin Amerika ülkelerine verdiği ekonomi politikası önerilerini ifade eden esaslar bütünü 'Washington konsensüsü' olarak biliniyor. Terim, daha sonra bu esasları eleştirenler tarafından neoliberal politikaları ve serbest piyasacılığı ifade eder hale geldi. 1990'ların sonundan itibaren Dünya Bankası ve IMF'de hâkim olan anlayıştaki değişimle birlikte Washington Konsensüsünden uzaklaşıldığı sinyalleri güç kazanmaya başladı (Williamson, 2000:2).

Bu politika önerileri kuramsal temelleri neoliberal iktisat politikaları dizisinden oluşan bu yeni paradigma çerçevesinde, başta IMF ve DB'sı olmak üzere uluslararası finansal kuruluşlar, piyasanın gelişen ülke yönetimleri tarafından kıt kaynakların tahsisi ve ekonomik büyümenin sürekli kılınmasında en temel mekanizma olarak da piyasa mekanizmalarının tam anlamıyla işleyişine mani olan kontrollerin kaldırılması konusunda bu ülkeleri teşvik ettiler. Dolaysıyla, bu paradigmanın esasında daha hızlı ve sağlıklı bir kalkınma için müdahaleci ve korumacı ekonomi politikaları yerine, ekonominin bütün alanlarında liberalleşme ve devlettin iktisadi hayattaki yerinin daraltılması temel bir şart olarak bulunmaktaydı. Bu yeni paradigmanın gelişi de uzun neoklasik iktisat ve metodolojik bireysellik ile "Bağımlılık Okulu" ve diğer teorilere hâkim olup işaretlenmiş (Chang, Ha-Joon, 2010:20; Hayami, 2003).

Latin Amerika, Washington Konsensüsünü (neoliberal programı) tam anlamıyla uygulayan bölge oldu. Sonucunda program sert bir şekilde yıkıma neden oldu. İktisadi büyüme hızında, mikro ekonomik göstergelerde ve toplumsal düzende ani sert bir düşüş ve kargaşa meydana geldi. Oysaki neoliberalizmi reddeden ve gelişmiş ülkelerin kalkınma yöntemlerini uygulayan Doğu Asya'da ise büyüme ve kalkınma

gerçekleşmiştir. Fakat1997'de ortaya çıkan Asya krizi ile birlikte Washington Konsensüsünün yeniden gözden geçirilmesi gündeme gelmiştir. Böylece yeniden devlet kavramı ön plana çıkmış, piyasaları tek başına serbest bırakmanın aslında çok iyi bir fikir olmadığı, devletin belli noktalarda müdahale etmesinin piyasaları daha sağlıklı bir noktaya getirdiği anlaşıldı (Hayami, 2003).

Washington Konsensüsünün unsurları, kaynakların etkin dağılımını, ekonomide şeffaflığı, öngörülebilirliği, dolayısıyla iyi yönetimi güçlendirmesi açısından her ne kadar doğru tavsiye ve politikalar olsa da bunların uygulanabilirliği ülkeden ülkeye farklılıklar arz etmektedir. Çünkü ülkeler yapısal farklılıklar göstermektedir. Yani standart bir model her ülkeye uymamaktadır. Birçok gelişme sürecindeki ülkede sürdürülebilir kalkınma icin gerekli sanayileşme için zemin taslarının oturmamış olması, yaşamsal eğitim, sağlık ve arastırma geliştirmenin eksikliği, çevre ve enerji güvenliğinin sağlamaması ve başka eksiklikler görülmektedir. Türkiye ve diğer gelişmekte olan ülkelerde böyle bir mevcut ortamda politikaların uygulanabilirliği ve başarının beklenmesi tam anlamıyla rasyonel değildir. Kısaca, Washington Konsensüsünün başarısızlığı sonucu devletin ekonomiden elini çekmesinin kaos ortamına neden olduğu anlaşılmıştır böylece ülkeler yeni kalkınma modelleri arayışına girmiştir (Stiglitz, 2003).

Washington Konsensüsünde bazı "eksiklikler" olduğu anlaşılınca, bunların neler olduğu tartışılmaya başlanmıştır. Politik eleştirilere bağlı olarak kurumlar, gelir dağılımı, yoksullukla mücadele, sosyal politikalar ve etkin finansal piyasalar gibi konularda bazı yenilikler yapılması gerektiği belirtilmiştir (Williamson, 2003: 1477).Post Washington Konsensüsü da birincisi gibi piyasayı ve rasyonel bireyi merkeze alan çözüm önerileri sunar. Bireycilik, faydacılık ve mübadelenin insan doğasının bir parçası olduğunu kabul eden varsayımlar devam eder (Saad-Filho, 2007: 199). Post Washington Konsensüsünün girişimci devlet, yeniden dağıtım politikaları, serbest piyasanın işleyişi, serbest ticaret gibi konularda bir "orta yol" olmadığı konunun detaylarına girmeden belirtilmesi gereken konudur (Naim, 1999).

Örneğin Williamson (2003: 1480-1481), neoliberal iktisat politikalarının gelir dağılımı ve yoksullukla mücadele konularında başarısız olduğunu kabul eder; ancak bu konuda bir çözüm yolu olarak, yeniden dağıtım politikalarının adından bile bahsetmeyerek eğitimin iyileştirilmesi, kayıt dışı ekonominin azaltılması, toprak reformu yapılması ve mikro kredi gibi uygulamalardan bahseder. Dollar ve Kraay (2001: 32) daha ileri giderek eğitim ve sağlığa yönelik kamu harcamalarının yoksul kesimin gelirinin etkilemediğini söylemiştir. Bu yüzden bazı iktisatçılar Birinci ve İkinci Washington Uzlaşması arasında bir fark görmez (Saad-Filho, 2010: 7). Bununla beraber, Post Washington Uzlaşmasında sosyal ilişkiler, aile yapısı ve kentleşme gibi konular da vardır. Sınırlı olmak kaydıyla devlet müdahalesinin "gerekli" olduğu durumlarda uygulanmasına ve sosyal politikalara yer verilmesine sıcak bakılmıştır.

Naim'e göre (1999), Post Washington Uzlaşmasına dâhil edilmesi gereken konular; küresel sermaye akımlarının bozduğu uluslararası ekonomik istikrarın sağlanması, hem yabancı hem de yerli sermaye açısından gerekli yatırım ortamının sağlanması, yoksulluğun azaltılması, eşitsizliğin giderilmesi ve iktisadi kalkınma için gerekli kurumların oluşturulmasıdır. Neoliberal iktisat politikalarının ilk halinde "makroekonomik istikrar" ve "yapısal reformlar" en çok üzerinde durulan kavramlarken 1990'ların ortasından itibaren bu kavramların yerini ikinci nesil iktisat politikalarında "yönetişim (governance), şeffaflık, kurumlar" gibi kavramlar moda olmaya başlamıştır.

Buraya kadar anlatılanlarda görüldüğü gibi Washington Uzlaşmasının ihmal ettiği konulara dönük olarak çok sayıda eleştiri yapılmıştır. Bu konuda bir fikir birliği olmamasına rağmen Post Washington Uzlaşmasının neleri kapsadığı konusunda en çok atıf alan düşünür Rodrik olmuştur. Rodrik, Post Washington Uzlaşmasının neleri kapsadığını, mevcut Washington Uzlaşmasına 10 madde daha ekleyerek ifade etmiştir (Rodrik, 2006: 978). Tablo 2.1.'de bu eklentiler belirtilmiştir. Aynı zamanda bu tablo, buraya kadar anlatılanların da bir özetini teşkil etmektedir.

Tablo 2.1: Neoliberal İktisat Politikaları

Washington Konsensüs	Eleştiri Konuları	Post Washington Konsensüs
1. Maliye disiplini 2. Kamu harcamalarının yeniden düzenlenmesi 3. Vergi reformu 4. Finansal serbestleştirme 5. Tek tip ve rekabetçi döviz kuru 6. Ticaret serbestleştirilmesi 7. Doğrudan yabancı yatırımlara açıklık 8. Özelleştirme 9. Deregülasyon 10. Mülkiyet haklarının güvence altına alınması	1. Piyasanın sorunlu varsayımları 2- Krizler ve büyümenin gerçekleşmemesi 3- Her ülkeye ayni reçete 1- Reçetenin tek parça halinde uygulanması 4- Devlet ve piyasa ardındaki karşılıklı ilişki 5- Finansal serbestliğin yol açtığı zararlar 6- Kurumların ihmali 7- Yoksulluk ve gelir dağılımı	2- Ortaklaşa yönetim 3- Yolsuzluğa karşı önlemler 4- Esnek işgücü piyasaları 5- DTÖ anlaşmaları 6- Finansal kurallar ve standartlar 7- 'İhtiyatlı' sermaye hesapları açılması 8- Aracı olmayan döviz kur rejimi 8- Bağımsız merkez bankası/ enflasyon hedeflemesi 9- Sosyal güvnlik ağları 10- Yoksulluğu azaltmak hedefi

Kaynak: Rodrik, 2006:978

1996-1998 yılında Washington Uzlaşmasının kurallarını gözden geçirmenin bir kaza değil ihtiyaç olduğunu belirtmişti. IMF Deklarasyonu geçici komite ''sürdürülebilir küresel büyüme ortaklığı'' için ekonomileri geçiş sürecinde olan ülkelerin entelektüel tarihinde yeni bir sayfa açılması için öncelikle PWC ilkeleri ile formüle edilir. Post Washington Konsensüsünün temel ilkeleri, para, maliye ve yapısal politikaları birbirini tamamlayıcı ve birbirini takviye gerektiğini ifade edilir, özel yatırım için elverişli bir ortam yaratmak için bir ihtiyaç vardır; yapısal reformlar işgücü piyasaları üzerinde odaklanmalıdır; iyi kurumsal yönetimi sağlamak ve kara para aklamadan vazgeçirmek için bankacılık sisteminin izlenmesini güçlendirmek için gereklidir.

2.1.2. Finansallaşma Altında Para Politikasının Altyapıları

1970‟lerin başından itibaren karlılık kriziyle birlikte ABD ekonomisinde düşük büyüme rakamları ve kapasite kullanım oranlarında gerileme gözlemlenmiştir. Bu dönemde bir taraftan finansal karların ve finans sektörünün ekonomideki ağırlığı artarken bir taraftan da üretimin merkezi ABD'den üretim maliyetlerinin daha ucuz olduğu ülkelere kaymaya başlamıştır. Ücretlerin Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla içindeki payı azalırken, teknolojik gelişmeler ve reel ücretlerin baskılanması ve çalışma yaşamının yapısının dönüştürülmesiyle verimlilik arttırılmıştır (Walsh, 2009: 199-201).

Bu dönem ekonomi literatüründe neoliberal politikaların öne çıkmasıyla karakterize olmuş, neoliberal küreselleşme dalgası içerisinde sermaye birikim rejiminin sürdürülebilmesi için hem ekonomik alanda hem siyasal alanda önemli dönüşümler meydana gelmiştir. 1990'lardan itibaren Sovyetler Birliği'nin yıkılması ile birlikte ABD hegemonyasının daha da güçlenmesi bu uygulamaların dünya ölçeğinde hayata geçirilmesinin arka planında yer alan önemli bir gelişme olmuştur (Stockhammer, 2010).

2.1.2.1. Enflasyon Hedeflemesi, Döviz Kurları ve Varlık Fiyatları

2000 yılların başında gelişmiş ekonomilerde varlık balonlarının şişip patlaması enflasyon hedeflemesi politikasının teknik sınırları olduğunu göstermiştir. Bu yıllarda sınırlı bir politika dönüşümü, enflasyon hedeflemesi politikasının "esnek enflasyon politikasına dönüşmesine yol açmıştır. İngiltere Merkez Bankası Başkanı Mervyn King, enflasyonun önemli ölçüde artmadığı durumlarda bile varlık fiyatlarının artmasına yanıt olarak para politikasının sıklaştırılması gerektiğini öne sürmüş ve esnek enflasyon yaklaşımını desteklemiştir. Krizle birlikte, para politikası değişikliği olarak kredi için merkez bankalarının son başvurulacak merci olması rolünün arttırılması görüşü de öne çıkmıştır (Kripper, 2005: 89).

Finansal istikrarın sadece enflasyon hedeflemesiyle sağlanamamasının sonucu olarak gündeme gelen bu yaklaşıma göre, merkez bankasının finansal istikrarsızlık sorununun çözümü için son yapıcı merci olması öngörülmüş ve bu rolü gereği özel sektör menkul kıymetlerinin alınıp satılması ve teminatının sağlanması görevini de üstlenmesi önerilmiştir. Bu durumun ortaya çıkartabileceği çeşitli sorunlar bulunmaktadır (İMF,1996):

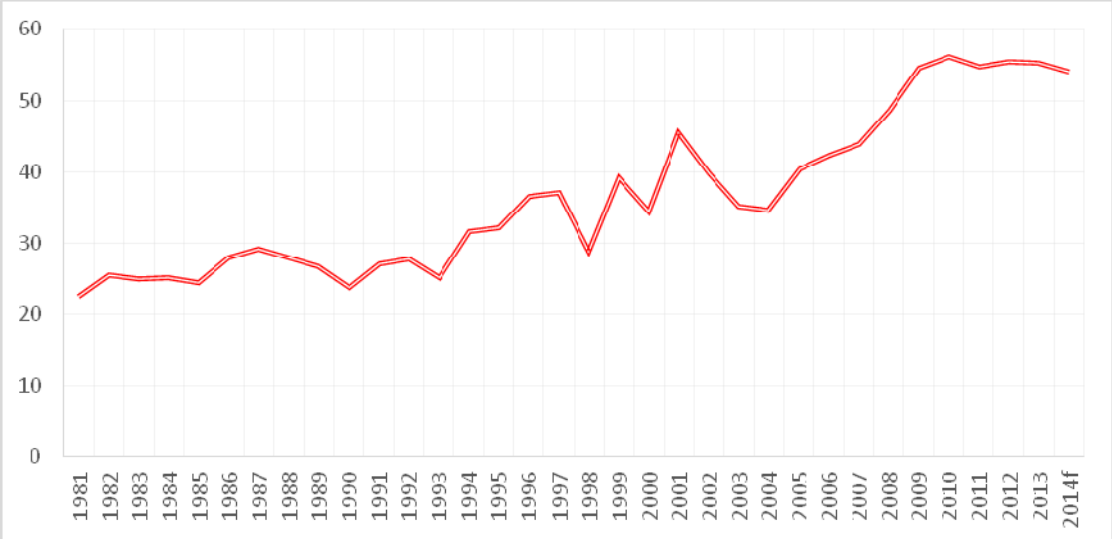
- Birincisi, merkez bankalarının özel sektörün batmış kredileri yerine kamu kredilerini ikame etmesinin ahlaki çöküntüye yol açmasıdır.
- İkincisi, batmış özel sektör kredilerini üstlenmenin merkez bankalarının kendi ödeme güçlerini ve ekonomi üzerindeki kredibilitelerini tehdit edebilmesidir.

Bu önerilerin en önemli sonucu ise, merkez bankalarının özel sektörün özellikle de finans sektörünün- karlarını korumak ya da zararlarını telafi etmek için zararı tüm topluma yayması olacaktır. Finansallaşma, 2008 krizinin ortaya çıkardığı karmaşık mekanizmaların ardından merkez bankalarını tüm toplumun çıkarlarına aykırı olacak biçimde finansal sektörün çıkarlarının bekçisi haline getirmiştir. Merkez bankalarının bu yeni yönelimi, merkez bankası politikalarının belirlenmesinin hem sınıflar arası (emek sermaye), hem sınıf içi yeni çatışmaların daha önemli bir konu haline gelmesini beraberinde getirecektir. Finansal olarak kırılgan şirketler ve endüstriler ile daha güçlü endüstriler arasındaki çatışma da merkez bankası politikalarının yeni şeklini almasında belirleyici olacaktır (Panitch, Leo, Albo, Greg, Gindin, Sam, 2010).

2.2. FİYAT İSTİKRARINDAN FİNANSAL İSTİKRARA

Finansal istikrar kavramı yukarıda da belirtildiği gibi finansal kurumlarda ve ödeme sistemlerindeki istikrarı, yani şoklara karşı dayanıklılığı ifade etmektedir. Finansal sistemdeki istikrar kaynak tahsisinde etkinliği sağlayarak üretken yatırım alanlarına doğru kaynakların aktarılmasına yardımcı olduğu için önemlidir. Tam tersine finansal istikrarsızlık ise ekonomide krizlerin yaşanmasına ve reel ekonomiye maliyetli faturalar çıkmasına neden olduğu için tehlikelidir. Özellikle 1990'lı yıllarda yaşanan finansal gelişmeler sayesinde bu piyasalarda mali derinleşme (En geniş para arzı GSYİH oranının artması olarak değerlendirilebilir) hız kazanmıştır.

Grafik2.2.: Para Arzı CSYİH oranı



Kaynak: Dünya Bankası-http://databank.worldbank.org/data/views/reports/chart.aspx (05.06.2014)

Küreselleşme ve iletişim teknolojilerinde meydan gelen ilerleme ve dönüşümler, merkez bankalarının temel fonksiyonlarını etkilemiştir. Merkez bankalarının şeffaf, açık ve hesap verebilir olmalarını sadece fiyat istikrarını sağlayarak başarılı olmanın artık mümkün olamayacağını, aynı zamanda finansal istikrarı da sağlamak zorunda oldukları

gerçeğini açıkça ortaya koymuştur[3]. Küreselleşme, finansal liberalizasyon ve teknolojik gelişmeler, finansal istikrarı merkez bankalarının en öncelikli gündemi haline getirmiştir[4]. İlerleyen yıllarda merkez bankalarının kanunlarında değişikliğe gidilerek, temel görev kısmına "finansal istikrar ve fiyat istikrarı eşanlı şekilde sağlanır" ibaresinin yer alması muhtemel görünmektedir (Blinder, 2010: 123-125).

Birçok merkez bankası para politikasını yürütmede araç bağımsızlığı kazanmasına rağmen, ticari bankaların gözetim ve denetimi kendileri dışında tutulduğu için fiyat istikrarı ve finansal istikrarın birlikte ele alınıp bu yönde politikalar geliştirilmesinin zorunlu olduğunu arz etmektedir. Çünkü etkin ve güçlü bir finansal yapı para politikası uygulamalarında yardımcı bir unsurdur ve dışsal şokların atlatılması noktasında gerekli esnekliği merkez bankasına sağlamaktadır[5]. Hem finansal istikrar hem de fiyat istikrar için kullanılması gereken diğer üç araç Tablo 2.2.'de gösterilmektedir. Tabloya göre finansal istikrar için kullanılacak öncelikli politika araçları sırasıyla zorunlu rezerv oranı, parasal tabanın yönetimi ve kısa vadeli faizler şeklinde belirlenirken; fiyat istikrarı için kullanılacak ilk üç politika aracı ise kısa vadeli faizler, parasal tabanın kontrolü ve bankalar zorunlu rezerv oranı olarak belirlenmektedir (Caballero,2010: 98-102).

Tablo2.2:Finansal İstikrar ve Fiyat İstikrarı için Para Politikası öncelikleri

Finansal İstikrar İçin Politika Öncelikleri	**Fiyat İstikrarı İçin Politika Öncelikleri**
1. Bankalar Zorunlu Rezerv Oranı 2. Yerleşik Paranın Likidite Yönetimi 3. Kısa vadeli faiz oranları politikası	1. Kısa vadeli faiz oranları politikası 2. Yerleşik Paranın Likidite Yönetimi 3. Bankalar Zorunlu Rezerv Oranı

Kaynak: Erdem Başçı,(2011:11)

[3]Küresel krizden önce finansal istikrara önem verilmiyor değildi. Örneğin Nisan 2001 yılında değişen TCMB yasasının 4.madesinde bankanın temel görevleri arasında finansal istikrarı sağlayıcı tedbirleri almak" ifadesi kullanılmıştır. Ayrıca 1990'lar boyunca koyduğu parasal programlarında zaman zaman finansal istikrarı fiyat istikrarının önüne aldığı da olmuştur. Fakat bizim bildiğimiz TCMB'nin ve diğer dünya merkez bankalarının küresel krizden önce finansal istikrara fiyat istikrarı kadar önem vermedikleridir.

[4]TCMB, Sıkça Sorulan Sorular,(Çevrimiçi),http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/sss.php,Erişim: 04.10.2011

[5]TCMB web sitesi, www.tcmb.gov.tr, Erişim tarihi: 09.03.2011

2008 küresel finansal krizden sonra yeni dönemde merkez bankalarının para politikası uygulamaları genelde "politika karması " şeklinde olmuştur. Politika karması tabloda görüldüğü gibi kuraldan ziyade duruma göre müdahale etme seçeneğini masada tutma şeklinde değerlendirilmektedir (Illing, 2001:3-5). Örneğin diyelim ki bir A bankası hem fiyat istikrarı hedefinden ödün vermek istemiyor hem de dışsal şoklarla finansal kırılganlık ihtimalini makroekonomik göstergelerden tespit ediyor. Bu durumda A bankası sadece kısa vadeli faiz oranları politikası ile yetinmeyecek bunun yanında bir de bankalar zorunlu rezerv oranı politikasını devreye sokacaktır. Bu politikaların da işlevsiz kalması durumunda sırasıyla 2 ve 3 no'lu araçları devreye sokabilecektir. Enflasyonu hızlandıran politikalar kredi genişlemesini hızlandıran politikalar birbiriyle ters orantılı çalıştığından, fiyat istikrarı ve finansal istikrarı eşanlı olarak sağlamak tek para politikası aracı ile kolay görünmemektedir. Bununla birlikte merkez bankasına göre bu iki hedefin tutturulması için yerel yönetimler ve diğer devlet kurumlarının ortak çalışması büyük önem arz etmektedir. Bu bağlamda para politikası dışında kalan diğer karar verici kesimin uygulamaları aşağıdaki gibidir (Svensson, Lars, 2010b):

- Mali disiplin
- Hane halklarına yabancı döviz kısıtlamaları
- Yerel para bono piyasası düzenlemeleri
- Değer/miktar kısıtlamaları
- Kredi kartı borç kısıtlamaları konularında alınacak önlemler

Merkez Bankası politika karması ile birleştirildiğinde temel hedefleri olan fiyat istikrarı ve finansal istikrara ulaşması noktasında hayati rol oynamaktadır (Archer, 1997:3-15.)

2.2.1. Kriz ve Sonrasında Alınan Dersler

Bu bölümde ise, hem finansın ekonomi içerisindeki payının artışına yol açan etkenler hem de 2008 krizini besleyen dinamiklerin anlaşılabilmesi için öncelikle uzun

dönemli olarak ABD ekonomisinin yaşadığı dönüşümler ele alınmıştır. Bunun için büyüme rakamlarının uzun dönemli trendi, karlar ve ücretler arasındaki ilişkide meydana gelen değişim, faiz oranları ve ekonomideki balonların oluşması arasındaki ilişki incelenmiştir. 2008 krizinin ortaya çıkışında menkul kıymetleştirme ve finansal yeniliklerin etkisi incelenirken konut kredi piyasasının temel işleyişi ortaya konulmuş ve krize kadar ekonomik canlanmaya yol açan bu sürecin kriz sırasında yaşadığı çöküş incelenmiştir. ABD ekonomisinin finansın rolünün arttığı son 30 yıl içerisinde yüz yüze kaldığı diğer balonlar da tarihsel sürecin anlaşılabilmesi için genel hatlarıyla çalışma içerisindeki yerini almıştır (Reddy, 2012: 29-31; EUC, 2009: 35-48).

2.2.2. Para ve Makro İhtiyat Politikaların İlişkisi

1929 yılından bu yana Dünya ekonomisinin gördüğü en büyük kriz olan 2008 küresel finans krizi, finansal istikrar odaklı politika tartışmalarını hızlandırmış ve merkez bankalarının sistemik risk birikimine katkıda bulunan unsurları dikkate almaları gerektiğini ortaya koymuştur. Bu çerçevede getirilen bir diğer politika önerisi, tüm finansal kurumlar arasında karşılıklı etkileşimin olduğunu varsayarak finansal riski azaltmayı amaçlayan makro ihtiyat politikasıdır. Bu politika önerisine göre, finansal sistemden kaynaklanan ve makroekonomik performansı düşüren riskleri kontrol altında tutabilmek için, finansal piyasalarda yer alan tüm kurumlar denetlenmeli ve bu süreçte merkez bankaları önemli roller üstlenmelidir (Caruana, 2010; 2).

Finansal sistemin sağlam ve istikrarlı bir ortamda işlemesini sağlamayı hedefleyen makro ihtiyat politikasının temel savı, sistemik risklerin etkilerini küçültmek ve yapısal kırılganlıkların oluşumunu büyük ölçüde telafi etmektir. Bir bütün olarak finansal sistemin istikrarını amaçlayan makro ihtiyat politikası, para politikalarının önüne geçmek yerine onları destekler nitelikte kullanılmaktadır. Bunu sağlamak için sistemi etkileyen tüm kurum ve piyasaların söz konusu politika düzenlemelerine dâhil olması gerekmektedir (Fujita ve diğerleri, 2010; 13). Dolayısıyla para politikası araçları

ile ihtiyat niteliğindeki düzenleyici araçlar birleştirilerek araç seti genişletilmelidir. Aksi takdirde, örneğin aşırı risk alınmasını engellemek için sadece para politikasına başvurarak faiz oranlarının yükseltilmesi durumunda çıktı açığı artabilecektir. Tersi durumda ise kredi genişlemesi ve varlık fiyatlarında balon oluşumunun önüne geçmek mümkün olmayacaktır (Claessens ve diğerleri, 2010; 18).

Merkez bankalarının finansal istikrar hedefini enflasyon hedeflemesi stratejisine dâhil etmeleri, kayıp fonksiyonunda yeni bir hedef değişken ortaya çıkarttığı için, para politikasını sınırlandırmaktadır. Finansal piyasaların kırılgan bir yapı sergilediği kriz dönemlerinde, gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının bozuk yapının temizlenmesine zaman kazandırmak için genişletici para politikası uyguladıkları görülmektedir. Finansal kırılganlık ortadan kalkıncaya kadar kısa vadeli politika faiz oranında düşüş eğilimleri sergilenmekte ve ortaya çıkan likidite ihtiyacı "son kredi mercii" olan merkez bankaları tarafından karşılanmaktadır (Çiçek ve Alçın, 2010; 555).

Burada merkez bankaları tarafından uygulanan para politikalarının finansal piyasalar üzerinde etkili olup olmayacağı önem kazanmaktadır. Blanchard ve diğerlerine (2010: 6) göre, bankacılık sektörü üzerinden gerçekleşen kriz deneyimlerinden yola çıkarak bankacılık sistemi ve merkez bankasının "son kredi mercii" fonksiyonu olarak güçlendirilmesine rağmen, banka dışı finansal kurumlara yeterince önem verilmemiştir. Parasal aktarım kanalının ağırlıklı olarak banka kredileri üzerinden gerçekleşmesi beklendiği için politika faiz oranı kullanılarak harcama akımlarının kontrol edilebileceği düşünülmüştür. Woodford'a (2010) göre, merkez bankası enflasyon ve kaynak kullanımı konusunda tahminlerini oluştururken finansal koşullardaki değişikliklerin etkisi de dâhil olmak üzere ilgili bilgi setinin tamamını kullanırsa, para politikası değişen finansal koşullara otomatik olarak en etkin şekilde cevap vermektedir (Collard, Fabrice, Harris Dellas, Bezah Diba ve Olivier, 2013).

Bu süreçte, zaman boyunca toplam riski yönetmek adına kredinin değere oranı, belirli sektörlere verilen krediler için doğrudan kontrol ve konjonktür karşıtı tedbirler almak, gerektiğinde kullanılmak üzere kredi genişlemesi sırasında tampon sermaye hazırlamak gibi araçlar ön plana çıkmıştır. Zamanın her bir noktasında toplam riski yönetmek için araç olarak ise kredi/mevduat oranı zorunluluğu, likidite gereksinimi, sistemik olarak önem arz eden bankalar açısından sermayenin vergilendirilmesi ve nakit uyumsuzluğu üzerine sınırlamalar kullanılmıştır(Caruana, 2010; 3).

Konjonktürün durumuna göre kullanılabilecek araçların faiz oranı dışındaki çeşitliliği merkez bankalarının müdahale becerisini politika çelişkisine yer vermeksizin yükseltmektedir. Para politikaları yeterli olmadığında banka kredilerine limit koyan kredinin değere oranı ve borç servisinin gelire oranı gibi yönetimsel kurallarla etkin olmaktadır (Shin, 2010; 9). Örneğin, kaldıraç çok yükseldiğinde düzenleyici sermaye oranları artırılmakta veya likidite oranlarının düştüğü görüldüğünde düzenleyici likidite oranları devreye sokulmaktadır. Benzer şekilde ev fiyatlarında balon oluşmaya başladığında kredinin değere oranı düşürülmekte ya da hisse senedi fiyatlarında artış görüldüğünde marj gereklilikleri yükseltilmektedir. Politika faiz oranı ise daha çok enflasyon hedefinde sapma olduğunda ve üretimde dalgalanmalar ortaya çıktığında kullanılmaktadır. Dolayısıyla makro ihtiyat politikasına göre, düzenleyici araçlar ile politika faiz oranı arasında bir iş bölümü yapılmaktadır (Oktar ve diğerleri, 2012; 156).

BIS tarafından (2010: 90) yayınlanan rapora göre, makro ihtiyat politikası çerçevesinde politika uygulayıcılar yerine getiremeyecekleri taahhütlerde bulunmamalıdır. Sistemin esnekliğini ve sağlamlığını artırmak, örneğin aşırı risk alınmasını engellemek için kullanılan araçlar, mümkün olduğu kadar basit kurallara dayanmalıdır. Merkez bankaları ana düzenleyici kurum olarak hizmet etsin ya da etmesin, makro ihtiyat politikalarının hazırlanmasında ve yürütülmesinde etkin işlevlere sahip olmalıdır. Ancak bu noktada, fiyat istikrarını hedefleyen merkez bankalarının aynı

zamanda finansal istikrarı hedefleyen makro ihtiyat politikasını da organize edip edemeyeceği büyük bir belirsizliğe yol açmaktadır.

Bu belirsizliğe rağmen Blanchard ve diğerlerine (2010; 6) göre, merkez bankalarının para politikaları ve düzenleyici politikalarını kendi bünyelerinde toplamalarının yanında para politikalarını düzenleyici politikalarla desteklemeleri gerekmektedir. Çünkü merkez bankaları makroekonomik gelişmeleri yakından takip edebilmektedir. Böylelikle para politikalarının etkinliği artmakta ve enflasyon hedefi doğrultusunda üretimde meydana gelen sapmalar azalmaktadır. Ancak böyle bir sorumluluk doğal olarak merkez bankalarının yükünü artırmaktadır. Bu doğrultuda IMF tarafından krizden çıkış yolları üzerine 2009 yılında hazırlanan raporda Yeni Uzlaşı para politikalarının ve makro ihtiyat politikalarının etkinliği test edilmiştir.

Çalışmada kullanılan model geleneksel Yeni Keynesyen temeller üzerine inşa edilmiş ve kredi standartlarında gevşemeyi teşvik eden finansal şok durumunda dört farklı politika stratejisinin tepkisi incelenmiştir. Modeldeki birinci politika stratejisi standart Taylor Kuralı'dır. İkinci strateji, merkez bankasının enflasyon, üretim ve nominal kredilerdeki sapmalara tepki verdiği Eklentili Taylor Kuralı'dır. Üçüncü politika stratejisinde makro ihtiyat politikasına ilişkin araçlar Eklentili Taylor Kuralı'na dâhil edilmekte ve gecikmiş nominal kredi büyüklüklerine tepki verilmektedir. Bunu sağlayan, politika faiz oranı ile kredi oranı arasındaki farkı etkileyen makro ihtiyat politikası araçlarıdır. Son stratejide ise, optimizasyon süreci olabileceği düşünülen belirli şoklara karşı verilecek en iyi tepkinin ne olduğu araştırılmakta, dolayısıyla her değişkene verilen ağırlık optimizasyon süreci ile belirlenmekte ve üçüncü politika stratejisinin bir versiyonu elde edilmektedir (Tokucu ve Aykırı, 2011; 22-23).

Ekonomik şok karşısında enflasyon ve çıktı açığından en az sapmanın gerçekleştiği strateji, makro ihtiyat politikasının dâhil edildiği optimize edilmiş Eklentili

Taylor olmaktadır. Bu stratejide şokun yol açtığı maliyetler diğer stratejilere göre oldukça düşük düzeyde kalmaktadır. Kriz döneminde politika etkinliğinden en uzak strateji ise Taylor Kuralı olarak ortaya çıkmaktadır. Taylor Kuralı çerçevesinde gerek çıktı açığından gerekse enflasyon açığından sapma oldukça yüksek çıkmaktadır. Dolayısıyla kriz döneminde kaybın en yüksek olduğu strateji de Taylor Kuralı olmaktadır. Dolayısıyla merkez bankaları para politikasını yürütürken Yeni Keynesyen tabanlı Taylor Kuralı'na bağlı kalmamalı ve Taylor Kuralı makro ihtiyat politikası ile genişletilmelidir. Aksi takdirde, Taylor Kuralı'na göre sabit olarak alınan reel faiz oranı, finansal aracıların çok fazla ve çok az borç aldığı durumlarda ekonomiyi düşük faiz oranı tuzağına sürüklemekte ve kriz ihtimalini artırmaktadır (IMF, 2009; 112-115).

Bununla birlikte, fiyat istikrarına ek olarak finansal istikrarı da merkez bankasının sorumluluk alanına dâhil etmek, politika uygulama sürecini oldukça karmaşık bir hale getirmektedir. Çünkü finansal istikrar hedefinin fiyat istikrarı hedefini engelleme riski olabilmektedir. Merkez bankaları fiyat istikrarına yönelik bir politika araç setine sahipken, finansal istikrar doğrultusunda araç çeşitliliğine sahip bulunmamaktadır. Araç sorunu gibi bir de tanım sorunu bulunmakta, karmaşık bir yapıya sahip olan finansal istikrarı somut, açık ve net bir sayısal politika hedefiyle takip etmek mümkün olmamaktadır. Dolayısıyla finansal istikrarla ilişkili sorumluluklar çok yönlü bir yapı arz etmektedir. Üstelik finansal istikrara dönük kararlar para politikasına göre daha politik özellikler sergilemektedir (Papademos, 2011; 25). Bu nedenle, finansal istikrarın sağlanması için merkez bankası dışında ayrı bir kurumun tesis edilmesi ve bu kurumun finansal istikrar doğrultusunda makro ihtiyat politikasını uygulaması gerektiği konusunda politika uygulayıcıları arasında bir görüş birliği oluşmuştur (Tokucu ve Aykırı, 2011; 29).

2.3.Parasal ve Finansal İstikrarın Analizi

Doğrudan finansal istikrar kaygılarını gidermek için para politikasını aleyhe kullanabilecek argümanlar vardır. Daha önce bağımsız politika hedeflerinin belirli sayıda elde etmenin, araçların en azından eşit sayıda olması gerektiğini bildiren Tinbergen bahsedildi. Yukarıdaki tartışma eğer araçlar makroekonomik ve finansal istikrarı sağlamak için ortak kullanılacaksa, bunların etkileşiminin açıkça anlaşılması gerektiğini göstermektedir; Bunu yapmak için her ülkenin ekonomik ortamı için uygun olan politika modellerini kullanmalıdır.

2.3.1. Politika Araçları ve Yaklaşımlar

Merkez bankaları, kanunla tanımlanmış görevlerinin işlevselliğini engelleyecek olumsuz şoklar karşısında iktisadi ve finansal sistemi koruyucu bir takım önlemler almaya çalışırlar. Davis ve Meek (1982: 3)'e göre merkez bankaları çeşitli araçlarla finans kesiminin likidite talebini karşılamalıdırlar. Piyasa oyuncularının talep edecekleri muhtemel bir aşırı likiditeyi zamanında karşılayamayan bir merkez bankası kısmen iflas eden bir tüccara benzeyecektir (Crowe v.d., 2011).

Merkez bankası bilançosu ekonominin genel görünümünü bizlere sunabilecek özet tablodur. Bir merkez bankası bilançosunda varlıklar ve yükümlülükler kısımları yer almaktadır. Varlıklar kısmı: Net Dış Varlıklar ve Bankacılık Sektörü Kredileri gibi kalemlerden oluşmaktadır (Wicker, 1966: 50)[6]. Pasif kısmında; Emisyon ve Mevduat gibi kalemlerden oluşmaktadır. Pasif kalemlerdeki bir artış, ekonomide para arzının yükselmesine neden olmaktadır. Merkez bankası ise çeşitli kanallarla para arzını kontrol etmeye çalışmaktadır. Eğer para arzı dışsalsa, direkt bir kontrol söz konusu

[6] ABD'de 1913 yılında çıkartılan "Federal Reserve Act", para talebindeki beklenmedik ve mevsimsel değişmelere karşın para arzının reeskont mekanizması ile halledilmesini öngörüyordu.

olabilmektedir. Ancak Blanchard (2011: 78)'a göre aktörler çek hesaplarını talep ettikleri için merkez bankası parasına olan talep toplam para talebinden daha düşük olabilmektedir. Para arzı içsel kabul ediliyorsa faiz oranındaki değişikliğin çarpan mekanizması aracılığıyla para arzını etkileyebileceği varsayılmaktadır. Bu tartışmalar halen iktisatçılar arasında sürmektedir (de Mello, Luiz, ve Diego Moccero 2011: 230-233).

Finansal kesimin baskın aktörü, bankacılık kesiminin bilançosu da varlıklar ve yükümlülükler kısımlarından oluşmaktadır. Bankacılık sektörü bilançosunun varlıklar kısmında Kasa ve Krediler gibi kalemler yer almaktadır. Pasif tarafında ise Mevduatlar ve Merkez Bankasından Alınan Krediler gibi kalemler yer almaktadır (Parasız, 2011b: 15-16). Bankaların yarattığı paranın para çarpanı ile etkileşimi söz konusudur. Para çarpanı, bankaların kaydı para yaratma sürecini tanımlamaktadır.- Demiralp ve Carpenter (2008: 17-18)'a göre ABD'de banka kredilerinin temel belirleyicisi büyük vadeli mevduatlardır. Dolayısıyla ABD'de basit çarpan modelinin işlemediği vurgulamaktadırlar (Carboni v.d., 2013: 108).

Merkez bankalarının sıklıkla temel enstrüman olarak kullandığı faiz oranı paranın zaman değerini etkilemektedir (Walmsley,2000: 1-2). Belirlenen faiz oranı da diğer pek çok değişkenin etkilenmesine neden olabilmektedir (Ünsal, 2011: 683-684). Bu etki gelişmişlik düzeyi ve finansal derinlik düzeylerine duyarlıdır. Gelişmekte olan ülkelerde finansal sistem içinde bankaların ağırlığı yüksek ve hane halkının finansal okuryazarlık düzeyi düşük olduğundan, faiz oranları mevcut finansal durumu yansıtmayabilir (Baldini v.d., 2012: 4). Bu gibi ülkelerde bankacılık sektöründe rekabetçiliğin daha az olması, merkez bankası politika faiz oranı ile piyasa faiz oranı arasındaki ilişkiyi zayıflatmaktadır (Mishra v.d, 2012: 285-286).

Merkez bankaları faiz politikalarını değerlendirirken tepki fonksiyonlarından sıklıkla yararlanmaktadırlar. Örneğin Henderson ve Kim (2001) para politikasında seviye tepki fonksiyonu ve birleşim tepki fonksiyonlarında faiz oranını para politikası aracı olarak seçmektedir. Seviye belirtiminde; faiz oranı, para arzı, fiyat düzeyi, çıktı düzeyinin bir fonksiyonu kabul edilmektedir (Henderson ve Kim, 2001: 122). Kombinasyon belirtiminde ise faiz oranı, para arzındaki büyüme ve enflasyon oranı, çıktı seviyesinin bir fonksiyonu olarak uygun bulunmaktadır (Laidler,1977: 114; Henderson ve Kim, 2001: 123)[78].

Merkez bankalarının uyguladıkları para politikası süreç içerisinde değişen koşullara uyum sağlamaya başlamaktadır. Dolayısıyla faiz politikasını sürekli gözden geçirmekte, yeni araçlarla desteklemeye çalışmakta ya da farklı bir araçla ikame etmektedir. Mayer (1993: 43)'in belirttiği gibi 1970'li yıllara nazaran, 1990'lı yılların dünyası daha karmaşıktır ve finansal sistem son derece gelişmiş düzeydedir. Günümüz karmaşık iktisadi yapısında para talebini kontrol etmek çok daha zordur. Ona göre, parasal büyüklükler ile nominal gelir arasındaki ilişkinin tahmin edilmesi karmaşıklaşmıştır. Mayer (1993: 45)'e göre, yerli para yerine geçenlerin ortaya çıkması para talebinin faize olan duyarlılığını artırmakta ve para talebinin varyansını düşürmektedir. Mayer (1993: 49)'e göre, 1980 yılı sonrasında finansal yenilikler paranın dolanım hızını azaltmış ve para talebinin faiz esnekliğini yükseltmiştir (Gowland, 1984: 216)[9]. Bofinger (2001: 23) de ABD ve Almanya'da 1980 sonrasında finansal yenilikleri takiben paranın dolanım hızının azaldığını vurgulamaktadır[10]. Friedman (1994: 109-

[7]Laidler (1977: 114)'e göre para talebi tahmini fonksiyonlarında belirleme problemleri söz konusu olabilmektedir. Para talebi faiz oranının negatif bir fonksiyonu iken, para arzı fonksiyonunun faiz oranının pozitif bir fonksiyonu olabileceğini belirtmektedir. Ona göre para talebi fonksiyonu istikrarlı ancak para arzı fonksiyonu yer değiştirebilir, para arzı fonksiyonu istikrarlı iken, para talebi fonksiyonu kayabilir, ya da her iki fonksiyon da kayabilir. Eğer üçüncü durumda, para arzı bağımlı değişken ve faiz oranı bağımsız değişkense, iki değişken arasındaki regresyon çizgisi dikeye yakın olabilir ve bu regresyon çizgisi para arzı ya da talebi fonksiyonlarından hiçbirini temsil etmeyebilir.

[8]Henderson ve Kim,(2001: 123)

[9]Örneğin İngiltere'de dört büyük bankanın 1981 yılında tutsat piyasasına girmesi o yıllarda bankacılık sektöründe önemli bir yenilik sayılmıştır.

[10] ABD'de 1970'li yıllarda paranın dolanım hızının yukarı yönlü hareket etmesine rağmen 2000 sonrası daha önce belirtildiği gibi finansal yeniliklerin de etkisiyle azalması ayrıntılı olarak ele alınması gereken bir konudur.

110)'a göre de finansal yenilikler ve deregülasyon uygulamalarını takiben ABD'de para arzındaki artışın iktisadi faaliyetleri tahmin etmekteki rolü zayıflamıştır. ABD'de 1970'lerde M1 para arzının işlem amaçlı para talebini açıklayabildiğini ancak zamanla zayıflayan M1 - iktisadi aktivite ilişkisini güçlendirmek için para otoriteleri rezerv zorunluluğu politikasını yenilemişlerdir (Friedman, 1994: 116-117). Freedman (1994: 18) da Kanada'da M1 ile nominal harcama arasındaki ilişkinin 1982 sonrası yeni finansal araçların türemesiyle ve Kanada'nın bu sebeple M1 ara hedeflemesinden vazgeçtiğini ifade etmektedir[11].

Para politikasının ABD gibi Taylor tipi faiz oranına dayalı olduğu ülkelerde, ekonomide para talebi ilişkilerine yeterince ilgi gösterilmemektedir. Halbuki, Bae ve Jong (2007)'da belirtildiği gibi, para talebi ekonomide portföy dağılımları ile ilgili önemli bilgiler verebilmektedir. Para otoritelerinin 2008 yılı öncesi para talebinde denge varsayımından hareketle gerekli hassasiyeti göstermemeleri kriz öncesi sinyal oluşmamasına yol açmış olabilir (Committee on the Global Financial System, 2012).

Faiz oranı ile iktisadi aktörlerin parasal davranışları arasındaki ilişki ile ilgili tartışmalar iktisadi okullar arasında ayrışmalar yaratmıştır. Keynesyen iktisatçılarla klasik iktisatçıların para talebinin faiz oranına olan duyarlılığına bakış açıları birbirinden farklılık göstermektedir. Keynesyen iktisatçılara göre para talebinin faiz oranına olan duyarlılığı yüksektir ve Hicks yaklaşımı çerçevesinde LM eğrisinin yatay olduğu kabul edilmektedir. Keynes'e göre çok düşük faiz oranı düzeylerinde iktisadi aktörler tahvil satma eğilimine girerler ve ellerinde spekülatif amaçlı para talebini artırırlar. (Aslan, 2009: 203). Blanchard (2011: 474)'a göre faiz oranları sıfır olduğunda, sadece işlem amaçlı para talep edilir ve aktörler tahvil ya da nakit tutup tutmayacakları konusunda kararsız kalırlar fakat tahvilin getirisi sıfır olduğu için nakit tutmayı yeğlerler

[11]Committee on the Global Financial System (2012)

(Blanchard, 2011: 475)[12]. Oyuncular burada artık faiz oranının düşmeyeceği ve yükseleceği yönünde bir beklentiye girerler. Böylece tahvil fiyatlarının düşmesinden çekinen yatırımcılar, paralarını nakit olarak tutmayı tercih edeceklerdir. Böyle bir durumda merkez bankasının para arzını artırması nominal faiz oranları üzerinde bir etki yapmamaktadır (De Graeve vd., 2008).

Klasik iktisatçılar, para talebi fonksiyonlarına spekülatif amaçlı para talebini dahil etmedikleri ve para talebinin sadece gelire duyarlı olduğunu savunmaları nedeniyle işlem amaçlı para talebini temsil eden dikey LM eğrisinin varlığını benimsemişlerdir. Klasiklerin dikey LM varsayımı aynı zamanda Cambridge miktar teorisi ile de tutarlılık göstermektedir. Klasikler ve Keynes bir farkı da IS'nin konumu ile ilgilidir. Keynesyen iktisatçılara göre IS eğrisi dikey eksene paralele yakın bir konumda bulunur çünkü yatırımın faize olan duyarlılığı düşük düzeydedir. Ancak klasik iktisatçılara göre yatırımın faize olan duyarlılığı yüksektir ve yatay eksene paralele yakın IS eğrisi ile bu durum temsil edilmektedirler (Ardıç ve Aydın, 2011: 101-102).

Ekonomilerde para talebi şokunun IS-LM modeli ile incelenmesinde, faiz oranı ile parasal hedefleme arasında bir farklılık söz konusudur. Faiz oranı hedeflemesi durumunda, para arzı uyarlama göstermekte, LM eğrisi ise konumunu değiştirmemektedir. Dolayısıyla reel çıktı ve fiyat düzeyi değişmemektedir. Merkez bankası parasal hedefleme rejimini benimsiyorsa para talebindeki bir artış reel çıktı düzeyi ve fiyat düzeyinde dalgalanmalara yol açacaktır. Dolayısıyla, literatürde ekonomide para talebi kaynaklı şoklar hâkimse faiz oranı hedeflemesinin parasal hedeflemeye göre tercih edilmesi gerektiği vurgulanmaktadır. Çünkü parasal hedefleme için gerekli olan önemli bir koşul istikrarlı bir para talebi fonksiyonunun varlığıdır (Bofinger, 2001: 119).

[12]Blanchard (2011: 475)'da likidite tuzağı, LM eğrisi para arzının dikey eksene paralel olduğu ve para talebinin düşük gelir düzeyinde olduğu durumu ifade etmektedir. LM eğrisi çok düşük gelir düzeylerinde yatay eksene sıfır faiz oranı düzeyinde paralel çizilmektedir. Bazı kaynaklar Blanchard'ın bu likidite tuzağı açıklamasını eleştirmektedir.

Merkez bankası faiz oranını aşırı indirdiğinde ve gevşek para politikasıyla ortaya çıkan likidite ile mal piyasası yerine varlık piyasasına yönelmesiyle balon oluşabilir (Belke ve Polleit, 2009: 139). Detken ve Smets (2004), toplulaştırılmış reel varlık fiyatları endeksinin eğilimin %10 üzerinde olduğu zamanları varlık fiyatı patlaması olarak adlandırmaktadır. Detken ve Smets (2004, Tablo 1: 195)'de 1970-80'lerde yaşanmış varlık fiyatı patlamalarının öncesi ve sonrasında tüketim, çıktı açığı, enflasyon gibi çeşitli değişkenlere ilişkin veriler sunulmaktadır. Toplulaştırılmış varlık fiyatları patlama öncesinde ve patlama döneminde artarken, patlama sonrası dönemde ise aniden düşmektedir. Diğer pek çok iktisadi değişken de benzer bir biçimde davranmaktadır. Onlara göre eğer patlamalar GSYİH'da %2,8 azalmaya yol açacak şekildeyse yüksek maliyet patlaması, değilse düşük maliyet patlaması olarak adlandırılacaktır (Prates, 2012:7).

Kredi piyasasında likiditeye erişimin göreli olarak daha kolay olması balon oluşumuna neden olmuştur. Tasarruf-tüketim ikileminde önemli bir rol üstlenmiş kredi piyasasında aksaklıklar gözlenmiş ve merkez bankalarının bu piyasadaki rolü de sorgulanmaya başlanmıştır. Kriz öncesinde artan ekonomik istikrar ve güven ortamında tasarruflar azalmıştır. Kredi koşullarının iyileşmesiyle iktisadi aktörler ihtiyati tasarruflarını artırma ihtiyaçlarını azaltmışlardır (Hesse v.d., 2012: 43). Kriz öncesinde oluşan aşırı iyimserlik, yüksek kredi kullanımı ile birleşmiş ve varlık piyasasında balonlar oluşmuştur. Bu sebeple kredi piyasasını kontrol etmek parasal otoritelerin ilgi alanına girmiş ve para politikası ile finans piyasası arasındaki bağlantıyı güçlendirmeye çalışmaya başlamışlardır (Reddy, 2012: 29-31; EUC, 2009: 35-48).

Kredi piyasasındaki aksaklıkların giderilmesi ve para politikasının daha fazla ilgi alanına girmesi gerektiği piyasa oyuncuları tarafından da dile getirilmiştir. George Soros (2008: 144)'a göre, küresel finansal kriz, parasalcı bakışın yanlış bir politika olduğunu göstermiştir ve para otoriteleri para arzını kontrol etmenin yanı sıra kredi piyasasını da

kontrol etmek durumunda kalmışlardır. Ona göre merkez bankaları enflasyonla mücadele etmekle birlikte yavaş oluşan ancak birden patlayan varlık balonlarını da önleyecek politikaları ortaya koymalıdır.

2.3.2. Finansal İstikrar altında Yeni Para Politikası

Küresel finans krizi sonrası tartışmaların ilk odak noktası, mevcut para politikası üzerine iken, ikinci odak noktası kriz sırasında ve sonrasında para politikasının nasıl yürütülmesi gerektiği üzerine olmuştur. Çiçek ve Alçın (2010) çalışmalarında, krizin ortaya çıkış sürecinde mevcut para politikası uygulaması olan enflasyon hedeflemesinin rolü olmadığını, ancak krizin derinleşmesi üzerinde son derece etkili olduğunu tespit etmişlerdir. Finansal piyasaların ve günümüz ekonomi koşullarının yakından ilişkili olduğu reel ekonominin makroekonomik açıdan ne kadar önemli olduğu konusu, 2008 yılında yaşanan küresel finans krizi ile birlikte bir kez daha anlaşılmıştır. Çünkü küresel boyutta fiyat istikrarının görece sağlandığı bir ortamda gerçekleşen finansal kriz, tek başına fiyat istikrarının makroekonomik istikrar açısından yeterli olmadığını ortaya koymuştur (Svensson, 2012: 278-281).

Literatürde kriz öncesinde, sırasında ve sonrasında uygulanabilecek en etkin para politikası stratejisi olarak doğru şekilde uygulanan ve finansal koşullar hakkındaki tüm bilgileri kullanan esnek enflasyon hedeflemesi ağırlık kazanmıştır. Çünkü finansal istikrarsızlık, para politikasının aktarım mekanizmasında aksaklıklara neden olmakta, böylelikle para politikasının etkinliğini azalmakta ve politika faizi araç niteliğini kaybetmektedir. Bu doğrultuda, enflasyon hedeflemesi stratejisinin finansal istikrarı da gözetecek şekilde esnekleştirilmesi önerilmekte; geleneksel enflasyon hedeflemesi modeline finansal bir değişken eklendiğinde faiz tepki denkleminin nasıl değişeceği ve birden fazla para politikası aracının kullanılması üzerinde durulmaktadır (Stein, 2012: 61-62).

Finansal istikrarsızlık üç büyük kanal aracılığı ile para politikasının yürütülmesini etkileyebilir. İlk olarak, finansal istikrarsızlık merkez bankası aracı olan sınırlı para politikasını sıfır altına itti, örneğin federal fon oranını kolayca sıfırın altına itmesi kısıtlama olarak karşılaşabileceğiniz toplam talepte büyük bir şok oluşturabilir. Bu gibi durumlarda, tamamen para politikasının daha uyarıcı olması takip yoluylaşoku dengelemek için kolay olmayabilir. Zero-Bond, merkez bankası güçsüz değildir ve bu tür ileri rehberlik ve büyük ölçekli varlık alımı gibi diğer para politikası araçlarına dönüşebilir. Ancak bu araçlar kısa vadeli oranı düşürecek kadar etkili olmayabilir. Özellikle, merkez bankasının negatif faiz oranlarını ayarlayabilirsiniz ancak bunu uyaracak derecede sağlamak için gerekli ölçüde modern araçları kullanmak için istekli olmayabilirsiniz. Bunun nedeni modern araçları nasıl çalışacağını konusunda belirsizlik nedeniyle ya da piyasanın işleyişi açısından gelecekteki finansal istikrarsızlık riskleri bu tür araçların kullanımı ile ilişkili potansiyel maliyetler yaratabilir (Stein, 2012: 65-68).

İkincisi, finansal istikrarsızlık para politikası ve finansal koşullar arasındaki bağlantıyı bozabilir. Merkez bankası çok daha genişletici para politikası duruşuyla hareket edebilir, ancak bu finansal koşulların iyileştirilmesine yol açmayabilir. Biz mali stres dönemlerinde formalar ve risk primini açıkça görüyoruz. Bankacılık sistemi ya da sürtüşme ve piyasa başarısızlıklarının etkileşimi içinde sermayenin tükenmesi de finansal şok izleyen kredi kullanılabilirliği üzerinde kısıtlamalara yol açabilir (Pill, Huw ve Frank Smets, 2013).

Üçüncü olarak, finansal koşullar ve toplam talep arasındaki bağlantı da bozulabilir. Bir varlık balonu artık önemli ölçüde azalır ve borç birikmesine neden olur. Örneğin, finansal koşulları kolaylaştırmanın ardından düşük faiz oranları çok fazla toplam talebi teşvik etmeyebilir. Ayrıca, uzun süren bir sıfır kuponlu tahvil olayı, para politikası uyarısı zamanla azaltılabilir. Düşük faiz oranları zenginliği yükseltirken, hane halkı finansal koşulları kolaylaştırmak ve gelecekten günümüze harcama kaydırmak için

teşvik edebilir. Ama gelecekteki zamana ulaştığımızda harcamanın bir sonucu olarak daha sonra düşük olabilir. Mali koşullar ve ekonomik aktivite arasındaki bağlantı genişletici para politikası rejimi yerinde olmuştur fakat bu ne kadar uzun olduğuna bağlı olarak değişebilir (Paligorova, Teodora ve Joao A.C. Santos, 2012).

Para politikası, ancak birincil yöntemi izlemektedir zamanın finansal istikrarı etkileyebilecek yan etkileri vardır (Jiménez v.d., 2011: 10-11):

- Kaldıraç, kısa vadeli borçlanma veya yabancı para cinsinden borçlanma yoluyla, bireysel ajanların ex - ante risk alma teşvikleri şekillendirme ile
- Ya da ex-post borçlanma kısıtlamaları gerginlik etkileyen ve muhtemelen varlık - fiyat ve döviz kuru dışsallıkları ve kaldıraç döngüleri ağırlaştırarak;

Makro ihtiyati politikaların da yan etkileri vardır. Borçlanma ve dolayısıyla ekonominin bir veya daha fazla sektörlerde harcamaları kısıtlayarak, makro ihtiyati politikaları genel çıkışını etkileyebilir. Bu yan etkiler, yeni paradigma hem politikaların yürütülmesi onların etkileşimlerinin varlığını nasıl etkilendiğini dikkate almak gerektiğini ima (Jiménez v.d., 2011: 14-17):

- Makro politikalar çıkışı üzerinde güçlü etkiler varsa, daha fazla genişletici para politikası gereklidir bu etkileri telafi edebilir;
- -Parasal duruşunun değişiklikler çok fazla risk almaya teşvik etkilemesi durumunda, ilgili makro ihtiyati politikaların sıkılır olması gerekir;

Özellikle, bu modeller şokların farklı türleri olarak kabul edilir olsa bile, makro politika aynı zamanda kullanıldığında çıktı ve enflasyon, para politikasının reaksiyonunun optimal ölçünün belirginlik ve değişiklik olmadığını göstermektedir. Politikaları mükemmel çalışır, diğer bir deyişle, yan etkileri tek varlığı, her iki politikaların yürütülmesi için önemli etkileri vardır. Bu sonuçlar tamamen finansal şok

veya bozulmayı hesap edilmiş, makro ihtiyati araçlar mükemmel bir şekilde hedeflenir yani o, önemli basitleştirmelerle güvenebilirsiniz ve politik ekonomi nedeniyle kısmen ortaya çıkan zaman tutarsızlığı sorunlarından etkilenmez. Bu sonuçlar tamamen finansal şok veya bozulmayla hesap edilmiş, makro ihtiyati araçlar mükemmel bir şekilde hedeflenir yani o, önemli basitleştirmelerle güvenebilirsiniz ve politik ekonomi nedeniyle kısmen ortaya çıkan zaman tutarsızlığı sorunlarından etkilenmezler. Bir politika üzerinde kısıtlar koordinasyon sorunları ortaya çıkmasına neden olabilir, diğer ve ek çarpıtmalar ve politik - ekonomi faktörlere yükünü artırabilir (Galati, Gabriele ve Moessner , 2011).

2.4. GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE FİNANSAL KRİZ VE FİNANSAL İSTİKRARIN GELİŞİMİ: BRİC ÜLKLERİ

BRIC ülkeleri diye anılan topluluk Brezilya, Rusya, Hindistan ve Çin ülkelerinden oluşan bir topluluğa verilen addır ve kısaltması da ülkelerin İngilizce isimlerinin baş harflerinin alınması ile oluşan BRIC'tir. Bu ülkelerin genel özelliklerine bakıldığı zaman görülen en önemli belirginlik, bu ülkelerin kısa sürede hem kendi ülkelerinde hem de dış dünyada ekonomik olarak hızla ilerlemiş olmalarıdır. Özellikle bu ülkelerin başında Çin ve Hindistan gelmektedir. Çünkü 21.yüzyılın özelliği olan bilgi ekonomisi diye adlandırılan ve şu anda da halen yaşanılan bilgi toplumu yolunda en hızlı ilerleyen ve bunu en iyi uygulayan ülkelerden en önemlileri Çin ve Hindistan'dır. BRIC ülkeleri içinde bu nedenden dolayıdır ki Çin ve Hindistan'ın özel bir yerinin olduğu görülmektedir (İTKİB, 2007: 17).

Son zamanlarda BRIC ülkelerinin adı sık sık duyulmaya başlanmıştır ve bununla birlikte bu ülkeler dünya ekonomisinde söz sahibi olur hale geldiği görülmektedir. Hatta bu ülkeler dünya ekonomisinde daha fazla söz sahibi olmak için bazı ülkeleri de kendi gruplarına katma yollarına gitmek istedikleri bilinmektedir. En son yapılan görüşmelerde Türkiye'yi de yakından ilgilendiren bir gelişme meydana gelmiştir. BRIC ülkeleri yetkilileri tarafından Türkiye'yi de BRIC ülkeleri içine almak istediklerini dile getirilmiştir, ama bu sürecin ne kadar sürede gerçekleşip gerçekleşmeyeceği Türkiye'nin ekonomisinin gidişatının belirleyici olacağı kaçınılmazdır. Yine BRIC ülkeleri hakkında çalışma yapan iktisatçılara göre BRIC ülkelerine ek olarak Meksika'yı da katarak BRIMC olarak da ifade edenler vardır. BRIC ülkelerinin dünya ekonomisinde yerinin ne kadar olduğunu bu ülkelerin son zamanlarda hızlı büyümeleri ve dış ticarette neden bu kadar hızlı bir şekilde ileri gittiğini kısaca özetlemek gerekirse, çağımız bilgi ve teknoloji çağı olduğu bilinmektedir. Bu ülkeler hem küreselleşmenin araç olduğu dışa

açılma vasıtasıyla hem de ellerindeki kaynakları bilgi ve teknoloji sayesinde iyi bir şekilde değerlendirerek diğer ülkelere nazaran daha hızlı büyümüşler ve gelişmişlerdir. Hatta yapılan çalışmalar doğrultusunda BRIC ülkelerinin 2050 yılında dünyanın en büyük on ekonomisi arasına gireceği yönünde kuvvetli tahminlerde vardır(İGEME, 2010 Brezilya raporu).

BRIC Ülkelerinin son yıllarda dünya ekonomisi içerisindeki yerinin önemli olduğu bilinmektedir. Bu söylenenlerin ne derece doğru olduğu dünya ekonomisi ve gelişmekte olan ülkeler içerisindeki yerini daha iyi görülmesi için aşağıda verilen tablo detaylı bir şekilde incelenmelidir.

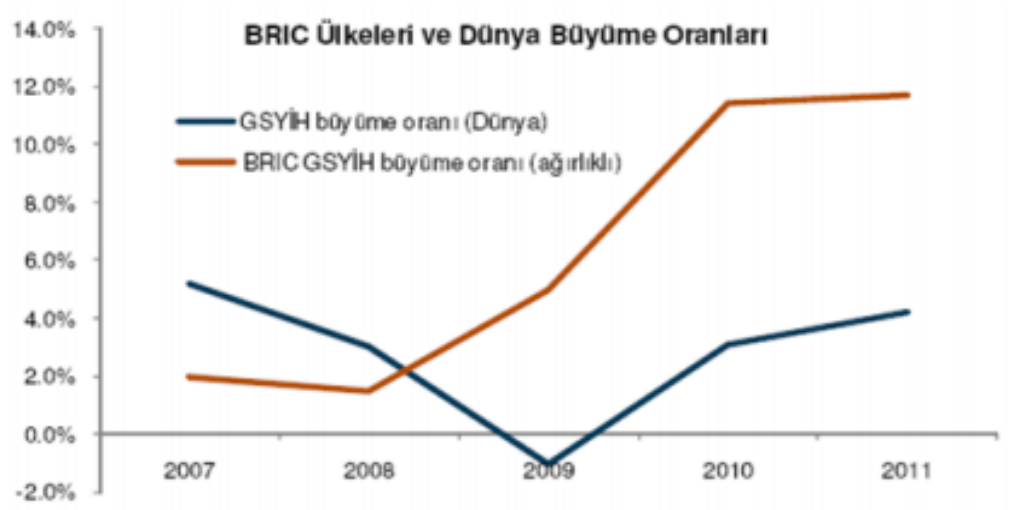
Tablo 2.3: 2008 Yıllında BRIC ülkelerinin Toplam Hâsıla İçindeki Payları (%)

Ülkeler	Küresel Hâsıla İçindeki Pay	Gelişmekte Olan Ülkeler ve Yükselen Piyasalar İçindeki Pay
Çin	11,4	25,3
Hindistan	4,8	10,6
Rusya	3,3	7,3
Brezilya	2,8	6,3

Kaynak: IMF, World Economic Outlook 2009 Raporu

Tabloda 2.3'te görüldüğü gibi BRIC ülkelerinin küresel hâsıla içindeki payı %20'leri geçmektedir. Aynı zamanda gelişmekte olan ülkeler içerisindeki payı da %50'lere yaklaşmaktadır. Bu da şu anlama gelmektedir; BRIC ülkeleri dünya ekonomisinde makroekonomi açısından çok ciddi bir performans göstermişlerdir. BRIC ülkelerinin yıldızının Çin Halk Cumhuriyeti olduğu bilinmektedir. Bu tabloda da bir kez daha açıkça görülmektedir. Çin Halk Cumhuriyeti hem küresel hâsıla içeresinde hem de "Yükselen Piyasa Ekonomileri" içerisinde önemli bir paya sahiptir ve BRIC ülkeleri içerisinde ise en önemli ülke konumundadır.

Grafik 2.3: BRIC Ülkeleri ve Dünya Büyüme Oranları



Kaynak: http://www.dunyabulteni.net

Grafik 2.3 incelendiği zaman dikkati çeken bir nokta vardır. 2008 yılında meydana gelen Dünya Küresel Krizinden sonra 2009 yılında Dünya ülkelerinin büyüme oranları eksili rakamlara ulaşmışken, BRIC Ülkelerinin büyüme oranlarına bakıldığı zaman bu ülkeler büyümelerine devam etmişlerdir ve 2009'dan sonra da büyüme oranlarına bakıldığı zaman bir hayli yüksek oranlarda seyir etmiştir.

2.4.1. Brezilya

Brezilya, gayri safi milli hâsıla bakımından dünyanın dokuzuncu en büyük ekonomisidir. Nüfus açısından dünyanın beşinci en büyük ülkesi olan Brezilya, bugün Güney Amerika'nın önde gelen ekonomik gücüdür ve bölgede lider durumdadır. Ülke ekonomisi çok yönlü bir yapıya sahip olduğu bilinmektedir. Büyük sanayiinin önemli kısmı güney ve güneydoğuda toplanmıştır. Kuzeydoğu, ülkenin en fakir kısmıdır ama yeni yatırımları cevap etmeye başlamaktadır (İzmir Ticaret Odası, Raporu 2006).

Brezilya 1967-1974 yılları arasında gayri safi milli hasılasında 1973‟te yaşadığı %14'lük artış ile dünyanın ekonomisi büyüyen ülkeleri arasında yerini almıştır.70‟lerin ortalarında dönemin Cumhurbaşkanı Ernesto Geisel, demokrasinin yeniden inşası adına önemli adımlar atmıştır. 1979‟da João Baptista Figueiredo hükümetin başına geçmiş ve kısıtlanan siyasal hakların yeniden tanınması için girişimlerde bulunmuştur. 1982 yılında halkı 1965'ten bu yana ilk defa gerçekleştirilecek seçimlerde siyasal haklarını kullanmalarına imkân tanımıştır. (Pilpil,2010)

1994 yılında başkanlığa seçilen Fernando Cardoso 1994‟te "Real Planı" adı verilen bir ekonomik istikrar programı başlatmıştır. Bu program enflasyonun düşürülmesinde büyük ölçüde başarılı olmuştur. Plan aynı zamanda dünyanın en geniş özelleştirme programını başlatmıştır. Pek çok devlet kuruluşu satılmış fakat çok karlı kuruluşlar çok düşük fiyatlarla özelleştirdiği için hem kamu sektörü içinden çıkılmaz bir hale girmiş, hem de ekonomi de düzelme sağlanamamıştır. Büyüme yavaşladığı zaman ise, Brezilya ekonomisinin dış finansal desteğe bağımlılığı ve hükümetin finansmanını kontrol edememesi, ekonomiyi dış şoklara açık bir hale getirmiş, dünya ekonomisini etkileyen ve peş peşe gelen Meksika (1995), Asya (1997) ve Rusya (1998) krizleri Brezilya'yı da etkilemiştir. Ekonomik dengenin sağlanmasında ciddi sıkıntılara yol açmıştır. Son yıllarda ülkenin ekonomi politikaları üç hedefe kitlenmiş durumdadır. (1) enflasyonun kontrolünü sağlamak, (2) dış ticaret dengesini sağlamak, (3) ekonomik kalkınmanın desteklenmesidir. Ocak 2007‟de kalkınmanın hızlandırılması amacıyla yürürlüğe konulan ekonomik program, özellikle eyaletler arası işbirliğini destekleyen, sosyal güvenlik, vergi ve iş gücü reformları ile birlikte, yatırım alt yapısını teşvik eden düzenlemeler içermektedir (Başer, TÜRKSAM:2010).

Brezilya, uzun bir dönem enflasyon sorunu yaşamış olan bir ülkedir. 1981-1994 arasında yıllık enflasyon oranı %100‟ü aşmış, 1993-1994 yılları arasında %2700‟e varan bir oranda hiperenflasyonla karşı karşıya kalmıştır. Brezilya ‟da enflasyon sorununun çözümü amacıyla uygulanan başlıca istikrar programları Şunlar olmuştur.

1986 Cruzado Planı, 1989 Summer Planı, 1990 Collar Planı ve 1994 Real Plan. Döviz kurunu çapa olarak kullanan Real Planı ile enflasyon hızla kontrol altına alınmış, 1994'te dört haneli rakamlardan, 1995'te iki hanelilere, 1998'de ise, %2'den daha az bir orana düşürülmüştür. Ancak enflasyon oranı düşse de aynı başarı maliye kesiminde sağlanamamıştır. Kurun sabitlenmesi ile Brezilya parasının aşırı değerlenmesi, 1997 ve 1998 yıllarında spekülatif bir atağın ortaya çıkmasına yol açmıştır (Yiğitbaş, 2009;217).

Brezilya da enflasyon hedeflemesi politikasına 1 Temmuz 1999' da geçmiştir. Enflasyon hedefi için uygun fiyat endeksi, enflasyon hedefleri ve tolerans aralıkları, maliye bakanı tarafından verilen teklifle Ulusal Para Konseyi tarafından seçilmektedir. Enflasyon hedeflemesinin tüketici fiyat endeksine dayanmasına ve hedeflerin iki yıllık dönem itibariyle açıklanmasına karar verilmiştir. Enflasyon hedeflemesi politikası doğrultusunda enflasyon hedefi, 1999 yılı için yüzde 8, 2000 yılı için yüzde 6 ve 2001 yılı için yüzde 4 olarak belirlenmiştir. Tolerans aralığı ise her yıl için yüzde +/- 2 olarak belirlenmiştir (Işık ve Duman, 2008: 59).

Brezilya, enflasyon hedeflemesine geçtikten sonra merkez bankasının Şeffaflığına ve hesap verebilirliğine önem vermiştir. Bununla beraber Brezilya'nın makroekonomik göstergelerinde ki değişmelerinde enflasyon hedeflemesine geçildikten sonra ne derece olumlu etkilendiği görülmüştür. Brezilya'da merkez bankasına verilen operasyonel bağımsızlık ve hükümetin senyoraj gelirlerine olan bağımlılığının düşük olması nedeniyle enflasyon hedeflemesine dair alt yapının hazır olduğu görülmüştür. Brezilya'da daha önce bahsedildiği üzere enflasyon hedeflemesi rejimine resmi olarak, 1999 yılında yayımlanan 3088 nolu kararname ile geçilmiştir. Kararname, enflasyon hedeflerinin ve tolerans aralıklarının belirlenmesi ile referans fiyat endeksinin seçimi konularında Ulusal Para Konseyi'ne sorumluluk yüklemiştir. Merkez bankasına ise hedefleri gerçekleştirmek için para politikasının yönetimi ile ilgili sorumluluk verilmiştir. Kararname Şeffaflıkla ilgili olarak, merkez bankasının para politikasının durumunu ve enflasyon görünümünü değerlendirmek için her çeyrekte enflasyon raporu

yayımlamasını zorunlu tutmuştur. Ulusal Para Konseyi, 30 Haziran 1999 tarihinde 1999 ve 2001 yılları için enflasyon hedefleri ile tolerans aralıklarını belirlemiştir (Demirhan, 2002:112).

Brezilya'da 2001 yılı ortalarına kadar uygulanan politikalar olumlu sonuçlar vermiş, enflasyon hedefler çerçevesinde gerçekleşirken, GSYIH büyümesi de ivme kazanmıştır. Ancak, 2001 yılında karşılaşılan dışsal Şokların etkisiyle döviz kuru değer kaybetmeye ve doğrudan yabancı sermaye girişlerinde azalmalar başlamıştır. Bu beklenilmeyen durum, fiyat artışlarını hızlandırarak, enflasyon hedeflerinin bozulmasına yol açmıştır. Merkez Bankası yıl boyunca faiz oranını artırmasına karşın, döviz kurunun değer kaybı devam etmiş, 2001 yılı enflasyon hedefinin üstüne çıkıldığı görülmüştür. Yine bu dönemde büyüme hızı yavaşlamış ve işsizlik oranı artmıştır. 2002 yılında da olumsuz gelişmeler devam etmiş ve finansal piyasalarda ciddi dalgalanmalarla karşı karşıya kalmıştır. 2002 yılında, faiz kararlarında sık sık değişiklikler meydana gelmiş ve enflasyon hedefleri revize edilmek zorunda kalındığı görülmüştür. 2003 yılında IMF ile yapılan Stand-by anlaşması sonucunda, finansal piyasalarda sağlanan istikrarın etkisiyle döviz kuru değer kazanmış ve fiyat artışları da yavaşlamıştır. 2003 yılında enflasyon hedefi aşılırken, cari işlemler dengesi fazla vermiş, büyüme yavaşlamış, işsizlik oranın ise arttığı görülmüştür. (Orakçı, 2009:106).

Goldman Sachs ekonomistleri 2003 yılında Brezilya'yı, dünyaya gelecekte hâkim olacak diğer üç büyük ülke olan Rusya, Hindistan ve Çin ile aynı gruba (BRIC) dahil etmesi o dönemde tepkilere neden olmuştur. Bu ülke gösterdiği performans ile bunu ne kadar hak ettiğini göstermiş ve tüm dünya ülkeleri tarafından Şaşkınlıkla karşılanmıştır. *The Economist*'te yer alan bir analizde, düşük büyüme performansı, finansal krizden kolayca etkilenecek olan bir ekonomisi, siyasi olarak sürekli karışıklık içinde olması ve kaynaklarını etkin ve verimsiz kullanması, bu ülkenin diğer gelecek vaat eden ülkeler arasında yeri olmadığı fikrini ortaya çıkardığını, ancak son gelişmelerin bunun tersini ispatladığına işaret edilmektedir.

Brezilya ekonomisinin genel olarak değerlendirildiğinde, bu ülkenin GSYİH ve kişi başına düşen gelirlerin 10 yıl içerinde arttığı bununla beraber ithalat ve ihracat rakamlarında da artışlar meydana geldiği görülmektedir. Bunlara ek olarak büyüme oranları da bu ülkenin makroekonomik koşullar yönünden son zamanlarda ciddi atılımlar yaptığını göstermektedir. Enflasyon oranları incelendiği zaman Brezilya da enflasyon oranları 1980-1990 arasında hiperenflasyon şeklinde olduğu görülmektedir. Enflasyon rakamları üç haneli rakamlara ulaşmıştır, hatta 90‟lı yılların başları gözlemlendiğinde enflasyon oranlarının 4 haneli rakamlara ulaştığını ve bunun da ülkenin ekonomisi için ciddi sorunlara neden oluğu görülmektedir. Ama uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesi neticesinde enflasyon oranlarının aşamalı bir şekilde düştüğü görülmektedir. Yaşanan kriz dönemleri haricinde enflasyon hedeflemesi stratejisi başarılı olmuştur. Brezilya'nın son 5 yıllık ithalat-ihracat rakamlarına ve bu zaman içinde meydana gelen eğilimler incelendiğinde, hangi sektörlerin ülke dış ticareti için daha öne çıktığını anlamak bakımından önemlidir. 2003 yılında 73,2 milyar dolar olan ülke ihracatı 2007 yılında yaklaşık %120 artarak 160,6 milyon dolar seviyesine ulaşmıştır. Brezilya, bu başarısını ihraç mallarını çeşitlendirerek ve geleneksel pazarların dışında kalan pazarlara açılarak elde ettiği görülmüştür. Tarım ürünlerinin yanı sıra uçak, otomotiv, demir, kimyasallar, makine, ayakkabı, kâğıt, elektrik ve elektronik gibi endüstri ürünleri de önemli ihraç kalemleri arasına girmiştir. Ayrıca Afrika, Ortadoğu, Doğu Avrupa ve Asya gibi son dönemin önemli pazarlarına gerçekleştirdiği ihracatı da önemli ölçüde artırdığı görülmektedir (İGEME Brezilya Ülke Raporu,2008).

2.4.2. Rusya

1917 Bolşevik devriminin ardından farklı bir devlet statüsü ile kurulan Sovyetler Birliği'nin son döneminde, yapılmak istenilen köklü ekonomik ve siyasi değişimler sırasında birliği oluşturan devletlerin merkezi otoriteye karşı hareket etmeye başlamaları, Sovyetler Birliği'nin 1990 sonunda dağılmasına sebep olmuştur. 1991'de

Rusya Federal Cumhuriyeti bağımsızlığını ilan etmiştir (İstanbul Ticaret Odası, Rusya Ülke Etüdü,2003). 1991 yılında Sovyetler Birliği'nin dağılmasıyla birlikte bağımsız bir ülke olarak kurulan Rusya Federasyonunda, ilk yıllarda yönetim kademesinde yaşanan görüş ayrılıkları ve yeni bir oluşumun zorlukları nedeniyle sıkıntılar meydana gelmiştir ve 1993 yılında devlet başkanı Boris Yeltsin askeri kuvvet kullanarak parlamentonun dağıtılmasını ve yeni seçimlere gidilmesini sağlamıştır. 1993 yılında referandumla anayasanın kabul edilmesi ve ardından 12 Aralık 1993'de yapılan seçimlerle yeni parlamentonun kurulması ile Rus siyasetinde istikrar sağlanmaya başlamıştır (Rusya Ülke Bülteni, 2006).

Rusya, Güneydoğu Asya krizine hazırlıksız yakalanmıştır. Rusya'nın dış borçları 140 milyar dolar, iç borçlar ise 70 milyar dolardır. Bunun 20 milyar doları yabancıların elindedir. İç borçların vadesi ortalama 11 aylıktır. Borç faizleri %240 civarındadır. İç ve dış borçların GSYİH'ya oranı %40'tan fazladır. Hükümet ayda ortalama 6 milyar dolar borçlanma yapmak zorunda kalmıştır. Borçlanma yolu ile elde edilen kaynaklar, verimli yatırımlar yerine cari harcamaların, özellikle maaşların ödenmesinde kullanılmıştır. Serbest piyasa Şartlarına uyumu sağlayamayan hükümet, iç borçlanmaya önem vermiş, bu ise faizlerin yükselmesine yol açmıştır. Rublenin devalüe edilmesi krizin başlangıcı olmuş ve fitili ateşlemiştir. Rusya'nın ödemeler dengesi, petrol fiyatlarındaki düşmeye paralel olarak bozulmaya başlamış, cari işlemler dengesinde 1996'da 11.6 milyar dolarlık fazla, 1997'de 3.3 milyar dolara gerilemiştir. Buna karşılık 15 milyar dolara ulaşan kısa vadeli dış borç ödemesi, Rusya'yı sıkıntıya sokmuştur. Hazine kâğıtlarının ortalama % 55 getiri sağlaması, buna karşılık kar artışının % 10 olması, rubleye yatırımı özendirmiş ve bankalar açık pozisyonla çalışmaya başlamıştır. Elde edilen bu yüksek karlar ise riskleri arttırmıştır. Vergi gelirlerinde artış olmaz iken, kayıt dışı ekonomi giderek büyümüştür. GSYİH'nın %15.3'ü oranında toplanması hedeflenen vergi gelirlerinin % 9.4'de kalması, bütçenin açık vermesine yol açmıştır. Bütçe, GSYİH'nın % 8'i civarında açık vermeye başlamıştır. Bütçe açığı büyük ölçüde askeri harcamalardan kaynaklanmıştır. (Karluk, vd., Güney Doğu Asya ve Rusya Krizi Karşısında Türkiye, 2011).

Putin'in gelişi ile birlikte Rus dış ticaret politikası yeni bir anlam kazanmış ve araç değişikliğini de beraberinde getirmiştir. 10 Ocak 2000 tarihinde Putin'in onayladığı yeni Ulusal Güvenlik Doktrini ve 10 Temmuz 2000"de açıklanan Dış Politika Doktrini ile yeni politikalar ortaya konulmaya başlanmıştır. Yeni doktrinlerde, ekonomik çıkar ve araçların dış politikada temel öncelikler ve araçlar olacağı açıkça ifade edilmiştir. Yeni politika, 1999 yılına kadar Rus dış politikası karar verme sürecinde temel etken rolünü oynayan askeri çevrelerin gücünün giderek azaldığının da bir göstergesi olmuştur. Aynı zamanda Rus enerji sektörü, bu yeni politikayla birlikte önemli bir üstünlük sağlamıştır. Dünyanın en önemli enerji rezervlerinden birine sahip olan Rusya'nın dış politikasında enerji unsuru etkin bir stratejik araç olarak yeni yüzyılda öne çıkmıştır (Rusya Ülke Bülteni, 2010).

Rusya'nın en önemli sektörü enerji sektörüdür. Türkiye dâhil birçok ülkeye enerji ürünleri ihracatı yapmaktadır. Rusya'nın enerji piyasalarında dünya ülkeleri içerisinde ne kadar önemli bir güç olduğunu göstermek açısından Rusya'nın enerji piyasalarında Avrupalı devletlerle ile olan ilişkilerini incelemek yeterli olacaktır. Bugün Avrupa Birliği (AB) gaz ithalatının yüzde 40'ını, petrol ihtiyacının üçte birini ve kömür ithalatının dörtte birini Rusya karşılamaktadır. Avrupa kıtasında ülke bazında Rus doğal gazına bağımlılığın boyutu ise Şöyledir: Moldova, Sırbistan, Karadağ, Estonya, Bulgaristan, Finlandiya kullandığı gazın tamamını, Letonya, Litvanya yüzde 95'ini, Yunanistan, Slovakya, Macaristan yüzde 80'ini, Çek Cumhuriyeti, Avusturya, Polonya, Romanya yüzde 70'ini, Türkiye yüzde 65'ini, Belarus, Ukrayna yüzde 50'sini, Almanya yüzde 40'ını, Fransa yüzde 35'ini, İtalya ise yüzde 30'unu Rusya'dan tedarik etmektedir (Temur, 2010:54).

2.4.3. Hindistan

19. yüzyıla kadar Hindistan'ın bütün topraklarının politik kontrolü İngiltere'nin himayesi altında olduğu görülmektedir. 1.Dünya Savaşında ve 2. Dünya Savaşında İngiliz ordusundaki Hint silahlı kuvvetleri önemli bir rol oynamıştır. İngiliz kolonileşme hareketine karşı Şiddet içermeyen direnme ilk olarak, Mohandas GANDHI ve Jawaharlal NEHRU tarafından başlatılmıştır ve bu direnmenin sonucunda 1947 yılında Hindistan bağımsızlığına kavuşmuştur. Hindistan toprakları Laik Hindistan ve daha küçük bir devlet olan Müslüman Pakistan devleti Şeklinde ikiye bölünmüştür. İki ülke arasında ki savaşlar 1971 yılına kadar devam etmiş ve daha sonrasında Doğu Pakistan'da Bangladeş diye adlandırılan ayrı bir devlet kurulmuştur (Konya Ticaret Odası, Hindistan Cumhuriyeti Ülke Raporu, 2008).

1991 yılında Hindistan ticareti Şeffaflaşma yönünde ekonomik reformlar yapmaya başladığı görülmektedir. İthalat gümrük vergileri son 1991 yılındaki tepe noktası olan %350"lerden Şu andaki ortalama düzey olan %10"lara kadar tedrici olarak azaltılmıştır. Fakat uluslararası standartlara göre hala çok yüksektir. Bu nedenle ithalat vergileri uluslararası firmaların bu pazara satış yapmalarını engellemektedir. Hindistan'ın hali hazırdaki mevzuatı 2002-2007 İthalat İhracat Politikasına bağlı olarak devam etmektedir. Çoğu alanda lisansa gerek duymadan ithalat izni uygulanmaktadır. Bazı alanlarda ürünler kısıtlanmış ya da yasaklanmıştır ve bazı ürünleri sadece devlet kurumlarınca üretilmektedir (İGEME-Hindistan Ülke Raporu, 2011: 14).

ABD, İngiltere, Kanada, Fransa gibi ülkelerde NASA ve Microsoft başta olmak üzere teknoloji ve bilim üreten birçok kurumda çalışan yüzlerce Hintli ile karşılaşılmaktadır. Türkiye'de yaşanan beyin göçünden farklı olarak Hindistan, beyin göçünü bir fırsat olarak değerlendirmiştir. Batı ülkelerinin zengin bilim kurumlarında knowhow ve deneyim kazanan beyinlerin Hindistan'a knowhow ve teknoloji transferi

olarak geri döndüğü ve tüm bu teknolojileri ülkelerinde de uygulamaya başladıkları görülmektedir (şahin, Gasam Hindistan Raporu, 2008:7)

Son dönemde, Çin ile birlikte en hızlı büyüyen ülkeler kategorisinde yer alan Hindistan, çok çarpıcı gelişmelere ev sahipliği yapmaktadır. Hindistan'ın Bangalore Şehri başta olmak üzere birçok kentinde, özellikle bilişim (IT) sektöründe büyük dönüşüm yaşanmaktadır. Genç nüfusunun eğitim alt yapısına çok ciddi yatırımlar yapan Hindistan, bu eğitimi, bilişim altyapısına yaptığı eğitimle birlikte değerlendirmeyi başarmıştır. Her yıl üniversiteden mezun olan 2,5 milyondan fazla genç Hintli geçmişte olduğu gibi ABD'ye göç etmemektedir. Bunun nedeni ABD Şirketleri hızla Hindistan'a gelmektedirler. Geride kalan dönem de, "Dünyanın en kalabalık demokrasisi" unvanına sahip olan Hindistan'ın, "Dünyanın en kalabalık İngilizce konuşulan ülkesi" unvanını hızlı bir biçimde ekonomik avantaja dönüştürmeye başladığı görülmektedir (Çalış, 2007:3).

Hindistan, bütün yaşanan gelişmelerin yanı sıra son on yılda güçlü bir dış politika izlediği görülmektedir. Rusya ile ekonomik ve askeri işbirliğini arttırmıştır. Rusya'dan alınan askeri araçlar Hindistan'ın gücünü arttırmak, etki alanını genişletmek için önemlilik arz ettiği görülmektedir. Hint hükümeti çeşitli Asya ülkelerine yüksek düzeyde siyasi ziyaretler yaptı ve ekonomik ilişkilere girmiştir. Ayrıca Hindistan son yıllarda savunma, stratejik ortaklık ve enerji konulu pek çok ikili anlaşma imzalamıştır. Bangladeş, Bhutan, Maldivler, Nepal, Pakistan ve Sri Lanka ile Güney Asya Bölgesel ŞŞbirliği Teşkilatını kuran anlaşma (South Asian Association for Regional Cooperation), Pakistan'ı koruyucu politikasına rağmen ABD ile stratejik işbirliği, Israil ile ekonomik ve askeri ilişkilerinden ödün vermeden Körfez ülkeleri, İran ve Arap dünyası ile stratejik işbirliği, Rusya, Çin, Japonya ve Avrupa Birliği ile ayrıcalıklı ortaklık, Brezilya ve Güney Afrika ile India Brazil South Africa (IBSA) adı altında ayrıcalıklı ortaklık gibi birçok anlaşmalar dışında, Bağlantısızlar Hareketi ve Commonwealth"deki yeri de Hindistan dıŞ politikası açısından büyük önem

taşımaktadır. Ayrıca, Rusya ve Çin'in üyesi olduğu Şanghay İşbirliği Örgütü ile son zamanlarda gelişen ilişkileri de dikkat çekmektedir (Akçadağ, "Yükselen Güç Hindistan", 2009).

Güney Asya siyasi, stratejik, ekonomik ve lobicilik anlamında Türkiye açısından önemli potansiyeller barındırmaktadır. Başta Pakistan ve Afganistan olmak üzere Hindistan ve Bangladeş Türkiye'nin her anlamda kredibilitesinin yüksek olduğu ve toplumsal bazda sempati sahibi olduğu ülkelerdir. Osmanlı'nın çöküşü ve yerine Cumhuriyetin ikamesinin ardından, Türkiye'nin doğu politikaları batı politikalarının gölgesinde kalmış ve ihmal edilmiştir. Hindistan ve Çin'in gerçekleştirdiği kalkınmada ilerleme, sahip oldukları enerji, nükleer yetenek, teknolojik kapasite ve uzay çalışmaları Güney Asya'yı dünya ekonomisi ve siyasetinde önemli güç merkezlerinden biri haline getireceği düşünülmektedir. Türkiye'nin hemen yanı başında oluşmakta olan bu güç merkezinde etkin bir Şekilde rol alması, uzun vadeli ulusal çıkarlar için bir zorunluluk olarak görülmektedir (şahin, Gasam Hindistan Raporu, 2008:7)

Sonuç olarak Hindistan'ın kalkınma yolundaki atmış olduğu adımlara bakılacak olunursa, Hindistan'da Ar-Ge harcamalarını teşvik eden politikaların uygulanmaya başlanması bu ülkelerde önemli inovasyonların gerçekleşmesine ortam hazırlamıştır. Kişi başına patent-lisans ödemelerinde izlenen ar-ge politikaları sonucunda artış görülmeye başlanmıştır. Çin ve Hindistan gibi ülkelerde beşeri sermayeye yapılan harcamaların miktarının artması sonucu büyüme oranındaki artışlarda olumlu şekilde etkilendiği görülmüştür. Bu ülkelerde eğitim için kullanılan kamu harcamalarının artması öğrenmenin marjinal verimliliğini artırmış ve bilgi taşmalara neden olmuştur. Bunun yanında beşeri sermaye sadece eğitim yolu ile değil, sosyal sermaye yoluyla da artış göstermeye başladığı görülmüştür. Eğitimin kalitesinin artması, vasıflı işgücünün sayısının da artmasına neden olduğu belirlenmiştir. Vasıflı işgücüne sahip ülkelerin daha az vasıflı işgücüne sahip olan ülkelere oranla daha hızlı büyüdüğü ülkelerin kalkınma deneyimlerinden anlaşılmıştır.

2.4.4. Çin Halk Cumhuriyeti

Çin Halk Cumhuriyetinin genel olarak ekonomisi incelendiği zaman, Çin ekonomisi temel olarak 1978 öncesi ve 1978 sonrası dönem olarak iki ana döneme ayırmak mümkündür. İlk olarak 1978 öncesi dönem incelenecek olunursa, dünya tarihinde önemli ülkelerden biri olan Çin Halk Cumhuriyeti'nde 1911 yılında hanedanlık sistemi sona ermiş ve bu tarihten itibaren 1949 yılına kadar geçen dönemde ülkede siyasi belirsizlik hâkim olmuştur. Bu belirsizlik ve kargaşa dönemi 11 Ekim 1949 tarihinde Mao Zedong'un kurduğu sosyalist yapıya dayanan bir sistem ile son bulmuştur. Mao Zedong'un kapalı, içe dönük politikaları Çin Halk Cumhuriyeti'nin kapılarını dünyaya kapatmış ve dünya ticaretinden ayırmıştır. Mao'nun (1957-1960) dönemindeki tarımın endüstrileştirilmesine dayanan "Büyük Hamle" atılımı beklenen atılımı vermemiş aksine Çin Halk Cumhuriyeti tarihinde unutulmayacak bir olay gerçekleşmiştir. Ülkede yaşanan kıtlık ile 15 milyon kişinin ölümü ile sonuçlanmıştır. Bundan sonraki (1966 - 1976) dönemde başlattığı "Kültür Devrimi" adlı çalışması ise 1976 yılında Mao'nun ölmesi ile ülkede ekonomik olarak bir gelişme daha tamamlanamadan son bulmuştur (İstanbul İhracatçı Birlikleri Genel Sekreterliği, "Çin Halk Cumhuriyeti Ülke Raporu", İstanbul, 2006).

Demokrasi yanlısı gösterileri bastırmak üzere 4 Haziran 1989'da Halkın Kurtuluşu Ordusu'nun harekete geçmesi ile çıkan çatışmalar, yüzlerce ölüm ve binlerce tutuklanma ile sonuçlanmıştır. Ağustos 1989'da Komünist Parti Başkanlığına getirilen Jiang Zemin, 4 Haziran olaylarına rağmen reform ve açık politika taahhüdüne sadık kalınacağını bildirmiştir. 19 Şubat 1997'de Deng'in ölümüyle Jiang Zemin Devlet Başkanlığına getirilmiş, 1998'de Zhu Rongji Başbakan olmuştur. 80'li yılların sonları ve 90'larda Çin, yabancı yatırıma izin veren ve tüm ülkelerle diplomatik ve ticari ilişkilerin güçlendirilmesini amaçlayan "açılım" politikasını sürdürmüştür (ÇHC Yıllık Rapor, 2007).

Çin Halk Cumhuriyeti, gerçekleştirdiği ekonomik reformlardan sonra dünyada etkili olmaya başlamış, toplam dış ticaret hacmi ve Çin Halk Cumhuriyeti'ne yapılan doğrudan yabancı sermaye miktarları artmıştır. Yıllarca benimsenen kapalı ekonomi anlayışından sonra giderek dünya ile entegre çabaları artmış ve Şüphesiz ki bu yükselişi ile dünyada ki önemli güçleri bile etkilemiştir. Son 15-20 yılda Çin Halk Cumhuriyeti'nin yüksek kalkınma hızı, 1978 de başlayan dışa açılma ve reform süreci, sonraki yıllarda %10'un üzerinde büyüme oranları ile bu hızlı gelişmesini devam ettirmesinin arkasında, ekonominin stratejik yeniden yapılandırılması, ucuz ve bol işgücü, verimlilikteki artışlar, yüksek yatırım oranları, yüksek tasarruf oranları ve en önemlisi dışa açıklık göstermesi etken olarak görülmektedir (Koyuncu ve Yılmaz, 2005:18).

Bu bölümde bankacılık teori ve pratik düşüncenin nasıl merkezi olarak kabul edildiği bu değişimin ışığında güncelleştirilmesi gerekiyor. Biz fiyat istikrarı ve makroekonomik finansal istikrarın daha geniş hedeflerine ve geleneksel vurgu arasındaki ilişkiye odaklanmıştır. Ayrıca Para politikası hedefleri, düzenleyici finansal istikrar politikaları ve hedef politikalarının büyük ölçüde birbirinden bağımsız iki kümede faaliyet gösterdiği geleneksel ayrımın, artık savunulabileceği tartışıldı. Bazı esnek enflasyon hedeflemesi çerçevesinin pratik başarıları tartışılmaz. Ekonomik gelişme farklı düzeylerde ülkeler tarafından fiyat istikrarının hedeflerinin benimsenmesi yurtiçinde üretilen istikrarsızlığın onlarca yıl sonra iyi şekilde ilerlemesi için önemli bir adım oldu. Bu çerçeve, küresel enflasyondaki düşüşü ve gelişmiş ekonomiler arasında döviz kuru tartışmaları azaltılması için, en azından kısmen, yararlı olabilir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

FİNANSAL İSTİKRAR ULAŞMAK İÇİN TÜRKİYE MERKEZ BANKASI TARAFINDAN YÜRÜTÜLEN PARA POLİTİKASI

3.1. (POST) WASHINGTON UZLAŞMASI TÜRKIYE DENEYİMİ

Türkiyedeki ilk nesil reformlar 1980'de IMF ve Dünya Bankası'nın işbirliğiyle Turgut Özal tarafından yapılmıştır ancak bu gayretler etkisiz kalmıştır.1980'ların sonlarındaki iki önemli gelişme Türkiye'nin serbest piyasa ekonomisine geçişini sorunlu bir hale getirdiler. Bunlardan ilki 1987 yıllında rekabetçi siyasete dönüş iken ikincisi 1989'da neoliberal reformcuların uluslararası finans piyasalar ile bütünleşerek ve sermaye hesapları açarak ekonomik durgunluktan sıyrılma kararlarıydı. Aynı zamanda kontrolsüz finansal entegrasyon yeniden dağıtım taleplerinin özgürce belirlenebileceği yumuşak bütçe kısıtlamaları oluşturarak devlete mali açıkları yönetmek için hayli tehlikeli esnek bir ortam sağladı (Celasun ve Arslan, 2001; Alper ve Öniş, 2003).

Etkin finansal sistem açısından olumsuz olan bu duruma ek olarak, enflasyonun yüksek düzeylerde seyretmesi de getiri anlamında reel faizlerin çok düşük hatta negatif düzeylerde seyretmesine neden olmaktaydı. Bu açıdan *faizin bir Merkez Bankası politika aracı olarak kullanılamaması* yanında üçüncü bölümde yoğun olarak tartışılacağı gibi faiz düzleştirme kuralı gibi bir kuralında oluşturulması ve yürütülmesi için gerekli ortam bulunmamaktaydı. Kamu açıklarının finansmanı açısından faizler üzerinde baskı kurulması ile birlikte bu dönemde, döviz işlemleri üzerinde kısıtlamalar da bulunmakta kişilerin portföylerinde döviz bulundurmaları mümkün olmamaktaydı. Bu duruma neden olarak, kamu açık finansmanında dövize olan ihtiyacın önemli olduğunu söylemek

mümkündür. Bu dönemde para politikasının yürütülmesinde tercihli krediler önemli bir yer tutmaktaydı. Tercihli krediler aracılığıyla sektörlere sübvansiyon imkânı sağlanmaktaydı (Bofinger, 2001: 66).

Para politikasının siyasi karar alma süreci ile yakın ilişki içinde olması, tercihli kredilerin para politikasında ağırlığının olmasında önemli gözükmektedir. Kalkınmada ön planda görülen sektörlere ucuz kredi imkânları yaratılmaktaydı. Finansal sistemin gelişmesini ve büyümesini engelleyecek şekilde mali piyasalarda yürütülen işlemler ve elde edilen gelirlerden yüksek vergiler alınmaktaydı. Yabancı ve yerli bankaların finansal sisteme katılımlarının önünde önemli kısıtlamalar bulunmaktaydı. Buna ek olarak finansal sistemin yeni oluşmakta olması ile makroekonomik zayıflıklara bağlı olarak sistem, kurumsal bir yapı sergilememekteydi (Çiçek ve Alçın ,2010).

Özel sektörün finansman kaynağı, menkul kıymetler piyasasının olmaması nedeni ile banka kredileriydi. Bu durum finansal sistemin derinliğinin olmamasının ana nedenlerinden arasındadır. Derinliği, finansal araç çeşitliliği ve türev araçları olmayan bir finansal sistemin etkin çalışması bu dönem içinde mümkün görünmemekteydi. Bunların dışında zorunlu karşılık oranlarının yüksek olması ve Türk Lirası piyasasının çok sığ olması da sistemin derinliğini azaltan bir faktör olmaktaydı. Son olarak, sistemin etkin çalışmasını olumsuz etkileyecek diğer bir durum da bankaların genellikle bazı grup şirketlerine ait olması ve bu şirketleri finanse etmeye yönelik olarak çalışmasıdır. Sonuç olarak, finansal sistemin derinliğinin olmaması, katılımcı sayısının yetersiz olması ve etkin olarak çalışmaması destekleyen unsurların varlığı yanında, para politikası da kamudan kaynaklanan sorunlar nedeniyle etkin olarak yürütülememekteydi (Romer, 2012: 550).

Liberalizasyon süreci ve finansal sistemin yapılanmasına yönelik bazı önemli gelişmeler daha olmuştur. 1986 yılında Bankalar arası para piyasası ve İstanbul Menkul

Kıymetler Borsası kurulmuştur (Günal, 2006: 126.). 1982 yılında uygulamaya giren Sermaye Piyasası Kanunu ile birlikte Sermaye Piyasası Kurulu (SPK).da oluşturulmuştur. Ayrıca 1987 yılından itibaren, açık piyasa işlemleri para politikası aracı olarak kullanılmaya başlanmış ve Devlet İç Borçlanma Senetlerinin ikinci el piyasası oluşturulmuştur. Bu uygulamalar finansal piyasaların derinliğinin ve işlerliğinin arttırılması ve finans sektörünün fonksiyonlarını yerine getirebilmesi adına önemli adımlardır. Tablo 3.1.'de finansal sistemin derinliğindeki değişim yıllar itibariyle görülmektedir. Para piyasasında da liberal bir yapılanma ve etkin bir döviz kuru sistemi oluşturulması için Türk Lirasına Konvertibilite getirilmiştir (Karluk, 1997: 387.).

Ekonomik birimlerin yabancı para birimi ile işlem yapmalarının önü açılmıştır. 1981 yılında yayımlanan tebliğ ile birlikte TCMB'ye TL ile yabancı para birimleri arasında pariteyi belirleme yetkisi devredilmiştir. Bu durum TCMB'nin döviz kurlarını ulusal ve uluslararası ekonomik değişkenlerde meydana gelen değişime göre belirleme yetkisine sahip olması anlamına gelmektedir. 5 Nisan 1994 Ekonomik İstikrar Paketi dâhilinde kurların belirlenmesine yönelik daha liberal bir yapılanmaya gidilmiştir. Bu kapsamda bankalar, özel finans kuruluşları ve yetkili müesseseler döviz kurunu serbestçe belirleyebileceklerdir. Serbestlik sağlanmasıyla birlikte döviz piyasadaki en büyük alıcı ve satıcı olan TCMB kurlar üzerinde asıl belirleyici faktör olmaya devam etmiştir. TCMB'nin gerekli görüldüğü hallerde kurların belli bir bant içinde hareket etmesine yönelik olarak müdahalelerde bulunmuştur. Çalışma açısından istikrara yönelik bu müdahaleler önemlidir. Bu gelişmeler ileriki yıllarda TCMB'nin finansal istikrarı gözetecek şekilde para politikası belirlemesinin *alt yapısını oluşturmaktadır* (Cizre ve Yeldan, 2005: 393-4).

Tablo 3.1:Toplam Mali Varlıklar 1980-1990[1]

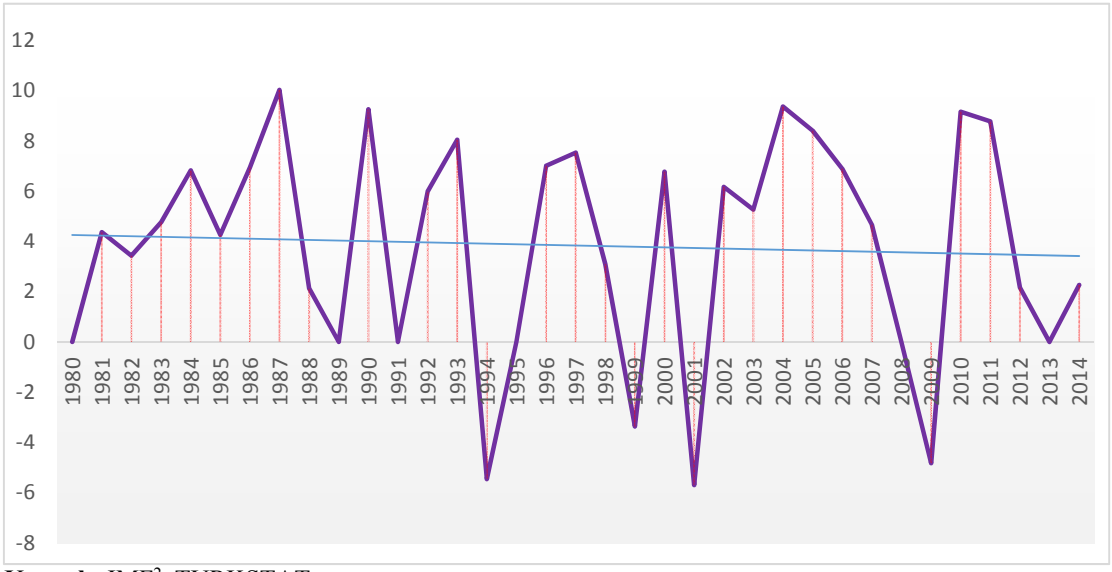
1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
15.6	18.3	23.1	23.4	24.0	28.2	27.6	30.4	27.7	29.4	28.7

Kaynak: Binay ve Kunter (2000: 25)

[1]Emisyon+ Toplam Mevduatlar +Toplam Menkul Kıymetler/ GSMH

Bu sürdürülemez desen çözülmesine çok umuyordum daha yavaş oldu. Sadece 1999 yılı Aralık ayında Türkiye'nin yöneticileri sorunun boyutlarını kabul ve oldukça isteksizce IMF ile döviz kuruna dayalı istikrar programı kabul etmedi. Âlimler çok geç bu program çok az olup olmadığı gibi yarışma, ya da kendisi, tasarımı ve uygulanmasında kusurları Türk ekonomisinin zayıflıklarını şiddetlenir. Yine sonuç aynıydı. 2001 yılı başında Türkiye'nin reel GSYİH içinde yüzde 9,4 düşüş ve dolar cinsinden kişi başına düşen gelir de yüzde 30 oranında düşüş kaydedildi (Tunç, Hakan, 2003: 43-49).

Grafik 3.1:GSYH Büyüme Oranı (yüzde değişim)



Kaynak: IMF[2], TURKSTAT

[2]Daha fazla bilgi almak için: http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/weorept.aspx?pr.x=30&pr.y=4&sy=1980&ey=2014&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=186&s=NGDP_RPCH%2CBCA_NGDPD&grp=0&a=

3.1.1. Merkez Bankası reformlar

Ekonomik yapılanmanın daha liberal bir hale getirilmesi ile birlikte para politikası ve dolayısıyla T.C. Merkez Bankasının etkinliğinin sağlanmasına yönelik olarak bu dönemde yapılan bir düzenleme de zorunlu karşılık oranlarının yeniden düzenlenmesidir. 1970'li yıllarda zorunlu karşılık oranları kısmi olarak para arzı ve kredilerin kontrolünde kullanılabilmiş ancak bu dönemde yine enflasyon ve kamusal finansman problemleri aracın etkin kullanımını zorlaştırmıştır. 1980-1986 arası dönem uygulamasına bakıldığında ise, zorunlu karşılık oranlarının yüksek düzeylerde seyrediyor olması bankaların yükümlülüklerini yerini getirmesini zorlaştırmış ve dolayısıyla gerçekte zorunlu karşılıkların olması gerekenden düşük olmasına neden olmuştur. Zorunlu karşılıkların T.C. Merkez Bankası neznindeki hesaplara yatırılma süresi 6 haftayı kapsaması da aracın etkinliğini azaltmıştır. İlgili bu iki durum para politikasının parasal tabanı ve parasal büyüklükleri etkilemesini zorlaştırmıştır (Akçay, Cevdet, 2003: 179-181).

Alınan kararın gecikmeli olarak parasal büyüklükler üzerinde etkisinin meydana gelmesi istenilen etkinin gerçekleştirilmesini zorlaştırmıştır. Dönemin sonu itibariyle zorunlu karşılık aracının ve dolayısıyla para politikasının etkinliğini attıracak bir takım düzenlemeler gidilmiştir. Bu bağlamda zorunlu karşılıkların yatırılma süresi kısaltılmış, karşılık oranları ve zorunlu karşılıklarının yatırılmasında yaşanan gecikme durumunda alınan faizler de arttırılmıştır. Dönemin en önemli özelliği, uzunca bir süredir T.C. Merkez Bankasının para politikasında etkinliği sağlayamamasına neden olan kamu açık finansmanının doğrudan T.C. Merkez Bankası kaynakları ile karşılanmasını önlemeye yönelik uygulamadır. Bu dönemde Hazine'nin doğrudan piyasaya yönelik olarak bono ve tahvil satışı uygulamasına başlanmıştır. Para politikası uygulamasının, *kamusal açık finansmanı dışına çıkartılmaya* başlanması, etkinlik adına önemli bir adımdır. Banka rezervlerinin izlenmeye başlanması, açık piyasa işlemleri ile kontrol altında tutulması ve likidite açığı olan bankaların bu açığı likidite fazlası olan bankalardan karşılamasına yönelik olarak interbank (bankalara arası) para piyasası uygulaması Nisan 1986.da yani

yine bu dönemde başlamıştır. Bankalar arası para piyasasının oluşması ve işler hale gelmesi ile TCMB bankaların rezervlerini kontrol etmeye başlamıştır (Akyüz, Yılmaz and Boratav. 2003: 1549-66).

Ayrıca bankalar arası para piyasası, para arzının kontrolüne yönelik politikalara ve banka likit rezervlerini kontrol etmede yeni araçlar oluşturulmasına yardımcı bir olmuştur. T.C. Merkez Bankasının gerçek anlamda merkez bankacılığı yapmasına zemin hazırlayan ve asli işlevlerini kazanmaya başladığı bu gelişmelere ek olarak, Ağustos 1988.de Döviz Efektif Piyasası ve Nisan 1989.da Altın Piyasası oluşturulmuştur. 1986 yılından itibaren bankaların tek düzen hesap planına göre faaliyetlerini muhasebeleştirmeleri uygulaması ise sistemin denetimini ve analiz edilmesini kolaylaştırmıştır (Kesriyeli, 1997:11.).

Liberalizasyon süreci ile birlikte bankaların uluslararası piyasalardaki faaliyetlerinin artması ve finansal sistemdeki gelişmelerle birlikte bankacılık kesiminde yaşanan büyüme, bankaların bağımsız denetimden geçmesi ihtiyacını ortaya çıkarmıştır. Bu kapsamda 1987 yılından itibaren bankaların bağımsız denetimden geçmesi zorunlu kılınmıştır. Denetim T.C. Merkez Bankası ve Hazine kurumlarının istediği kapsamda ve bu kurumlar tarafından seçilen bağımsız denetim firması tarafından yapılmaktadır. Denetim sistemin daha etkin olarak işlemesi için ise 1986 yılında Bankaları Gözetim Müdürlüğü. Kurulmuştur. Denetim sürecinde, T.C. Merkez Bankası bağımsız denetim firmasından gelen raporlar ile birlikte ilgili bankayı kendi bilgi seti ile değerlendirmekte, gerektiği durumlarda bu banka ile diyaloga geçmekte ve böylece sistemi riske sokacak unsurlar büyümeden önlem alınmaya çalışılmaktadır (Binay ve Kunter, 1998: 39.).

T.C. Merkez Bankasının tam olarak özerkliğinin sağlanmaması ve dönemin koşullarının tam olarak merkez bankacılığı ve etkin denetim gözetim için uygun olmamasına rağmen bu tür bir gelişimin yaşanması, ileriye dönük olarak önemli bir başlangıçtır. 1980.li yıllarda yaşanan Liberalizasyon hareketi ile birlikte para ve sermaye piyasalarında kurumsallaşma adına önemli adımlar atılmasından sonra, güçlenmeye ve büyümeye başlayan bankacılık kesimi, 1990 yılından itibaren farklı bir yapıya

kavuşmuştur. Bankacılık sektörüne yönelik denetim ve gözetimin zayıf kaldığı 1990.lı yıllarda banka kurmanın kolaylaştırılmış olması banka sayısının artmasına neden olmuştur. Bu sayı Kasım 2000 krizi öncesi 80.e yaklaşmıştır. Kurulan bu bankaların özellikleri ise sermayelerin yetersiz, küçük ölçekli olmaları ve daha çok ait olduğu grup faaliyetlerini finanse etmeye yönelik çalışmalarıydı (Yay, 2001: 1249.).

Bankacılık kesiminin bu tablosu altında, TCMB'nin para politikası 2000'li yıllara gelindiğinde, enflasyonda ki nispi iyileşme (fiyat istikrarı) ve finansal piyasalarda yaşanan oynaklıkların nispi olarak düşürülmesi (finansal istikrara yönelik politikalar) yine uzun süreli devam ettirilememiştir. T.C. Merkez Bankasının araç ve amaç bağımsızlığının olmaması ve siyasi istikrarın sağlanamaması ile birlikte kamusal açıkların ve açık finansmanı sorunu para politikası uygulamalarının etkinliğini ve dolayısıyla fiyat ve finansal istikrara yönelik olarak kullanımını olumsuz yönde etkilemeye devam etmiştir. 1990'lı yıllarda, kamunun yoğun olarak ticari bankalardan finansmana gitmesi ve genel disponibilitenin devlet iç borçlanma senetleri şeklinde tutulmasına yönelik düzenlemelerin yapılması da bankacılık kesiminin kırılganlığını arttırmıştır. Sonuçta ise tam mevduat sigortası ve yüksek faiz getirisi altında, dış kaynak aracılığıyla banka portföylerinin ağırlıklı olarak kamu kağıtlarından oluşması, kur riskini arttırmış ve bankacılık sisteminin kamu finansman aracı halini gelmesine neden olmuştur (Alper, C. Emre ve Öniş. 2003: 5-26).

3.1.2. Bankacılık Sektörü Reformları

Bankacılık sektörünün gelişmesi ve yurt içi tasarruf düzeyinin arttırılmasına yönelik olarak 1981 yılında yürürlüğe giren 70 sayılı Kanun Hükmünde kararname ve 1985 yılında bu Kararnamenin 3182 sayılı Kanun haline gelmesi önemlidir. Temelde bu Kanun bankacılık kesimine girişi kolaylaştırırken, Mevduat Sertifikası uygulaması ile de sistem içinde olmayan (yastık altı) kaynakları sisteme çekmeyi amaçlamıştır (Çolak,2007:.191.). 1980 öncesi Kamunun güdümünde ve kamusal ağırlığın yüksek olduğu bankacılık kesiminde yaşanan gelişmelerden sonra özel sektörün ağırlığı artmaya

başlamış, yabancı bankaların ve ticari banka sayısında hızlı artışlar olmuştur. 1980-1990 döneminde 8'i yabancı olmak üzere 19 ticari banka kurulmuştur. Ayrıca 4.ü yabancı sermayeli olarak 8 kalkınma ve yatırım bankası kurulmuş ve Türk bankaları yurtdışında şube açmış, banka kurmuş veya iştiraklerde bulunmuştur. Bu gelişmeler, bankacılık kesiminde belli bir oranda rekabetin oluşmasına, sistemin derinliğinin ve etkinliğinin arttırılmasına katkı sağlamıştır (Günal, 2006:161.).

3.2.FIYAT İSTIKRARI ALTINDA PARA POLITIKASI 2010 ÖNCESI

Kriz sonrası dönem Türkiye ekonomisi için bir dönüm noktası olmuş ve krizlerin ardından merkez bankacılığı da dâhil olmak üzere ekonominin birçok alanında kalıcı yapısal bir dönüşümün sağlanması hedeflenmiştir. Bu kapsamda, 2001 yılının Mayıs ayında "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" uygulanmaya başlanmıştır. Program ile bankacılık sektörüne ilişkin tedbirler alınarak finansal piyasalardaki belirsizliğin azaltılması, faiz oranları ile döviz kurlarında istikrarın sağlanması, makroekonomik politikaların enflasyonla mücadelede etkin bir şekilde kullanılması ve sürdürülebilir büyüme ortamının oluşturulması amaçlanmıştır (Seabrooke, 2006; Baker,2002: 4-5).

Yapısal dönüşüm sürecinin önemli ayaklarından birini TCMB Kanunu'nda yapılan değişiklikler oluşturmuştur. Yeniden düzenlenen 1211 sayılı TCMB Kanunu ile(Özatay ve Sak 2003):

- Bankanın temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu ifade edilmiş,
- Bankaya, uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan belirleme yetkisi verilmiş; böylelikle araç bağımsızlığı sağlanmış,
- Banka, fiyat istikrarı temel amacının yanı sıra finansal sistemde istikrarı sağlayıcı tedbirleri almakla görevlendirilmiş,
- Bankanın fiyat istikrarı amacı ile çelişmemek kaydıyla hükûmetin büyüme ve istihdam politikalarını destekleyeceği hükme bağlanmıştır.

Yaşanan bu yeniliklere ilave olarak TCMB'nin Hazineye ve diğer kamu kuruluşlarına avans ve kredi vererek kamu açıklarını finanse etmesi uygulamasına yasal olarak son verilmiştir. Ayrıca Para Politikası Kurulu (PPK) oluşturularak para politikası kararlarının daha kurumsal bir yapı içinde alınması yönünde önemli bir adım atılmıştır. TCMB, 2002 yılında temel hedefi olan fiyat istikrarını sağlamak amacıyla örtük enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya başlamıştır. TCMB, bu dönemde açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için ön koşulların tesisini amaçlamış, para politikasının kurumsal alt yapısının iyileştirilmesi konusunda önemli adımlar atmıştır. Bu süreç içinde TCMB, kurumsal çerçevesini etkinleştirmiş, iletişim politikasını daha net bir şekilde ortaya koymuş, bilgi setini genişletmiş ve enflasyon öngörü yöntemlerini geliştirmiştir (Özatay, F. 2004).

Bu dönemde enflasyon hedefleri yıllık bazda Hükûmet ile birlikte saptanmıştır. TCMB, 2002-2005 yılları arasında uyguladığı örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde faiz oranlarını temel politika aracı olarak seçmiş, para tabanını da ek bir çapa olarak belirleyerek enflasyon hedeflerinin güvenirliğini artırmayı amaçlamıştır. Faiz oranları ve parasal tabana ilave olarak bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması sonucunda ortaya çıkan likidite fazlalığını açık piyasa ve bankalar arası para piyasası işlemleri ile çekmeye çalışmıştır. Bu dönemde TCMB, bağımsızlığın beraberinde getirdiği hesap verme sorumluluğu çerçevesinde uygulanan politikaların etkinliğini sağlamak amacıyla şeffaflığı artırıcı politikalar izlemeye başlamış, para politikası ve faiz oranlarına ilişkin kararlar ve kararların gerekçeleri detaylı basın duyurularıyla açıklanmaya başlanmıştır (Uygur, E., 2001: 7-8).

Ekonomide gerçekleştirilen yapısal dönüşüm hamleleri ve TCMB'nin örtük enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamaları neticesinde enflasyon, 2002 yılından sonraki dört yıl boyunca hedeflerin altında gerçekleşmiştir. Bununla birlikte, enflasyon 2004 yılında yüzde 9,3 seviyesine inerek 30 yıllık bir sürecin ardından ilk defa tek haneli sayılara gerilemiştir. 2005 yılı, açık enflasyon hedeflemesi rejimi öncesinde "geçiş yılı" olarak ilan edilmiş ve bu yıl içinde rejimin gerektirdiği teknik hazırlıklar tamamlanmıştır. 2005 yılında ayrıca enflasyonun belirgin bir şekilde düşürülmesi ve

düşük enflasyon oranlarının süreklilik kazanacağına olan güvenin artması ile birlikte Cumhuriyet tarihinin en çarpıcı ve önemli ekonomik kararlarından biri verilerek Türk lirasından altı sıfır atılmıştır. Hazırlık döneminde para politikasının daha da kurumsallaşması yönünde atılan adımlar, para politikası stratejisi uygulamasını açık enflasyon hedeflemesi rejimine bir kademe daha yaklaştırmıştır (Somcağ S. 2006: 32).

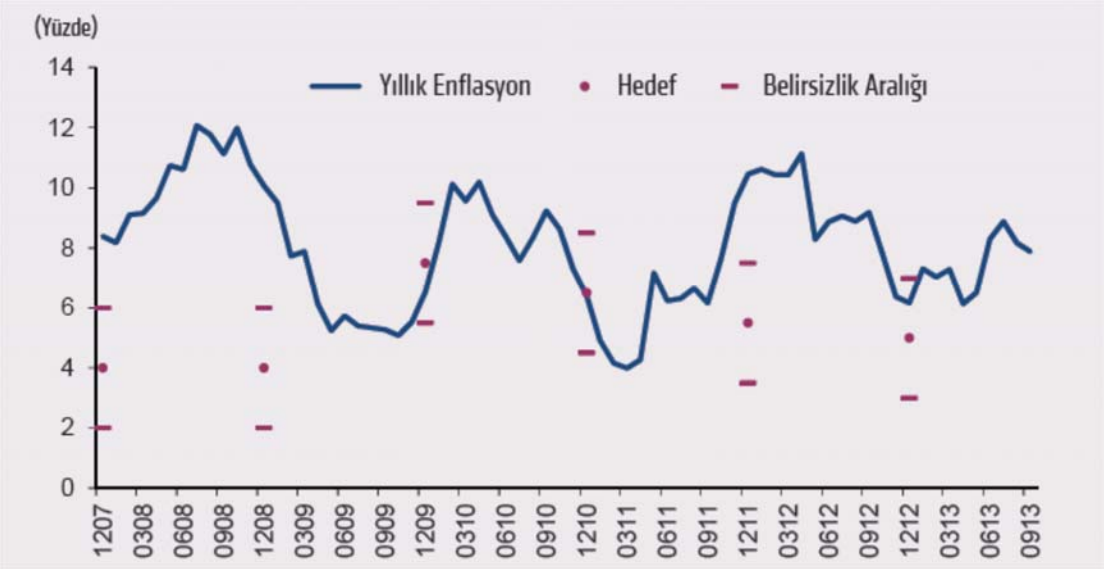
Yeni rejime geçiş sürecinde para politikasının öngörülebilirliği belirgin ölçüde artırılmış, kurumsal altyapı ve şeffaflık konusunda önemli gelişmeler yaşanmıştır. Şeffaflığın artırılması konusunda; PPK toplantı tarihleri önceden ilan edilmeye ve PPK kararları gerekçeleri ile birlikte kamuoyu ile paylaşılmaya başlanmıştır. TCMB 2006 yılında, enflasyon hedeflemesi rejimi için gerekli ön koşulların büyük oranda gerçekleşmesini göz önünde bulundurarak açık enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya başlamıştır. Açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi ile birlikte; Enflasyon hedefi olarak TÜFE'nin yıllık yüzde değişimi ile hesaplanan yılsonu enflasyon oranının kullanılmasına karar verilmiştir. Enflasyon hedefleri, hükûmetle birlikte orta vadeli bir bakış açısı ve üç yıllık hedef ufkuyla nokta hedef olarak belirlenmeye başlanmıştır. Para politikasının kontrolü dışındaki unsurlar nedeniyle enflasyonun zaman zaman hedeflerden önemli ölçüde sapabileceği göz önünde bulundurularak her iki yönde 2 yüzde puanlık belirsizlik aralığı oluşturulmuştur (Terav ,2008e).

TCMB, şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkeleri gereğince, enflasyon hedeflerinden sapılması veya sapma olasılığının ortaya çıkması halinde, söz konusu sapmanın nedenlerinin ve alınması gereken önlemlerin hükûmete bildirilmesi ve kamuoyuna açıklanması amaçlarıyla "Açık Mektup" düzenlemeye başlamıştır. Yılsonu enflasyon hedefinden aşırı sapma durumunda sapmaya yol açan nedenler ve alınması gereken önlemler Enflasyon Raporu aracılığı ile kamuoyuna açıklanmaktadır. Para politikasına olan güvenin sarsılmaması ve böylece enflasyon hedeflerinin beklentileri etkileme gücünün azalmaması için belirlenen hedeflerin değiştirilmemesi esas olmakla birlikte geniş çaplı doğal afet ve savaş gibi olağanüstü gelişmelere veya para politikasının kontrolü dışındaki unsurlara bağlı olarak hedeflerden çok büyük ve uzun süreli sapmalar

görüleceğinin belirlenmesi halinde hedeflerin yine hükûmet ve TCMB'nin ortak kararı ile yeniden belirlenmesine karar verilmiştir. Faiz oranına ilişkin kararlar PPK tarafından, önceden kamuoyuna duyurulmuş bir takvim çerçevesinde yapılan aylık toplantılarda oylanarak alınmaya başlanmıştır. Açık enflasyon hedeflemesi rejimi ile birlikte sistemin ayrılmaz bir parçası olan iletişim politikası çerçevesinde; Genel makroekonomik gelişmelerin ve enflasyonu etkileyen genel unsurların değerlendirmelerinin yapıldığı ve enflasyon tahminlerinin yer aldığı Enflasyon Raporu para politikasının temel iletişim aracı olmuştur (Kenc, Turhan, ve Yildirim:2011:4).

Enflasyon hedeflemesine geçilen 2006 yılının ilk aylarından itibaren Türkiye ekonomisi uluslararası konjonktürden kaynaklanan bir dizi şokla karşılaşmıştır. Büyük ölçüde para politikasının denetimi dışındaki unsurlardan kaynaklanan ve uzun süre kalıcı olan bu şoklar rejimin ilk üç yılında enflasyon hedeflerinin aşılmasına neden olmuştur. İlk olarak 2006 yılının Mayıs-Haziran döneminde küresel likidite koşullarının gelişmiş ülkeler lehine değişmesi ve risk algılamalarındaki değişimin etkisi ile Türkiye gibi gelişmekte olan ülke ekonomilerinden sermaye çıkışları yaşanmıştır. Öte yandan kuraklık sonucunda gıda fiyatlarında yaşanan artışlar da enflasyonun ciddi biçimde yükselmesine neden olmuştur (TCMB 2011: 14).

Grafik 3.2: Yıllık Enflasyon Oranı (TÜFE), Hedef ve Belirsizlik Aralığı



Kaynak: TUİK, TCMB

Sonuç olarak enflasyon oranı 2006 yılının Nisan ayından itibaren hedefle uyumlu patikadan gittikçe uzaklaşmış ve yılsonu enflasyon oranı yüzde 9.7 oranında gerçekleşerek yılı yüzde 5'lik hedefin oldukça üzerinde bir seviyede tamamlamıştır.
Yaşanan kuraklık, 2007 yılında arz yönlü bir şok oluşturmuş, dünyada artan gıda talebi ve tarımsal emtia fiyatlarındaki artışlar nedeniyle gıda fiyatları olumsuz etkilenmiştir. Bununla birlikte, enflasyondaki düşüşü engelleyen diğer önemli bir unsur ise enerji fiyatlarında yaşanan büyük artışlar olmuştur. Yaşanan tüm olumsuz gelişmeler ile 2007 yılı sonunda enflasyon, yüzde 8.4 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2007 yılında tüketici enflasyonunu olumsuz etkileyen arz yönlü unsurlar 2008 yılının başında da etkisini devam ettirmiştir. Bu gelişmeler neticesinde (Yılmaz, 2008: 6);

2007 yılı boyunca kontrol altında tutulabilen enflasyon beklentileri, 2008 yılı Mart ayından itibaren yükselmeye başlamış ve enflasyon, 2008 yılını yüzde 10,06 seviyesinde tamamlamıştır. Öte yandan, açık enflasyon hedeflemesi rejiminin ilk iki yılında yılsonu enflasyon hedeflerinin belirgin olarak aşılması ve 2008 yılında da hedefin aşılacağının yılın yarısına gelindiğinde öngörülebilmiş olması nedeniyle, enflasyon hedeflerinin beklentileri şekillendirmedeki gücü belirgin olarak azalmıştır.

TCMB, enflasyon beklentilerini tekrar kontrol altına almak ve uygulanan rejime güvenilirliği yeniden tesis etmek amacıyla, Haziran 2008'de, Hükûmet ile birlikte 2009 yılı ve sonrası için enflasyon hedeflerini yukarı yönlü olarak revize edilmesini kararlaştırmıştır. Bu kapsamda enflasyon, hedefleri 2009 yılı sonu için yüzde 7,5 ve 2010 yılı sonu için yüzde 6,5 olarak güncellenmiş, 2011 yılı için ise yüzde 5,5 olarak belirlenmiştir (TCMB 2012:26).

Gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında başlayıp 2008 yılı son çeyreğinden itibaren tüm dünyayı kapsayacak şekilde derinleşen küresel krizin yansımaları, azalış göstermekle birlikte 2009 yılı boyunca da etkisini sürdürmüştür. 2008 yılı son çeyreğinden itibaren, toplam talepteki sert daralma ve emtia fiyatlarında gözlenen düşüş bütün dünyada enflasyon oranlarının hızla gerilemesine yol açmıştır. Bu dönemde Türkiye'de de benzer bir eğilim gözlenmiştir. Bu çerçevede, enflasyon 2009 yılını yılsonu hedefinin 100 baz puan altında yüzde 6,5 seviyesinde tamamlamıştır. Tüm bu gelişmeler karşısında TCMB, aktif bir politika izleyerek kriz sürecinde iktisadi faaliyet üzerinde oluşabilecek tahribatı sınırlamaya odaklanmıştır. Bu kapsamda TCMB, 2008 yılı Kasım ayında parasal genişleme sürecini başlatmış ve gelişmekte olan ülkeler içinde faiz indirimlerine en erken başlayan merkez bankaları arasında yer almıştır (Sarıkaya, vd,2005:19).

2009 yılında enflasyonun hedefin altında kalma ihtimalinin arttığını öngören TCMB, önden yüklemeli bir strateji izleyerek bu dönemde enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler içinde en fazla faiz indirimine giden merkez bankası olmuştur. 2010 yılında küresel ekonomi kademeli olarak toparlanmaya devam etmiş, gelişmiş ekonomilerde daha yavaş ve kırılgan bir görünüm arz eden bu süreç, gelişmekte olan ekonomilerde daha hızlı ve istikrarlı biçimde gerçekleşmiştir. Krizin etkilerinin hafiflemesini ve iktisadi faaliyetteki toparlanmayı dikkate alan TCMB, kriz sırasında alınan likidite önlemlerinin geri alınmasını ve para politikasının operasyonel çerçevesini normalleştirmeyi içeren "Çıkış Stratejisi'ni 14 Nisan 2010 tarihinde açıklamıştır. Çıkış stratejisi kapsamında, piyasadaki likidite kademeli olarak azaltılırken piyasadaki likidite koşullarının öngörüldüğü şekilde gelişmesiyle Mayıs ayında teknik faiz ayarlaması

sürecinin ilk adımı atılarak bir hafta vadeli repo ihale faiz oranlarının politika faiz oranı olarak belirlenmesine karar verilmiştir (Yılmaz, 2008: 11).

TCMB, fiyat istikrarı sağlama ve sürdürme öncelikli amacı ve finansal istikrarı gözetmek görevi doğrultusunda, makro finansal riskleri kontrol altında tutmaya yönelik olarak diğer para politikası araçlarını da aktif şekilde kullanmaya başlamıştır. Ekonomideki canlanma ile birlikte 2010 yılının ilk aylarında yıllık yüzde 10 seviyesinin üzerine çıkan enflasyon oranı uygulanan Para Politikası Çıkış Stratejisinin etkisiyleyılı hedefin 10 baz puan altında yüzde 6,4 seviyesinde tamamlamıştır (Başçı ve Kara : 2011: 26).

Tablo3.2: Para Politikası Çerçevesi

	Eski Dönem (2010 öncesi)	**Yeni Dönem (2010 sonrası)**
Amaçlar	Fiyat İstikrarı	Fiyat İstikrarı Finansal İstikrarı
Araçlar	Faiz Politikası	Yapısal Araçlar Koonjonktürel Araçlar -Politika Faizi -Likidite Yönetmi -Faiz Koridoru

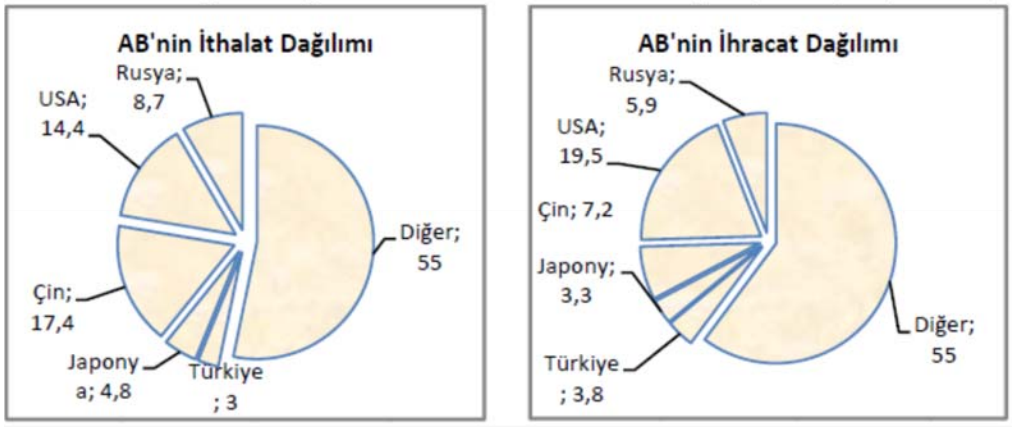
Kaynak: TCMB, 2013 yılı Para ve Kur Politikası, 2012, s.2

3.2.1. Büyük Finansal Kriz ve TCMB Post-Kriz Etkisi

Küresel Mali kriz en derin olarak Kıta Avrupa'sında ve Amerika'da hissedilmiştir. Hala da atlatılabilmiş değildir. Türkiye'nin toplam ihracatının yüzde 50'ye yakını bu bölge iledir. AB'nin ise toplam ihracatının yüzde 3.8'i ve toplam ithalatının da yüzde 3'ü Türkiye iledir (Grafik 3.3.). Yani Türkiye, bölge ile yakın ticari ilişkiler içindedir. Krizle birlikte dış âlem talebi zayıfladığı için Türkiye'nin toplam ihracatı 2008 yılının üçüncü çeyreğinde hızla düşmeye başladı (Grafik 3.3.). Türkiye Ekonomisi Eylül 2008'de yıllık 136 Milyar Dolar ihracat hacmine ulaştıktan sonra,

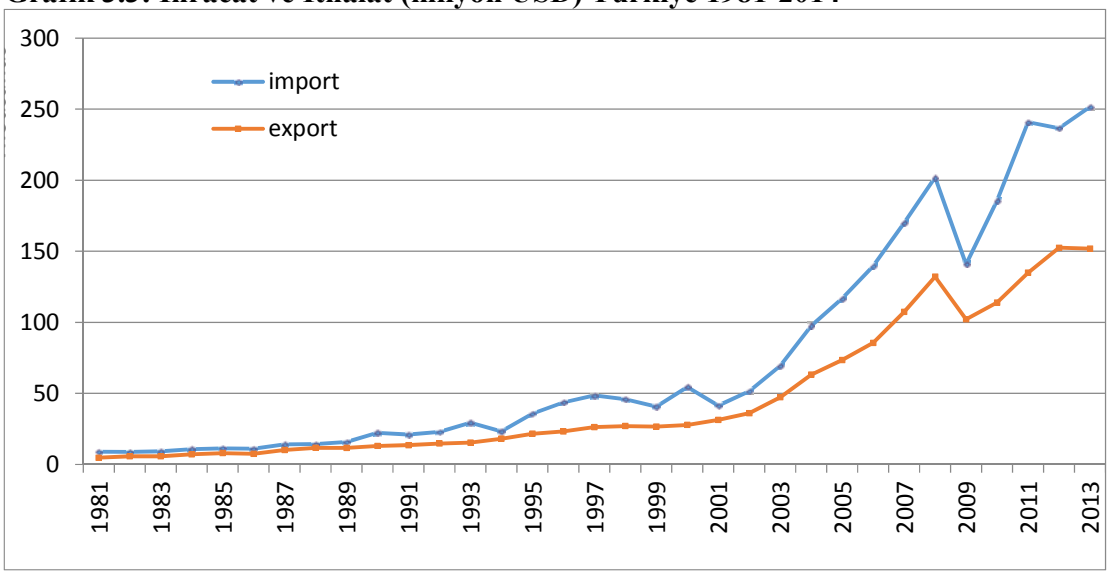
krizle birlikte Aralık 2008'de yıllık 83 milyar Dolar'a kadar düşmüş ve kriz öncesi ihracat hacmine ancak Şubat 2011'de kavuşmuştur. Aynı dönemde ithalat hacminde de sert düşme görülmesine rağmen, krizden çıkışta ülke içi talep canlı olduğundan dolayı, ihracata göre daha hızlı toparlanıp zaman içinde aradaki makası (dış ticaret açığı) Türkiye'nin aleyhine açmıştır (TCMB, Enflasyon Rapor 2010-IV: 6).

Şekil 3.1: Avrupa Birliği'nin İthalat ve İhracat Kompoziyonu (Mayıs 2010)



Kaynak: Ömer Faruk Çolak, Şeytanın Oku Dediği Yazılar, Elif Yayınevi, 2010, s.154

Grafik 3.3: İhracat ve İthalat (milyon USD) Turkiye 1981-2014

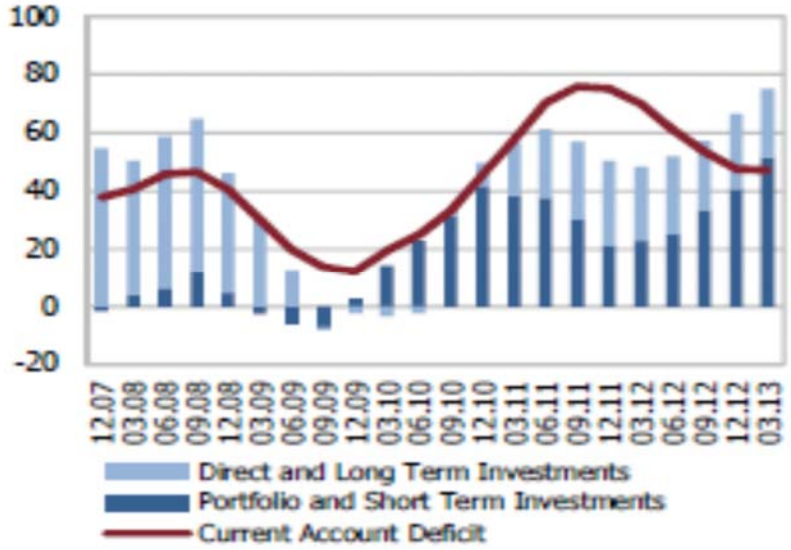


Kaynak: TCMB

Küresel kriz Türkiye'yi sadece dış ticaret üzerinden değil, ülkeye gelen doğrudan yabancı sermaye yatırımları yönüyle de etkilemiştir. Krizden önce Türkiye'ye gelen doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının %76.8 kadarı AB kökeni yatırımlardır. Dolaysıyla krize giren bu bölgeden kriz öncesi gibi doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının gelmesini beklemek pek olası görünmemektedir (Çolak 2010: 151).

Doğrudan yabancı sermaye yerine krizden sonra küresel risk iştahındaki azalmaya bağlı olarak ülkeye gelen kısa vadeli sermaye girişinde yüksek artışlar yaşanmış ve gelen sermaye cari işlemler hesabının oluşturduğu açığı telafi etmiştir. Yani, küresel krizden sonra cari açığın temel finansman bileşenlerinde bir değişiklik meydana gelmiştir. Grafik 3.5'de görüldüğü gibi krizden önce Doğrudan Yabancı Yatırımlar (DYY) ile büyük oranda finanse edilen cari açık, 2009'un son aylarından itibaren, DYY'nin açığı finanse etmesi devam etse de, giderek kısa vadeli sermaye girişleri ve portföy yatırımları ile finanse edilmeye başlanmıştır (Seabrooke, 2006; Baker, 2002:4-5).

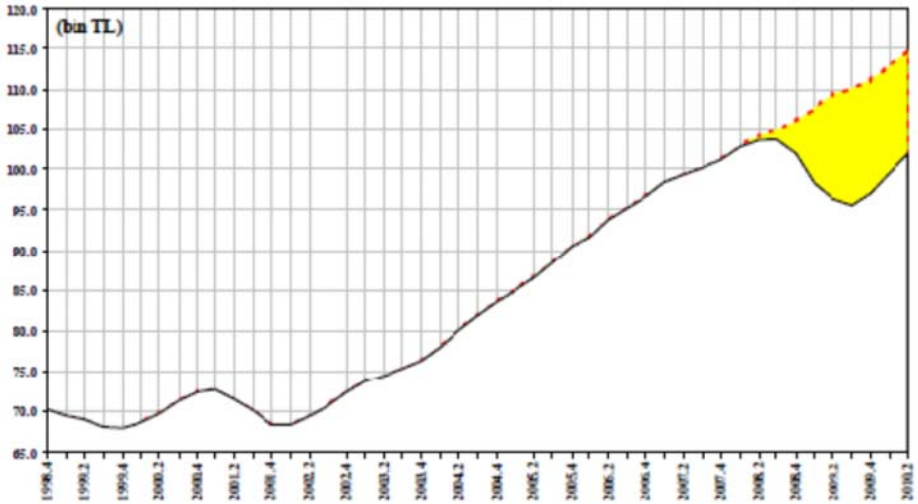
Grafik 3.4: Cari Açığın Finansman Kaynakları



Kaynak: TurkStat

Özetle, Türkiye yurtdışındaki gelişmelere bağlı olarak 2008q3-2009q2 döneminde ciddi bir ekonomik durgunluğa girmiştir. Türkiye'deki finans ve reel sektör kesimlerinde çift haneli kayıplar ortaya çıkmıştır. Buna rağmen Türkiye 2001 krizinden sonra aldığı önlemler sayesinde bu krizde bankacılık kesiminde daha az kırılganlık yaşamıştır. Bir tek banka bile batmamıştır, bankacılık kesimi krizden sağlam çıkmıştır. Sanayi üretimi diğer dünya ülkelerine kıyasla daha sert ama geçici bir şekilde düşmüştür. İşsizlik % 14,6'ya çıkmış; 2010'dan sonra düşme eğilimine girmiş olsa da hala istenilen seviyeye ulaşılabilmiş değildir. Reel üretimin kriz öncesi düzeye gelmesi 2,5 yıl sürmüştür (Kibritçioğlu, 2011: 17)(Grafik 3.6.). Kriz öncesi elde edilen büyüme eğilimi ile kriz şartlarında elde edilen fiili büyüme arasındaki fark potansiyel hâsıla kaybını vermektedir. Grafikteki taralı (sarı) alan kriz dolayısıyla kaybolan topla hâsıla miktarını göstermektedir. Bu alan basit bir integral hesabıyla kolayca hesaplanabilmektedir. Ancak burada bu hesap verilmeyecektir.

Grafik 3.5: Türkiye'de Küresel Krizin Reel GSYİH Cinsinden Bedeli



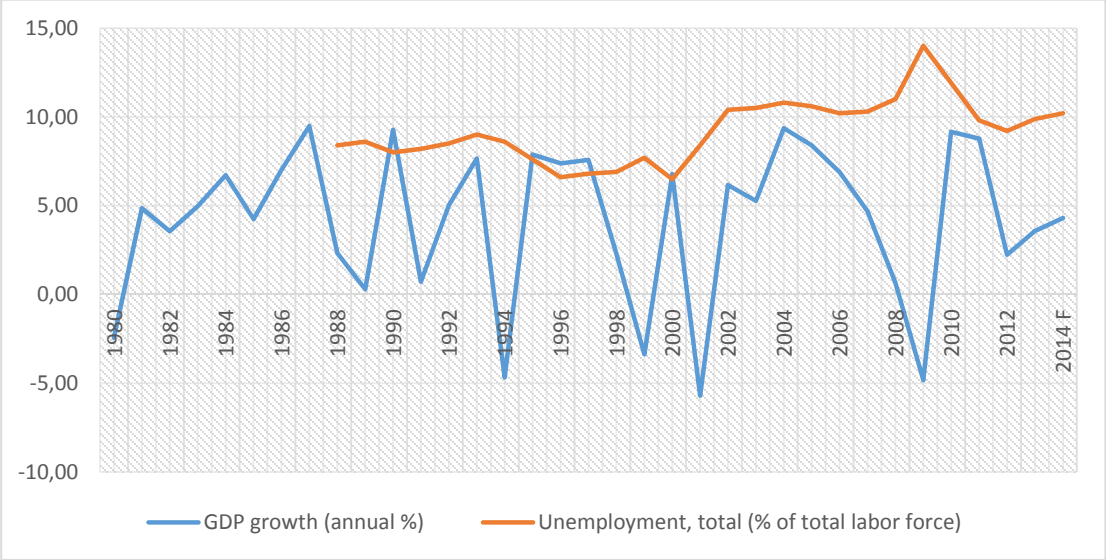
Kaynak: Kıbrıtçıoğlu A., 'Effects of Global Finansial Crisis on Turkey', MPRA Paper, No. 29470, Mart 2011, s.17

Küresel Mali krizin tüm dünyayı kapsayacak boyuta vardığı 2008 yılının son çeyreğinden itibaren tüm ülkeler para ve maliye politikaları ile krizin ağır tahribatını minimuma indirmek için uğraşmışlardır. Keynes politikalar doğrultusunda Türkiye de

para ve maliye politikaları ile krizin negatif etkilerini azaltmaya çalışmıştır. Para politikası uygulamaları olarak TCMB'nin piyasalara likidite desteği verdiğini ve faiz indirimlerine giderek kredi piyasalarının ve finansal sistemin canlı kalması için mücadele ettiğini görmekteyiz. Faiz indirimlerini önden yapan TCMB, 2008 yılının Kasım ayından itibaren yaklaşık bir yıllık süreçte politika faizlerini 1025 baz puan indirmiştir. Bir yıllık süre zarfında yapmış olduğu toplam faiz indirimleri ile gelişmekte olan ülkeler arasında hem en erken faiz indirimine başlayan hem de toplamda en fazla faiz indiren merkez bankası TCMB olmuştur (Başçı ve Kara, 2011: 2). Para politikaları bağlamında bu krizden merkez bankasının aldığı ilk ders, merkez bankasının artık sadece fiyat istikrarını değil, aynı zamanda finansal istikrarı da gözetme görevini yürütmesi gerektiği ve uygun politika araçlarını bu amaçla aktif olarak devreye koyması gerektiğidir.

Maliye politikası cephesinde ise hükümet, dayanıklı tüketim mallarında ve otomotivde vergi indirimlerine giderek daralan talebi canlı tutmaya çalışmıştır. Yapılan vergi indirimleri sonrasında 2009 yılı ilk çeyreğinde yüzde 15.79 seviyesine çıkan işsizlik frenlenmiş, aynı yılın son çeyreğinde yüzde 13,21 düzeyine çekilmiştir. Krizden sonra daralan ekonomi 2009 yılı ilk çeyreğinde dip yaparak yüzde 14.74 oranında daralmıştır. Gevşek para ve maliye politikası uygulamaları sonrasında ekonomik büyüme tekrar artışa geçerek 2009 yılının dördüncü çeyreğinde yüzde 5.86 olmuştur (Grafik 3.6.).

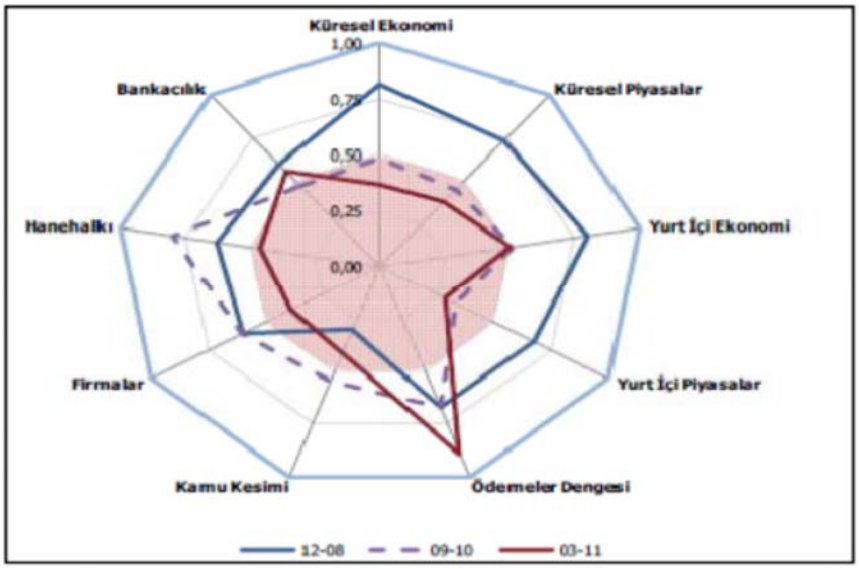
Grafik 3.6: Küresel Krizde Büyüme ve İşsizlik Oranları: Türkiye (1980-2014)



Kaynak: TCMB, World Bank: http://databank.worldbank.org/data/views/reports/chart.aspx (05.06.2014)

Sonuç olarak 2008 küresel krizinin Türkiye'ye olan etkileri tüm iktisadi boyutlarda sıfırlanmamış olsa da Şekil 3.2.'te görüldüğü üzere küresel ekonomi ve piyasalara ilişkin riskler azalma eğilimine girmiştir. Krizin hala sürmeye devam ediyor olmasının en büyük nedeni gelişmiş ülkelerdeki işgücü ve kredi piyasalarının kriz öncesi seviyelerine ulaşmamış olmasıdır (TCMB Finansal İstikrar Raporu, 2011: 5).

Şekil 3.2: Finansal İstikrarın Macro Gösterimi (2011)



Kaynak: TCMB Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2011, s 5

3.3. FINANSAL İSTIKRARI ILE DÜZELTILMIŞ PARA POLITIKASI

2008 Küresel Mali krizi hem merkez bankacılığında hem de geleneksel para politikaları yaklaşımında köklü değişiklikler meydana getirmiştir. Merkez bankaları artık kurala bağlı mikro öngörü politikasından basirete ve duruma bağlı makro öngörü politikasına (microprudential politikadan macroprudential politikaya) geçmeye başladılar. Küresel krizden önce merkez bankacılığının genel para politikasına bakış açısı şu üç önermede özetlenebilir (Borio, 2011: 2-3):

- Birinci önerme, fiyat istikrarı makroekonomik istikrar için yeterlidir.
- Eğer merkez bankası kısa bir dönem içinde enflasyonu istikrara kavuşturmayı başarırsa, ekonominin sağlam bir yapıya kavuşacağına inanılıyordu. Bunu sağlamanın en iyi yolu da enflasyon hedeflemesi rejimiydi. Kullanılacak politika aracı da kısa vadeli faiz oranlarıydı.

- İkinci önerme, para politikasının ekonomiye olan etkisini aktarmak için kısa vadeli faizler yeterlidir.

Bu yolla gecelik borçlanma faiz oranları dâhil diğer tüm faizlerin kontrol altında tutulacağına inanılıyordu. Merkez bankalarının Japonya örneğinde görüldüğü gibi sıfır faize zorlanmaları sonucu "likidite tuzağına" düşebilecekleri olasılık dâhilinde değerlendirilmiyordu. Oysa Olivier Blanchard, 2003 yılında Avrupa'yı da Japonya benzeri bir likidite tuzağının beklediğini haber veriyordu (Blanchard, 2002: 7).

- Üçüncü önerme, eğer her merkez bankası kendi ekonomisinin sorunlarını kendisi çözerse, küresel para politikası da sağlam yere basacaktır.

Her kurum kendisi sağlam olursa, tüm finansal sistem sağlam olur. Bu bağlamda merkez bankalarının yapması gereken tek şey kendi ülke ekonomilerinde fiyat istikrarını sağlamak ve döviz kurlarının serbest dalgalanmasına izin vermekti (Rose, 2007: 663-681).

Mali krizle birlikte üzerinde ittifak edilen bu üç önerme tartışmalı hale gelmiştir. Krizden sonra üzerinde uzlaşılan homojen bir para politikası önermesi olmadığı gibi öne sürülen çözümler de henüz tartışılmaktadır. Krizden sonra üzerinde fikir birliğine varılan konular şunlardır:

- Birincisi, düşük ve istikrarlı enflasyon finansal ve makroekonomik istikrarı garanti etmemektedir.
- İkincisi, merkez bankalarının krizin enkazını para politikaları ile çözmeye çalışmaları hem çok maliyetli olmakta hem de bunu sadece faiz politikası ile yapmaya çalışmaları yeterli gelmemektedir. Genel ekonomi teorisinde bilinenin aksine sert faiz indirimleri ekonomik canlandırmaya yetmemiş ve krizin ortaya çıkardığı maliyetleri yeterli derecede telafi edememiştir.

- Üçüncüsü, merkez bankalarının liderliğinde, regülasyonlar ve finansal kurumların gözetim ve denetimi mikro yaklaşımlardan makro yaklaşımlara taşınmalıdır (Borio, 2009).

Bunun anlamı regülasyonların ve finansal düzenleme ve denetimlerin kurumların bireysel olarak ele aldıkları bir konu olmaktan çıkıp küresel ölçekte ele alınmasıdır (Borio, 2011:4). Krizden sonra üzerinde uzlaşı sağlanamayan konular da şunlardır: Finansal dengesizliklere karşı parasal rejimler ne ölçüde, nasıl ve ne kadar süreli uygulanmalıdır. Para politikası, faizleri mi yoksa merkez bankası bilançosunu mu hedeflemelidir. Krizden önce izlenen para politikasının finansal krize katkısı ne kadardır. Bu yaklaşım ve dönüşümlerden, küresel mali krizden önce oldukça rahat olan merkez bankacılığının temellerinin son krizle birlikte şiddetli şekilde sarsıldığı ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda geleneksel merkez bankacılığı bir daha asla kriz öncesi aldatıcı rahatlığı elde edemeyecektir (Goodhart, 2010: 25-31) Artık merkez bankacılığı krizden önceki gibi sadece fiyat istikrarı temel amacı için enflasyon hedeflemesi uygulayan kurumlar olamayacaktır. Krizden sonraki birkaç yıl merkez bankacılığının deneme-yanılmalarla kendisi için en doğru rotayı bulmaya çalışılacağı bir zaman dilimi olacaktır. Bu bağlamda merkez bankaları krizden sonra sadece fiyat istikrarı hedefi için değil aynı zamanda finansal istikrar hedefi için de politika yürütmek zorunda kalacaklardır.

Ayrıca küresel mali krizin merkez bankacılığı ve para politikası bağlamında yaptığı önemli değişikliklerden bazıları da şunlardır: Krizle beraber dalgalı kur rejimi, Dolar'ın rezerv para olması, sabit kur sistemleri ve enflasyon hedeflemesi para politikalarının öncelikli konusu olmaktan çıkarken; bunların yerine yönetilen kur sistemleri, çok sayıda paradan oluşan rezerv paralar ve finansal istikrar daha öncelikli konular olmaya başlamıştır (Frankel, 2009: 13-17). Özellikle katı enflasyon hedeflemesi rejimi krizden sonra ciddi darbe yemiştir. Oysa krizden önce modern merkez bankacılığının en önemli göstergesi sayılmaktaydı. Krizden sonra enflasyon hedeflemesi rejimini tek başına uygulamak rafa kalkarken, yerini kredi ve varlık balonlarını söndürmeye dayalı finansal istikrar politikaları (macroprudential) aldı. Yani, para

politikasıyla finansal istikrarı birleştiren ve böylece finansal riskleri ortadan kaldıran yeni bir politika karması gündeme gelmeye başladı. Bu politika karmasının en etkili politika araçları olarak repo faizleri, Tobin Vergisi ve zorunlu karşılıklar politikası ön plana çıkmaktadır. Bu politika tüm dünyada geleneksel para ve maliye politikalarının yanında üçüncü bir politika tipi olarak yer almaya başladı.

Krizden sonra gündeme gelen macroprundential araçların finansal riskleri azaltmadaki rolü ampirik çalışmalarla da ortaya konmaya çalışılmaktadır. Bu bağlamda hangi enstrümanların nasıl kullanılması gerektiği analiz edilerek merkez bankacılığına katkı sunulmaktadır. Lim, et. al (2011), macroprudential araçların sistemik riskleri azaltmadaki etkinliğini 49 ülkeyi kapsayan geniş bir ampirik çalışma ile analiz ettiler. Elde edilen analiz sonuçlarına göre en sık kullanılan para politikası araçlarının birçoğu finansal sektörün karşı karşıya kaldığı risk şoklarını azaltmada etkili sonuçlar vermiştir (Lim vd.,2011: 26). Ancak macroprudential politikaların hangi koşullarda etkili bir politika aracı olduğu da önem arz etmektedir. Lim ve diğerlerine göre enflasyon hedeflemesi rejimi için geçerli olan önkoşulların yanı sıra uygun kurumsal çerçeve, güçlü bir kontrol ve denetim mekanizması ve iyi yönetilen makroekonomik politikalar başarılı bir macroprudential politika için hayati önem taşımaktadır. Bu bağlamda Merkez bankalarını bekleyen en büyük tehlike ise finansal istikrara fazlaca dâhil olmaları sonucu şişen bilançoları ve finansal krizden sonra ortaya çıkacak kamu kesimi borçları merkez bankası bağımsızlığını tehdit edecektir. Bununla nasıl mücadele edileceği ise henüz çözüme kavuşturulamamış ucu açık bir tartışmadır (Borio, 2009: 12).

3.3.1. Düzeltilmiş para politikasının yeni araçları

İktisadi değişkenlerin gelecekte olumlu ya da olumsuz sinyal verip vermeyecekleri kendi içinde muğlaklıklar barındırmaktadır. Ancak önceden açıklanan bir değişken bir diğer değişkenin durumuyla ilgili öncü bilgi verebilmektedir. Eksik bilgi sorununu çözmek, öncü bilgi elde etmek ve belirsizliği azaltmak için merkez bankaları düzenli olarak beklenti anketi düzenlemektedirler. Örneğin bir ay sonraki enflasyon

beklentileri anket yoluyla aktörlere sorulmakta ve enflasyon bekleyişleri yüksek çıkıyorsa bu durum olumsuz olarak algılanmaktadır. Sanayi üretim endeksinin artacağına ilişkin bekleyişler de olumlu algılanan bir bilgi olarak kabul edilmektedir.

Beklentilerdeki bu olumlu ve olumsuz tutumun hangisinin baskın olacağı belirleyici olmaktadır. Olumlu göstergeler olumsuz göstergelerden fazlaysa, bekleyişlerin genel ekonomiye dair görüntüsü olumlu sayılmaktadır. Olumlu bekleyişlerin olduğu pozitif ekonomilerde, bireyler ve firmalar tüketim ve yatırımlarını artırmaktadırlar. Bekleyişlerin baskın bir sinyal vermesi gözlenebiliyorsa, belirsizlik düzeyi azalabilmektedir. Belirsizlik durumu artıyorsa bireyler ve firmalar savunma refleksi çerçevesinde nakit taleplerini artırmaktadırlar ve tasarruf etme eğilimine girmektedirler. Spekülatif amaçlı para talebinin durumu ise net değildir ve kendi içinde bir belirsizlik barındırmaktadır. Manipülatör ya da spekülator oyuncular olası bir spekülasyon amacıyla böyle durumlarda para taleplerini artırırlar.

İktisadi belirsizlik bir başka belirsizliğe yol açabilmektedir. Artan bir belirsizlik zamanla kendi kendini besleyen sorunlar yumağına dönüşmekte, ihtiyat güdüsünü tetiklemekte ve tüketim, yatırım kararlarını olumsuz etkilemektedir. Böylesi artan bir belirsizlik ortamında parasal otoritelerin tepkisi önem taşımaktadır. Ancak belirsizlik azalmaya başlarsa tersi bir durum simetrik olmayan biçimde gerçekleşebilmektedir.

Merkez bankaları belirsizliği azaltmaya dönük çeşitli tedbirler almaktadırlar. Uygulayacakları politika araçları bu belirsizliği azaltmaya dönük tasarlanmaktadır. Şeffaflık, hesap verilebilirlik ve yönetişim gibi değerleri benimsemiş merkez bankaları bu aşamada daha etkin karar alacaklardır. Artan güven, kararın da sağlıklı uygulanmasını temin edebilir. Dolayısıyla güven artışının belirsizliği önemli ölçüde azaltacağı söylenebilir.

TCMB, yeni para politikası çerçevesinde fiyat istikrarı ile beraber finansal istikrarı da gözetmeye başladığından, bir takım önemli politika değişikliklerine gitmiştir. TCMB, 2011 yılında finansal istikrar ile ilgili tedbirlerin yanı sıra faiz koridorunu zaman zaman yukarı yönlü genişleterek sıkı para politikası ile fiyat istikrarını korumaya çalıştığını belirginleştirmiştir (TCMB, 2012a: 17). TCMB, faiz koridorunu geniş tutarak ek parasal sıkılaştırmaya gitmiş ve bu dönemlerde tüketici kredilerine olan talep de azalmıştır. Bu bakımdan banka kredileri faiz oranları ile faiz koridoru genişliği arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır. (Kara 2012, s. 9 ve TCMB, 2012). TCMB bu yeni stratejiyle belirsizlik düzeyini yükselterek döviz kurunu daha fazla dikkate almaya başlamış, araç çeşitliliğine gitmiş ve duruma göre politikalara daha fazla ağırlık vermiştir (Gelberi, 2012: 34).

Türkiye'de 20 Mayıs 2010 tarihine kadar TCMB politika faizi ile borç alma faizi yani faiz koridorunun alt sınırı birbirine eşit durumdayken, bu tarihten sonra merkez bankasının haftalık vadede bankalara borç verme faizi politika faizi olmuştur. 29 Kasım 2011 tarihi sonrasında ise TCMB günlük olarak değişen ve koridorda dalgalanan bir politika faizini kullanmaya başlamıştır. TCMB'nin 2010 yılı sonu itibariyle faizin varyansını bir politika aracı olarak kullanmaya başladığı söylenebilir (Akkaya ve Gürkaynak, 2012: 107).

Kara (2012), TCMB'nin 2010 yılı sonrası uyguladığı para politikasını değerlendiren kaynaklardan bir tanesidir. TCMB, 2010 yılı sonrası haftalık repo faizi, faiz koridoru, likidite yönetimi ve zorunlu karşılıkları araç olarak seçmiştir. Krediler ve döviz kurunu aktarım kanalı olarak kabul etmiş ve fiyat istikrarı ve finansal istikrarı birlikte amaçlamıştır. Kara (2012: 15)'ya göre TCMB iletişimini krediler ve döviz kuru üzerinden yapmaya başlamıştır. Kara (2012: 16)'ya göre, TCMB sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde kredi hacmini daraltmaktadır fakat TL'nin değerini de gözetmelidir ve böyle bir ortamda TCMB'nin faizleri yükseltmesi TL'nin daha da değerlenmesine yol açabilmektedir. TCMB, Kasım 2010 ile Ağustos 2011 arasında faiz koridorunu yoğun

sermaye girişlerini takiben aşağı yönlü gevşetmiştir. TCMB, zorunlu karşılıkları yükselterek özel sektöre bankalarca verilen kredileri yavaşlatarak ekonomiyi soğutmaya çalışmıştır. Ağustos 2011 ile Ekim 2011 yılları arasında Euro krizi ve artan belirsizlik ekonominin geneline hakim olmaya başlamıştır. Sermaye girişleri azalmış ve TCMB faiz koridorunu daraltarak kısa vadeli faizlerin oynaklığını azaltmıştır. TCMB belirsizliği azaltarak sermaye hareketlerindeki çıkışı önlemeye çalışmıştır[3].

TCMB Ekim 2011'e kadar piyasayı bir hafta vadeli repo ile fonlamıştır. Ekim 2011'e kadar TCMB ortalama fonlama faizi ile bir haftalık repo faizi aynı düzeyde olmuştur. Fonlama maliyeti, Kasım 2011 sonrası oldukça dalgalı bir seyir izlemiş ve resmi faiz oranının üzerinde seyretmiştir. Örneğin Mayıs 2012 itibariyle politika faiz oranı yüzde 5,75 civarında seyretmiştir. TCMB faiz oranı belirsizliğini yeni ve agresif bir politika aracı olarak kullanmaya başlamıştır. 2010 yılı sonrasında faiz oranı ile beraber krediler ve döviz kuru kanalını da kullanmış ve amacı fiyat ile finansal istikrarı beraber sağlamak olmuştur. IIF (2012: 1)'ye göre, TCMB'nin 2010 sonu itibariyle cari açığı azaltmaya dönük çabaları merkez bankasının faiz oranı yönetimini zorlaştırmıştır.

Türkiye'de TCMB Ağustos 2011 öncesinde makro-ihtiyati sıkılaştırma ağırlıklı politika izlerken, Ekim-2011 sonrasında parasal sıkılaştırma ağırlıklı bir para politikası izlemiştir (Başçı, 2012a: 5). Başçı (2012a)'ya göre TCMB döviz kuru ve beklentilerin fiyat istikrarı ve finansal istikrara etkisinin net olmadığı için kredi büyümesine odaklanmıştır. Ona göre döviz kurundaki artış fiyatları artırmasına rağmen cari açık düzeyini azaltmaktadır. Başçı (2012a)'ya göre TCMB faiz koridorunu genelde dar tutmuş ve kriz öncesinde koridoru aşağı yönlü daraltmıştır. Kriz sonrasında ise koridoru yukarı yönlü genişletip faiz oranının dalgalanmasına izin vermiştir. Başçı (2012a)'ya göre merkez bankası bankaların yurt dışı SWAP işlemleriyle TL almaları yerine merkez

[3]Ekonomilerin temelinin güçlü olmadığı ve büyümenin balonlaştığı zamanlarda sıcak para girişlerinin artması, uzun vadede kırılganlıkları ve riskleri artırmaktadır. İleriki aşamalarda ani çıkış krizi, döviz krizi, bankacılık krizi, borç krizi ya da cari açık krizi yaşanabilmektedir (Blaskiewicz, Schwartzman, Öz, 2012: 21).

bankasından satın almalarının önünü açmak için döviz almış ve rezervlerine eklemiştir. Böylece bankaların yurt dışı borçlanmalarını da azaltmayı hedeflemiştir. TCMB, Türk lirasındaki oynaklığı azaltmak amacıyla zorunlu karşılıklardan yararlanarak otomatik dengeleyici mekanizmasını kullanmıştır.

Başçı ve Kara (2011) cari açığın yüksek düzeylerde seyrettiği Türkiye gibi ülkelerde, kısa vadeli sermaye hareketlerinin yarattığı makroekonomik dengesizlikleri giderebilmek için düşük faiz oranı, yüksek zorunlu karşılık ve geniş bir faiz koridorunun etkili bir para politikası olduğunu vurgulamaktadır. Merkez Bankası, bu yeni stratejiyle yeni ara hedefler tespit etmektedir. Bunlar ise bankaların yurtiçine vermiş olduğu kredi hacmini ve kısa vadeli sermaye girişlerini yavaşlatmak olarak vurgulanmaktadır. Böylece fiyat istikrarı yanında finansal istikrara da katkı sağlayacak aktif yeni araçlardan yararlanılmaktadır.

3.3.2. Türkiye Para Politikası ve Finansal İstikrar Etkilerinin Değerlendirilmesi

Küresel kriz sonrası zayıflayan ekonomilerdeki birçok olumsuz durum merkez bankalarını alternatif çıkış yollarına yöneltmiştir. Özellikle artan risk algısına ek olarak kısa vadeli fon kaynak maliyetlerindeki volatilite en önemli sıkıntı olarak göze çarpmıştır. Bunlara ek olarak merkez bankalarının finansal istikrara daha fazla yönelmeleri, geleneksel araçların yanında alternatif para politikası araçlarını da gündeme getirmiştir. Bu doğrultuda TCMB, 2006'da başlattığı fiyat istikrarı doğrultusundaki enflasyon hedeflemesine ek olarak 2010 yılı sonu itibariyle finansal istikrarı da temel hedef olarak ele alıp bu hedef doğrultusunda para politikası araçlarını kullanmaya başlamış, diğer yandan ise finansal istikrarı zedeleyici risk unsurlarını dikkatlice takip etmeye çalışmıştır (TCMB 2013 Yılı Para ve Kur Politikası, 2012:2).

Tablo 3.3: Para Politikası Çerçevesi

	Eski Dönem (2010 öncesi)	**Yeni Dönem (2010 sonrası)**
Amaçlar	Fiyat İstikrarı	Fiyat İstikrarı Finansal İstikrarı
Araçlar	Faiz Politikası	Yapısal Araçlar Koonjonktürel Araçlar -Politika Faizi -Likidite Yönetmi -Faiz Koridoru

Kaynak: TCMB, 2013 Yılı Para ve Kur Politikası, 2012, s.2

Finansal piyasalardaki kriz sonrası artan risk olgusu doğrultusunda riskler çeşitli unsurlara göre farklılık göstermektedir. Buna göre genişleyici para politikaları, risk algılamalarındaki ani farklılaşmalar ve giderek oynaklaşan sermaye piyasaları bu unsurlardan en önemlileri olarak göze çarpmaktadır. Kriz sonrası küresel likidite hareketleri sonucunda birçok ülkede olduğu gibi Türk ekonomisinde de volatil bir sermaye, döviz ve kredi piyasası oluşmaktadır. Giderek büyüyen kredi piyasasının yanısıra TL'nin aşırı değer kazanması da makroekonomik istikrarı engellemektedir.

Tablo 3.4:Toplam Kredilerin Küresel Kriz Sonrası Seyri (Bin. TL)

Yıllar	**Toplam Krediler**
2008	491.396.996
2009	589.925.978
2010	746.906.164
2011	864.116.422
2012	983.558.890
2013	1.129.048.747

Kaynak: TCMB

Tablo 3.5: TÜFE Bazlı Reel Elektif Döviz Kuru (2003=100)

Yıllar	Döviz Kuru Endeksi
2008	123,19
2009	114,60
2010	126,94
2011	112,32
2012	116,74
2013	117,27

Kaynak: TCMB

TCMB, söz konusu risklerin azaltılması ve piyasa istikrarının sürdürülebilir kılınması için bir takım yeni para politikası araçlarını yürürlüğe koymuştur. Bunlardan ilki olan faiz koridoru uygulaması daha önce de değinildiği üzere faiz oranlarındaki oynaklığın en azından belli bir bantta tutulması açısından önem arz etmektedir. Bilindiği üzere gecelik borç verme ve borç alma faizinin arasında kalan bant olan"faiz koridoruna" ek olarak, TCMB ayrıca piyasayı bir haftalık repo aracılığıyla fonlamaktadır. Bu nedenle bir hafta vadeli repo fonlama faizi "politika faizi" olarak tanımlanmaktadır (TCMB Yıllık Rapor, 2011, 2012: 46).

Tablo 3.6: TCMB Faiz Oranı (%)

Tarih	***Gecelik Faiz Koridoru***		***Geç Likidite Penceresi***	
	Borç Alma	***Borç Verme***	***Borç Alma***	***Borç Verme***
19.12.2008	15	17.5	11	20.5
20.11.2009	6.5	9	2.5	12
17.12.2010	1.5	9	0	12
21.10.2011	5	12.5	0	14.5
21.11.2012	5	9	0	11.75
17.05.2013	3.5	6.5	0	10.25
24.07.2013	3.5	7.25	0	10.25
21.08.2013	3.5	7.25	0	10.25

Kaynak: TCMB

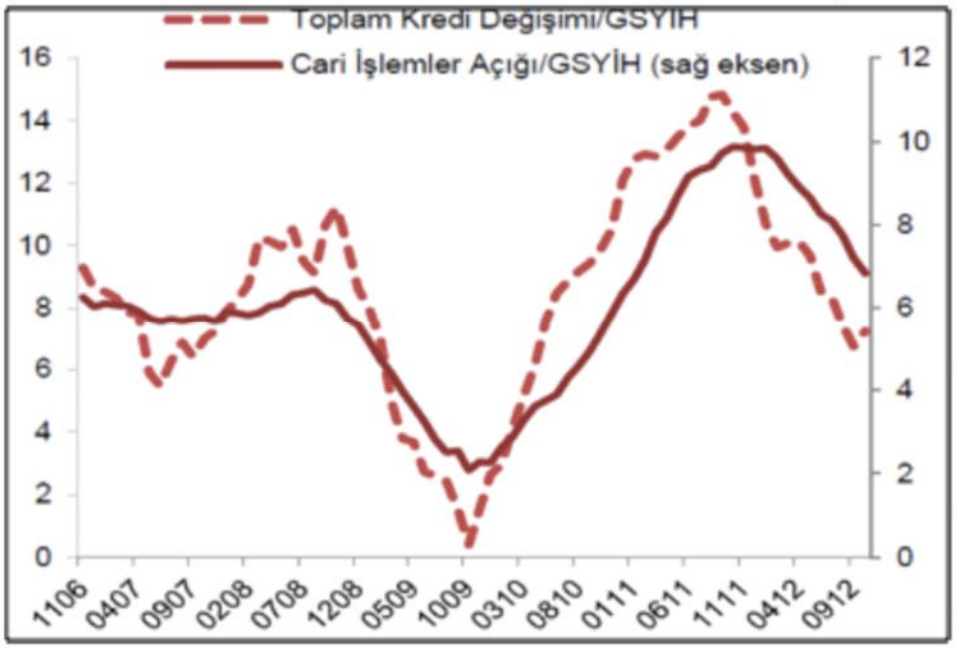
Tablo3.7: TCMB Faiz Oranı (%)

Tarih	Politika Faizi (bir haftalık repo faizi)	
	Borç alma	Borç verme
20.05.2010	-	7
17.12.2010	-	6.5
21.01.2011	-	6.25
05.08.2011	-	5.75
19.12.2012	-	5.5
17.04.2013	-	5
17.05.2013	-	4.5

Kaynak: TCMB

Diğer bir politika aracı olan likidite yönetiminde ise Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM), TCMB tarafından aşırı oynak fon piyasalarının ekonomide yarattıkları olumsuzluklar ortadan kaldırılmaya çalışılmıştır. Böylece Türk bankaları, Türk lirası zorunlu karşılıkların bir bölümünü döviz ve altın cinsinden tutabilmeye başlamışlardır (TCMB 2013 Yılı Para ve Kur Politikası, 2012: 5). Ayrıca zorunlu karşılık oranları mevduat vadelerinin uzamasını sağlayabilmek amacıyla kısa vadede daha yüksek, uzun vade de ise daha düşük düzeyde belirlenmiştir (Bkz. Tablo 3.7 ve Tablo 3.8). TCMB bu politikalarla aşırı değerlenme baskısını gidermiş, aynı zamanda da kredi vadelerinin de uzamasını teşvik etmiştir (TCMB Enflasyon Raporu, 2013: 3). Kredi vadelerinin uzaması ve Türk lirasındaki aşırı değerlenmenin azalması ile ihracat artışının ve ekonomik büyümenin yolu açılmıştır. Aynı zamanda zorunlu karşılık oranları, likidite politikası, aktif risk ağırlıkları, genel provizyonlar ve kredi/değer oranı gibi politika araçları kullanılarak faiz koridoru aşağı yönlü genişletilmiş ve kısa vadeli piyasa faizlerinin dalgalı seyrine müsaade edilmiştir.

Grafik 3.7: Kredi Stokunun ve Cari İşlemler Açiğinın GSYİH'ya Oranı



Kaynak: BDDK, TCMB

TCMB'nin uyguladığı geleneksel ve geleneksel olmayan politikalar neticesinde yukarıda belirtildiği gibi TL'deki aşırı değerlenmenin önlenmiş olması ve sonrasında da kredi büyümesinin makul oranlara çekilmesiyle "kredi stokundaki değişim/GSYİH" oranı finansal istikrar seviyelerine indirilmiş ve cari dengede olumlu bir görünüm sağlanmıştır (Bkz. Grafik3.8). TCMB, uyguladığı sıkı para politikası ile döviz kurundaki aşırı değer kaybını ortadan kaldırmıştır.

TCMB, koyduğu hedefler doğrultusunda 2012'nin ilk yarısında sıkı para politikasını sürdürmüş, yılın ikinci yarısında ise enflasyon hedeflemesine bağlı olarak para politikası aşamalı olarak daha destekleyici bir şekle sokulmuştur. Dolayısıyla yılın ikinci yarısı piyasaya likidite verilerek kısa vadeli fonlar için faiz oranları alt banda doğru yönlendirilmiştir. Daha sonraki aşamada AMB'nin aldığı kararların uluslararası riskleri azaltması ve daha etkin kullanılan rezerv opsiyon mekanizması sayesinde faiz koridorunun üst sınırı da kademeli olarak aşağıya çekilebilmiştir. Ardından politika faiz oranını sınırlı oranda indiren TCMB, böylece uluslararası sermaye akımlarının ortaya çıkarabileceği

potansiyel riskleri azaltmış, zorunlu karşılıklar hususunda ise kısmi sıkılaştırıcı uygulamalara gitmiştir (TCMB Finansal İstikrar Raporu, 2013: 15). (Bkz. Tablo 3.7 ve Tablo 3.8).

Tablo3.8: Kriz Sonrası Beklenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları(%)

Yıllar	Hedef	Gerçekleşme
2008	4	10.1
2009	7.5	6.5
2010	6.5	6.4
2011	5.5	10.4
2012	5	6.2
2013	5	7.88
2014	5	-

Kaynak: TCMB

Özetle 2011 yılından itibaren uygulanan para, kredi ve kur politikaları finansal ve makroekonomik riskleri azaltarak ekonomik dengenin olumlu sinyaller vermesini sağlamışlardır. Bu süreçte enflasyon oranları ve hedef değerleri düşmüş, diğer yandan ise dengeleme süreci ve ekonomik büyüme devam etmiştir (Bkz. Tablo 8 ve Tablo9).

Küresel krizden çıkış sürecinde TCMB gerek fiyat istikrarı gerekse de finansal istikrarı birlikte gözeten bir para politikasını tercih etmiştir (Serel & Bayır, 2013: 73). Bu dönemde geleneksel olmayan para politikası araçları öne çıkmış; faizi, zorunlu karşılık uygulamaları ve faiz koridoru gibi yeni araçlar kullanılmış, ayrıca çeşitli fonlama stratejileri ile küresel risklerin doğurduğu sıkıntıların önüne geçilmeye çalışılmıştır.

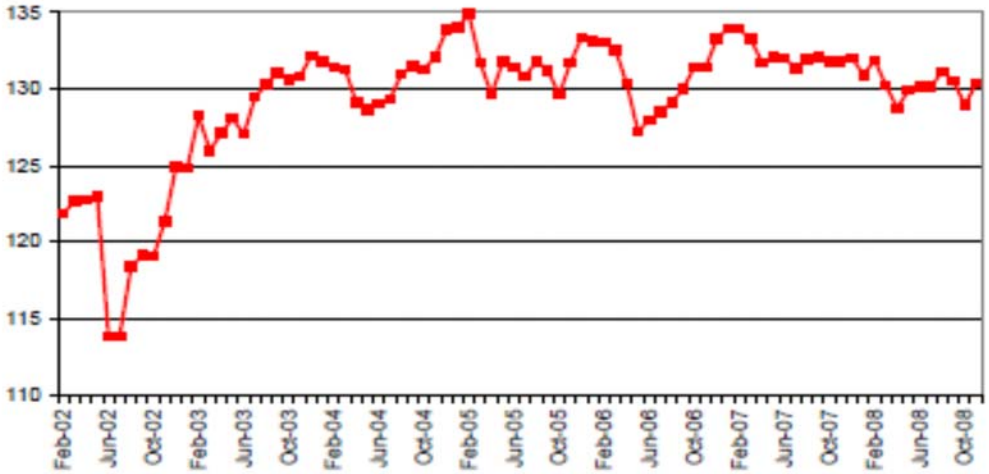
Finansal istikrarı değerlendirmek karmaşık bir süreçtir. Uygulamada değerlendirirken bir kaç defa tekrarlamak gerektirir. Örneğin, makroekonomik koşullardaki finansal sistemin etkileri finansal sistem üzerinde geribildirim etkilere neden olabilir. Riskleri ve zayıflıkları profili (makro ihtiyati gözetim yoluyla tespit edilmiş) denetim etkinliğinin nitel değerlendirmeler içine yem olabilir ve bu etkiler,

sırayla, güvenlik analizi ve finansal istikrar genel değerlendirmesini etkileyebilir ((Perli ve Sack, 2003: 8-11))

- ***Finansal sağlamlık göstergelerinin analizi***

BDDK ajansına göre, Türkiye'nin son finansal sağlamlık endeksi (Şekil 3.13.) hesaplanmıştır ve genellikle göstergeler 100'ün üzerinde olduğu için olumlu olarak değerlendirilmiştir. Temel ekonomik göstergeler, 2000 ve 2001 yılındaki mali kriz nedeniyle yıkılmak üzereydi. 2001 yılında, ekonomik enflasyon keskin şekilde yükselmiş; kamu kesiminin finansal dengesi hasar görmüştü. Ancak, 2002 yılından sonra mali kriz ve siyasi istikrar sonrasında uygulanan reform çabaları temel göstergelerde belirgin bir iyileşmeye neden oldu. 2002-2007 döneminde küresel gelişmeler, önceki dönemlerden farklı, uzun vadeli ve istikrarlı bir toparlanma eğilimine neden oldu. Ancak, 2007 yılının ikinci yarısında, özellikle 2008 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren genişletilmiş bir ekonomik durgunluğa neden olan global finansal kriz aynı şekilde Türkiye'yi de etkilemişti. (TCMB, Finansal İstikrar Raporu, 2009: 12-21)

Grafik 3.8: Sağlamlık Endeksi



Kaynak: TCMB, BDDK[4]

[4] Available at https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/english/Reports/BRSA_Journal/7416ic%20kapak.pdf

Önceki araştırma mantığına dayanarak aşağıdaki tablo oluşturulmuştur ve tüm bilgiler BRA ve TCMB resmi internet sitesinden alınmıştır, ayrıca gerekli hesaplamalar (Tablo 3.9) Türk mali sisteminin finansal sağlamlığını kontrol etmek için yapılmıştır.

Table 3.9.: Bankacılık Sektörü Finansal sağlamlık analizi

%	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
CAR	13	8.2	9.3	20.8	25.3	30.9	28.2	23.7	21.9	18.9	18	12.3	12.5	11.7	12.1	11.4
loan/deposit	60.3	4.9	54.1	34.4	35.5	42.6	52	62.2	71.2	80	76.8	14.6	14.9	12.5	16.03	24.5
NPL/gross loans	7.2	10.5	11.1	25.2	17.6	11.5	6	4.8	3.8	3.5	3.7	4.7	4.1	2.8	2.7	2.6
F. Liabilities/total liabilities	47.3	48	46.5	53.2	50.4	43.3	40.1	35.9	37.8	33.	34.9	38.4	35.8	38.6	41.6	44.3
ROA	2.1	-0.4	-3.0	-6.1	1.4	2.5	2.3	1.7	2.5	2.8	2	3.5	3.4	2.4	2.4	2.3
ROE	23.1	-7.2	-43.7	-57.5	11.2	18.1	15.8	12.1	21.0	24..8	18.3	17.1	16.8	18.3	18.6	18.8

Kaynak IMF[5] verileri ve kendi hesaplamalarım

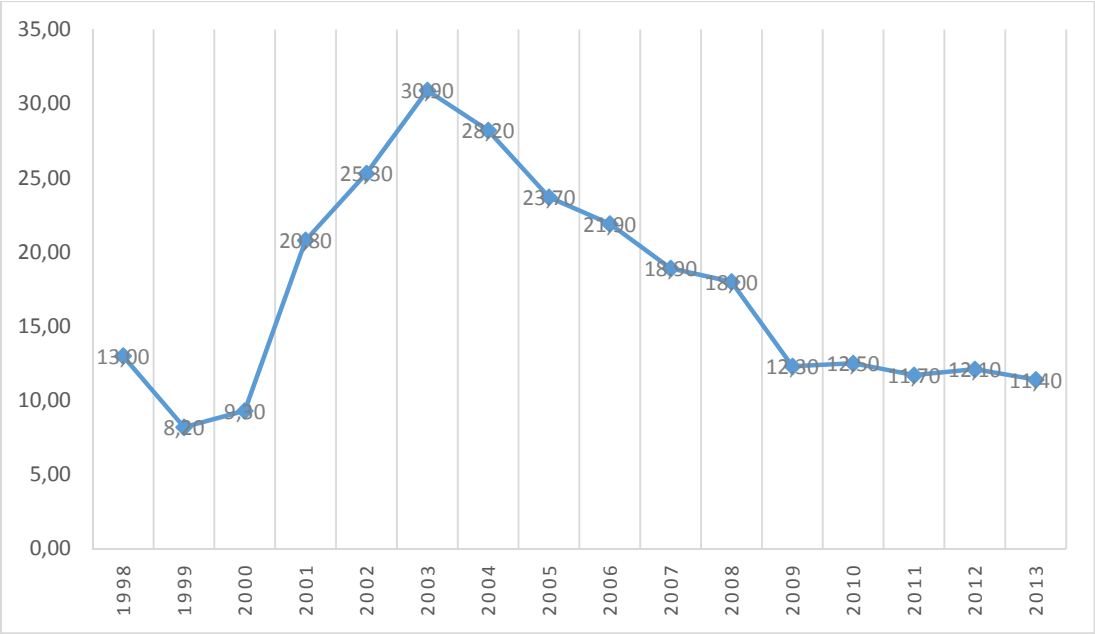
Aşağıdaki grafik her göstergeyi genişletilmiş halde gösterir ve onun güçlü ve zayıf yönlerini belirtmiştir.

Grafik 3.14 Sermaye yeterlilik oranları, bir bankanın sermaye miktarının bir ölçüsüdür, risk ağırlıklı kredi risklerinin bir yüzdesi olarak ifade edilir. Uluslararası standart bankaların iflas olmadan önce kayıpların makul bir düzeyde absorbe sağlamak için asgari sermaye yeterlilik oranlarını geliştirilmiştir. Asgari sermaye yeterlilik oranları

[5]http://elibrary-data.imf.org/ViewData.aspx?qb=3a4e39d25e060833e774d3fc557495b2

uygulanarak mudilerin korunması ve finansal sistemin kararlılığını ve etkinliğini tanıtmak için hizmet vermektedir(Yeni Zelanda Bankası, 2007[6]).

Grafik 3.9: Sermaye Yeterlilik Oranı



Kaynak: BRSA: https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/english/Reports/Financial_Data/Financial_Data.aspx

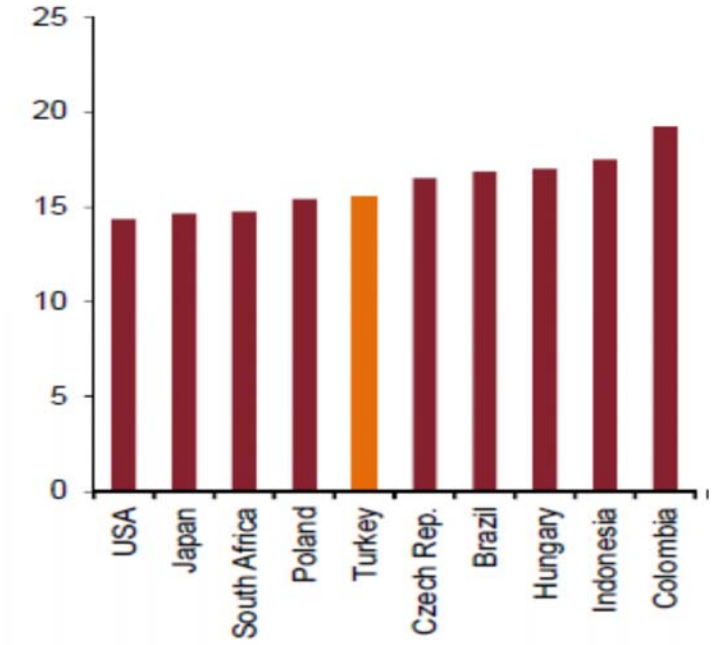
Aslen 1974 yılında kurulmuş olan (Uluslararası Ödemeler Bankası merkezli) "Basel Komitesi", büyük sanayileşmiş ülkelerin (G10 ülkeleri) merkez bankaları ve finansal denetim otoriteleri temsil eden bir kuruldur. Komite, uluslararası standartlar belirleyerek ve teşvik ederek küresel bazda bankaların etkin gözetim sağlanması ile ilgilenmektedir. Onun temel amacı, sermaye yeterlilik oranlarının alanında olmuştur. 1988 yılında komite sermaye yeterlilik oranları ile ilgili bir ilkeler bildirisi yayınladı. Bu ilke "Basel Sermaye Uzlaşısı" olarak bilinir. Bu sermaye yeterlilik oranlarını ve uluslararası bankalar için önerilen asgari sermaye yeterlilik oranlarını hesaplamak için önerilen bir yaklaşım içeriyor. "Basel Sermaye Uzlaşısı" (bazı bankalar çok düşük olarak kabul edildi), sermaye yeterlilik oranlarını artırmak ve uluslararası düzenleyici

[6] Full paper available at http://www.rbnz.govt.nz/finstab/banking/regulation/0091769.html

uygulamayı standarda çekmek için yardımcı olma amacıyla geliştirilmiştir (Kristian, 2010: 26).

Türk Bankacılık Sektörünün SYO çok yüksek seviyelerdedir. Türk Bankacılık Sektörünün Güçlü Sermaye Yapısı: özkaynakların içinde sermaye benzeri borç ve hibrid araçların yüzdesi düşük, ödenmiş sermaye ve kâr yedeklerinden ve dağıtılmamış karlardan yüksek ve% 10.5 Basel-III gereksinimi daha fazladır. Diğer ülkelerle karşılaştırıldığında (Grafik 3.15.), Türk bankacılık sektörünün sermaye yeterlilik oranı ve özkaynakların toplam aktife oranı açısından güçlüdür (BDDK, 2010: 7-11; TCMB, 2013[7]).

Grafik 3.10: Ülkeler Sermaye Yeterlilik Oranı



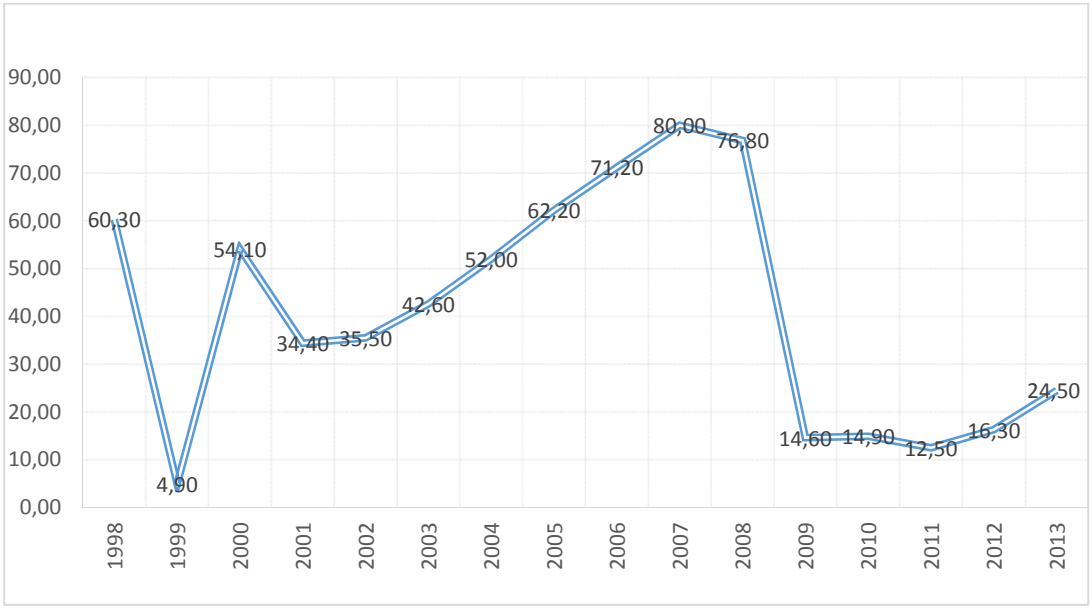
Kaynak: IMF-FSI veritabanında son veri Q2-2013 veriler çoğu, kullanılmıştır. TCMB, IMF - Türkiye için veriler, Eylül 2013 itibariyle BDDK vardır

Sonraki Grafik 3.16 kredi portföyündeki mevduat finansman yüzdesini gösterir ve müşteri mevduatları erişim kaybı açığı değerlendirir. Birin üzerindeki bir oran için,

[7] Financial Stability Report 2011, November

bankaların kredi finansmanı için borçlanma bağlı olduğunu ima eder. Net faiz marjları pazar payı için rekabet bankalar tarafından sıkıştırılmış gibi, bankaların daha yüksek marj, ancak daha yüksek riske karşı kredi kitapları kaydırmaya baskı altında olmuştur. Mevduat oranları düşük Devlet bankalarına kredisini büyütmek için daha geniş alan tanımlanır ve böylece özel bankaların kredi oranlarını yükseltmesinde engel olmuş olur. Ancak karda 2009 yılından beri düşüş varken, (Grafik 3.17) varlıkların getirisi ile, halen rahat ve özsermaye sırasıyla 2013 yılında, yüzde 2,3 ve yüzde 18,8 oranındadır (Grafik 3.18).

Grafik 3.11: Kredi Mevduat Oranı

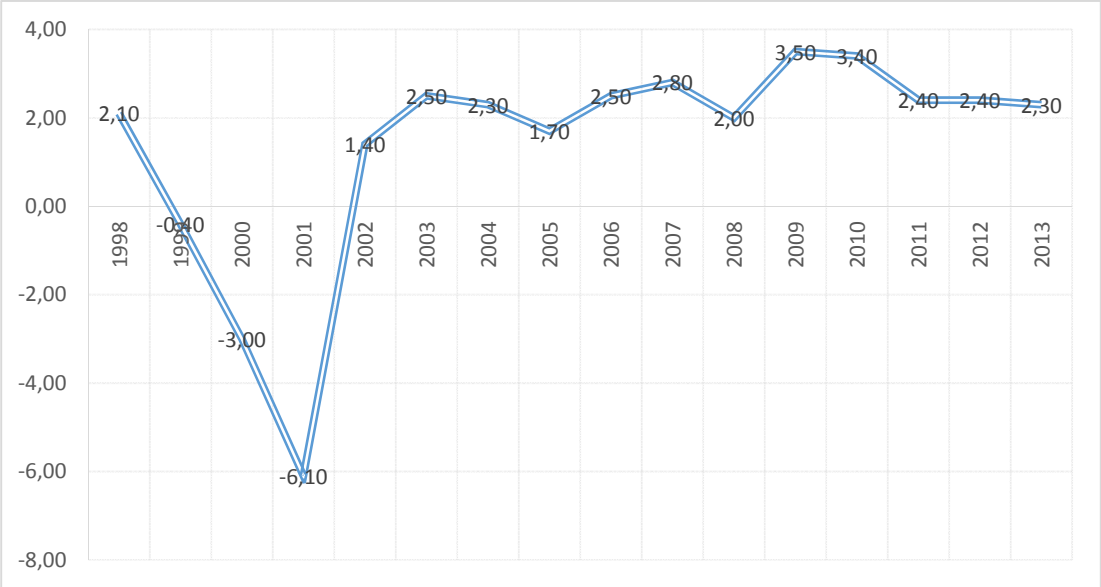


Kaynak: BDDK: https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/english/Reports/Financial_Data/Financial_Data.aspx

Üçüncü gösterge varlıklarını kullanarak bankaların karlılığını veya etkinliğini ölçer ve potansiyel risklere karşı elindeki düzeni yansıtır. Türkiye'yi ele alırsak 1999 yılında -0,4 sırasıyla, 2000 ve 2001 için -3 ve -6,1 gibi göstergelerle düşüş gözlendi. Türk lirasının değer kaybı nedeniyle finansman giderlerindeki artışın olumsuz karlılığı etkilemiştir, iç talepteki ılımlı toparlanmaya rağmen dış talebin zayıf olması nedeniyle düşüşe yol açmıştır. Özkaynak kârlılığı (Grafik 3.18.), 2012 yılında yüzde 18,6 olan,

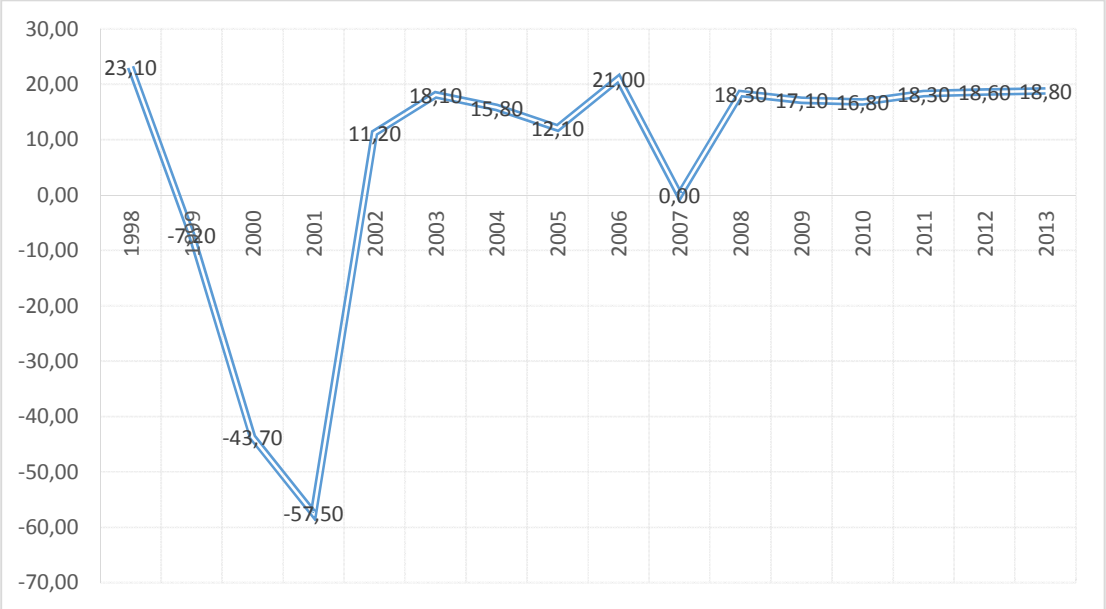
2013 yılında yüzde 18,8 'e yükseldi ve sektörün borçluluk oranı sabit kaldı 2001 ve 2007 yılına bakarsak, ROA aksine ROE krizlere karşı daha duyarlıdır.

Grafik 3.12: Mülk Kârlılığı



Kaynak:BDDK: https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/english/Reports/Financial_Data/Financial_Data.aspx

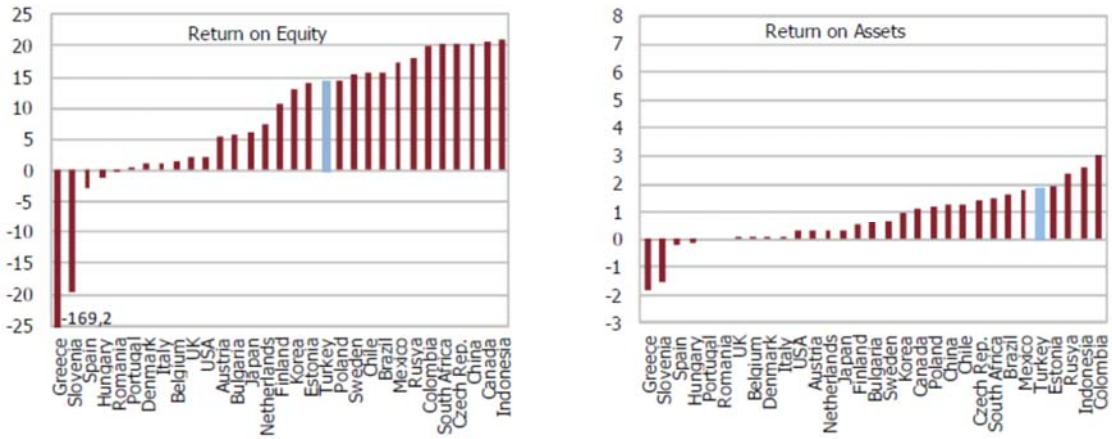
Grafik 3.13: Özkaynak Kârlılığı



Kaynak:BDDK: https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/english/Reports/Financial_Data/Financial_Data.aspx

Türk bankacılık sektörünün kârlılık performansı göstergeleri birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilere kıyasla yüksek kalır:

Grafik 3.14: Ülkeler Özkaynak veMülk Kârlılığı (yıllık,%)

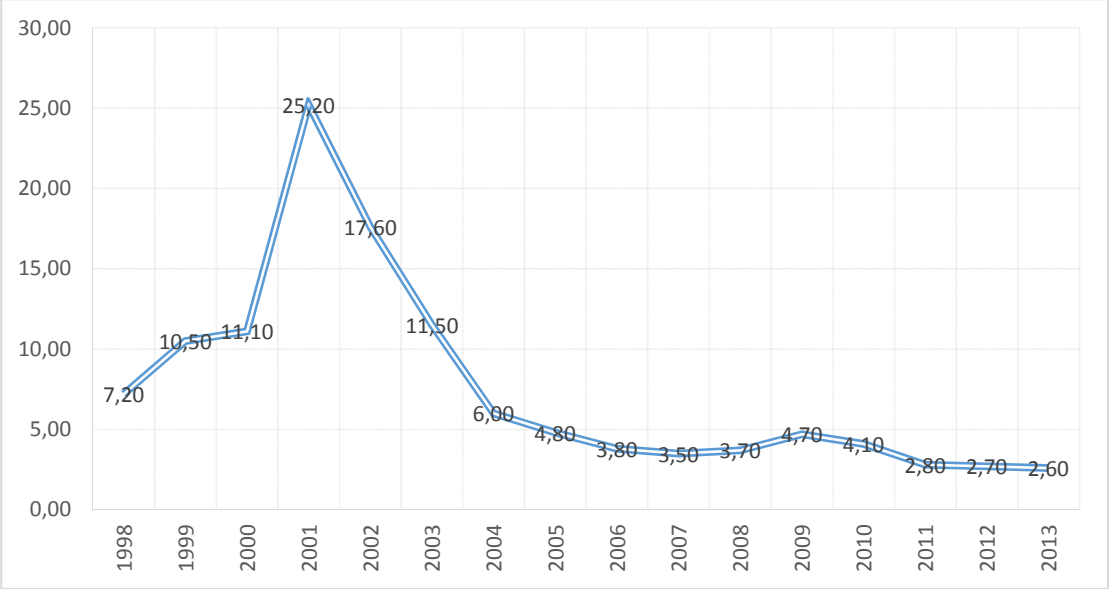


Kaynak: IMF-FSI, BRSA-CBRT

Dördüncü oran mülk kredi portföyündeki kaliteyi ve kredi riski derecesi ile sorunları tespit etmek için amaçlanmıştır. Yükselen oran kredi portföyündeki kalitenin

düşüşüne neden olabilir, genellikle TGA geriye dönük göstergesi bu tür problemleri tespit eder (Orta ve Doğu Avrupa Bankacılık Sektörü Raporu, 2014: 21-33) ortaya çıktıklarında tespit edilir olsa da artan bir oranı kredi portföyünün kalitesinde bozulma sinyali olabilir. TGA'da 2002 yılından bu yana azalan bir eğilim izlenmiştir. Borçluların borç ödeme kapasitesindeki artış, bu trendte önemli bir rol oynamıştır.

Grafik 3.15: Brüt Krediler/Takipteki Krediler Oranı



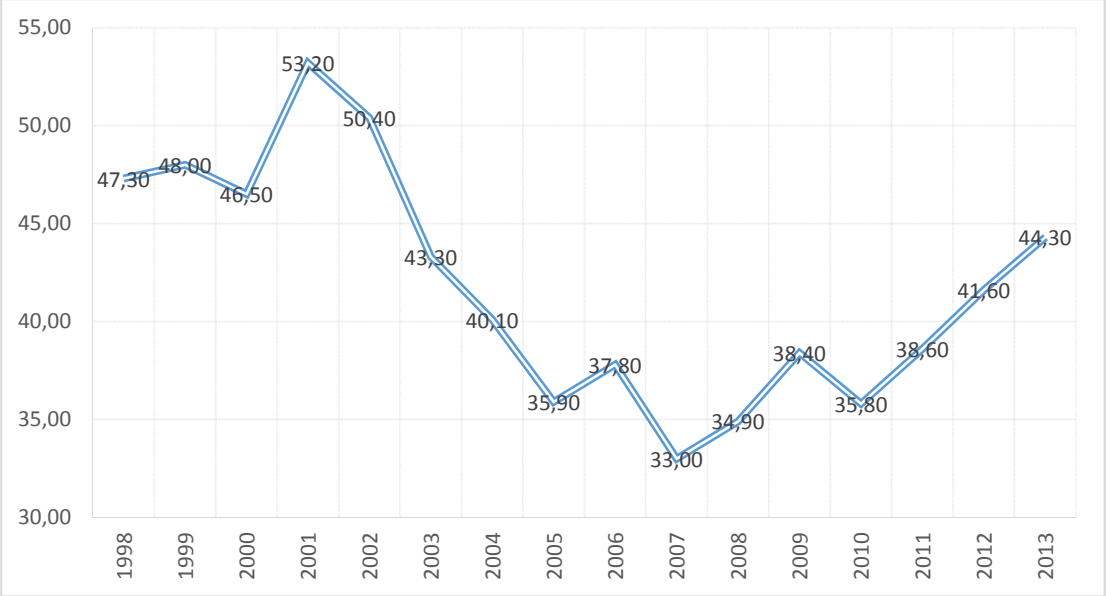
Kaynak:BDDK: https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/english/Reports/Financial_Data/Financial_Data.aspx

NPL oranı 2005 yılından itibaren düz şekilde bir yükseliş göstermiştir. Mart 2013 yılında sektörün TGA yıllık Türk lirası bazında 5,8 milyar artarak 25,5 milyara ulaştı. Bireysel krediler kategorisinde, tüketici kredileri ve kredi kartları en yüksek TGA oranlarına ulaşmıştır. 2012 yılının ikinci yarısından itibaren yükselen TGA oranı, Mart 2013 yüzde 3,0 ulaştı. Krediler türlerine göre incelendiğinde en yüksek TGA oranları, mikro-ölçekli işletmelerde ve kredi kartlarında olduğunu göstermektedir. Bu takipteki alacak tutarının tahsili gecikmiş alacaklara karşılık oranı son bir yılda yüzde 4,4 oranında azalmış ve yüzde 75 aşağı çekilmesi dikkate değer bir gelişmedir. Yasal gerekliliklere daha yüksek takipteki alacaklar için karşılık tahsis edilmesi, varlıkların

kalitesi üzerinde ciddi endişe gibi görünüyor olsa bile olumlu ekonomik konjonktür ve güçlü bankacılık karlılık olarak kabul edilmiş ve temkinli davranılmalıdır. (TCMB- FİR, 2013).

İleri ekonomilerde devam eden parasal genişleme paralelinde artan finansman olanaklarında Şekil 3.21 yapılan son değişiklikler, bankaların yabancı yükümlülüklerinde artış eğilimini devam ettirmektedir. Mart 2013'de, bankaların toplam dış borçlar yıllık yüzde 18,7 oranında arttığını ve 120.8 milyar ABD dolarına ulaştı. Bankacılık sektörünün toplam mülkün yaklaşık yüzde 15,4 yabancı yatırımcılar tarafından finanse edilmektedir. Aynı dönemde, bu borçların yüzde 18,8, yüzde 14,1 ve yüzde 9,4 ABD, İngiltere ve Almanya finansal şirketler tarafından karşılanmıştır. Önümüzdeki dönemde, sermaye akımlarının güçlü kalacağı beklenmektedir ve bankacılık sektörünün Türk ekonomisine ilişkin olumlu etkisiyle yurtdışından daha düşük maliyetle fon sağlamaya devam edecek, kredi notunun ve parasal genişleme etkisi yükseltmeleri Japonya Bankası tarafından açıklanmıştır (TCMB-Finansal istirarlık raporu, 2013: 37).

Grafik 3.16: Toplam Yükümlülükler/Dış Borçlar Oranı

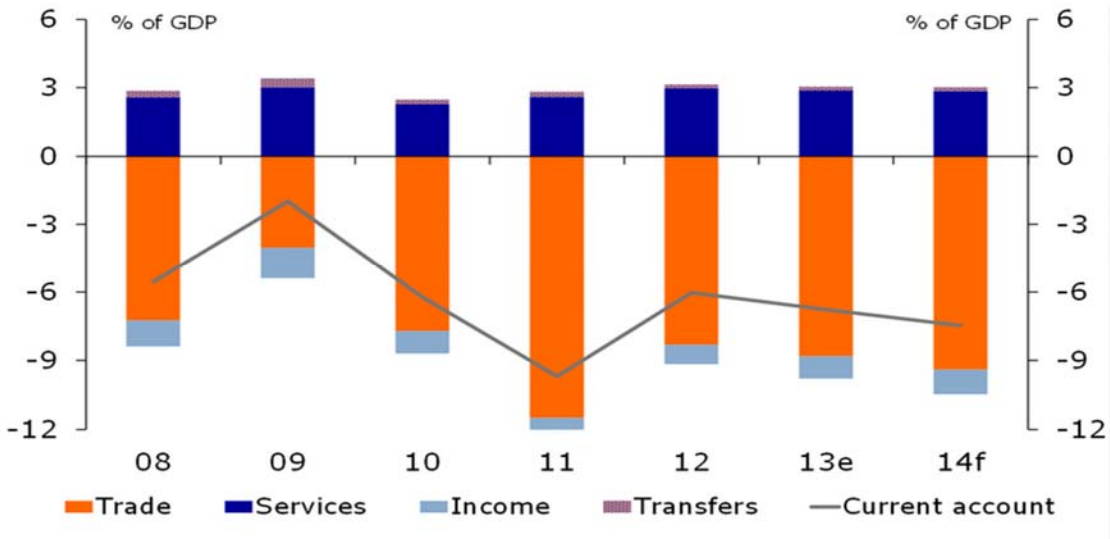


Kaynak:BDDK: https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/english/Reports/Financial_Data/Financial_Data.aspx

- ***Finansal Kırılganlık göstergelerinin analizi***

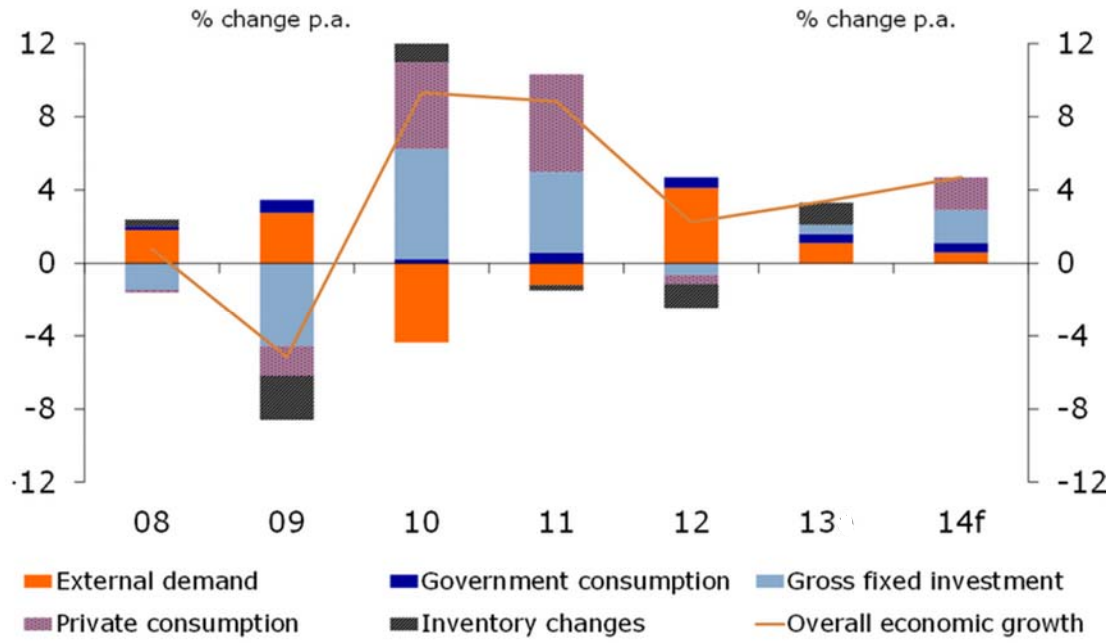
Finansal piyasalar, ABD Federal Rezervin özel varlık alım programının uygulanmasıyla, Türkiye en gelişen pazarlarından biri olmuştur.2012 yılında Türkiye'nin cari açığı nispeten yüksek oldu GSYİH'nın% 5,9 seviyesinde ve 2013 yılında büyümeye yöneliktir. Bu kısa vadeli yabancı sermaye yatırımı Türk Lirası değerinde düşüş ve hisse senedi fiyatlarında düşmeye neden oldu.

Grafik 3.17: Cari İşlemler



Kaynak: EIU

Grafik 3.18: Ekonomik Büyüme



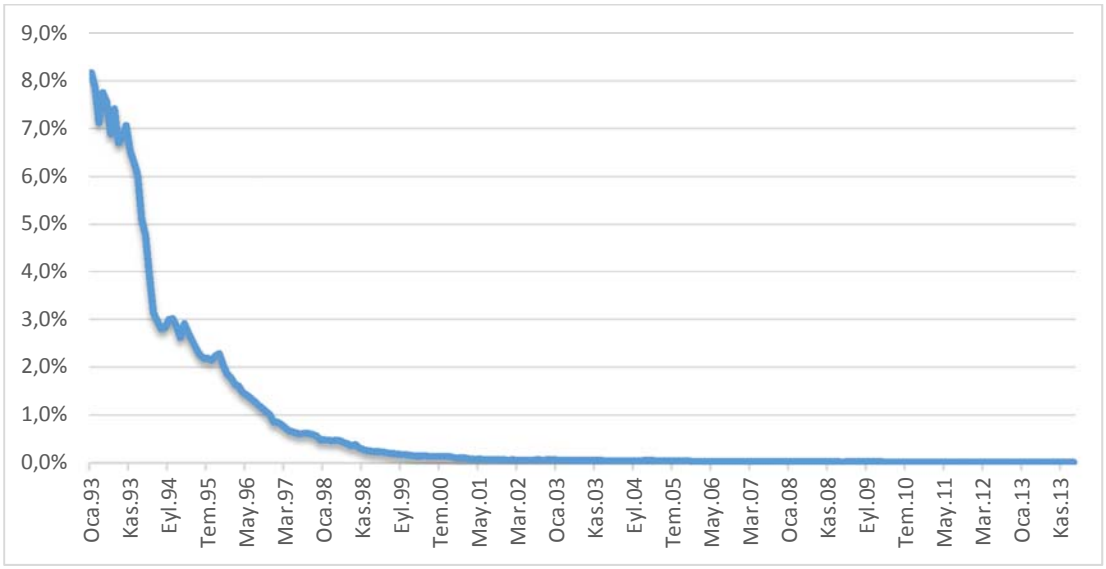
Kaynak: EIU

Gelişmekte olan piyasalar arasında Türkiye, rezerv nedeniyle biraz düşük düzeydedir. Türkiye'nin döviz rezervleri 130 milyar ABD doları olmasına rağmen, ABD bu rezervlerin sadece yaklaşık 45 milyarı serbestçe kullanılabilir. Bu büyük fark, kısmen bankaların rezerv gereksinimlerini karşılamak için merkez bankasında altın olarak tutulduğunu söyleyebiliriz. Yabancı rezerv düzeyi 2013 Nisan -Temmuz tarihleri arasında% 12,7 oranında düştüğünü söyleyebiliriz. Enflasyon Türkiye'de oldukça yüksek olduğu kısmen olarak, Temmuz 2013'te% 8,9'di, buna karşılık yetkililer %7.75 50 baz puan borçlanma oranını artırarak para politikasını sıkılaştırdı. Para politikasının sıkılaştırma 2013 yılının ilk bölümünde görülen büyüme ivmesini tersine olacağını, bu yılın ikinci yarısında, büyüme yavaşlamaya yol açması muhtemeldir. Sıkı dış koşulların bir önceki dönemde Türkiye ekonomisinin başardı nispeten hızlı bir ayarlama geçti. Dış finansal koşullardaki kötüleşmeye karşıt Türkiye savunmasız halde dış pozisyonuna ilişkin riskini arttırmıştır. Yatırımcı güveni böylece olumsuz siyasi gelişmelerden etkilenebilir.

Bu tür siyasi gelişmelerden biri, komşu ülke Suriye'deki iç savaştır. Mayıs ayında, Suriye hükümetinin suçlandığı bir bomba bir Türk sınır kasabasında 52 kişiyi öldürdü. Aynı zamanda, Türkiye 500.000 Suriyeli mültecilerine ev sahipliği yapmıştı. Bir zamanlar Suriye hükümetinin bir müttefiki olan Türk hükümeti, şimdi Sayın Esad hükümetinin karşısındadır. Türk hükümeti silahlı bir dış müdahale katılmak için istekli olduğunu belirtti. Iddiahya göre Suriye hükümeti tarafından üstlenilen ölümcül saldırılar, kimyasal silahlar, Ağustos 2013 yılında yapılmıştır. Türkiye'nin bir müdahalede bulunması açık bir şekilde söylenmiştir. Suriye'de çatışma petrol fiyatı şokuna neden olabilir, ayrıca büyük bir enerji ithalatçısı olan Süriye ile anlaşma iptal olma durumunda, Türkiye'nin cari açığı daha da kötüye gidebilir. Bu önlemelere rağmen petrolde fiyat artımı gözükmektedir.

Mevcut teorik çalışmaları ve mali krizle ilgili ampirik araştırma [8] temelinde biz mali açığının birkaç potansiyel kaynaklarını ayırt edebiliriz.

Grafik 3.19: M2/ Uluslararası Rezervler Oranı

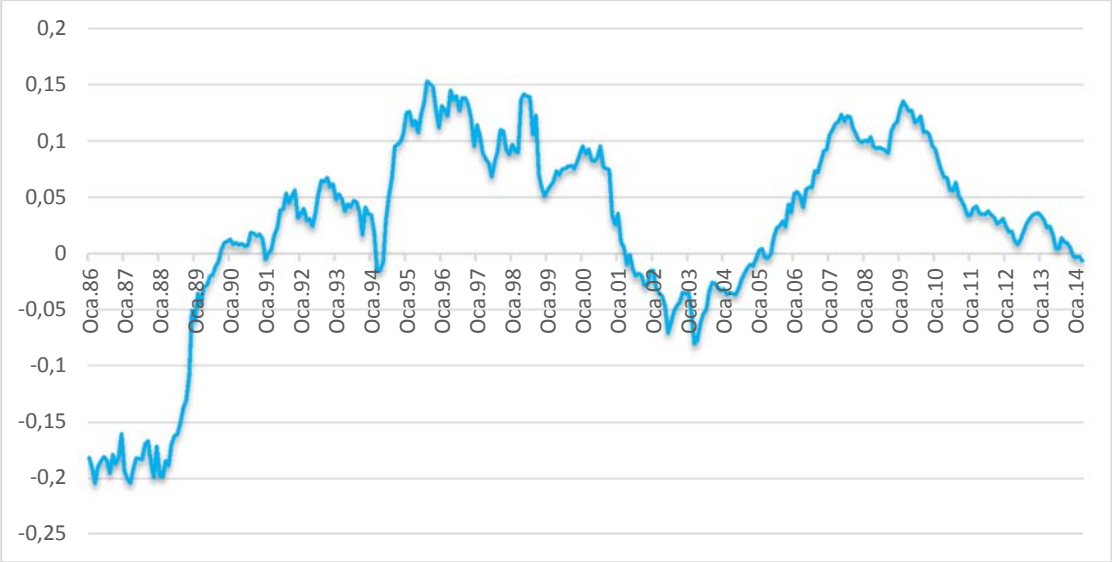


Kaynak:BDDK: https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/english/Reports/Financial_Data/Financial_Data.aspx

[8] Traditionally, academic research on financial crisis and their causes can be described on the basis of three generation models

Uluslararası rezervlerin üzerinde para arzı büyümesi rezerv yeterliliğinin bir göstergesidir. Bu oran dış piyasayı kontrol etmede ve yerel paranın geçerliliğini sağlamamasını gösterir. Reserv-M2 oranı bankacılık sisteminin yükümlülüklerinin uluslararası rezervleri tarafından desteklenmektedir; düşük ve azalan oranı (örneğin, Kaminsky ve Reinhart, 1999 bakınız) bir döviz krizinin öncü göstergelerinden biridir. De Beaufort Wijnholds ve Kapteyn (2001) yeterli bir oran reserv-M2 yaklaşık % 5 olduğunu göstermektedir.

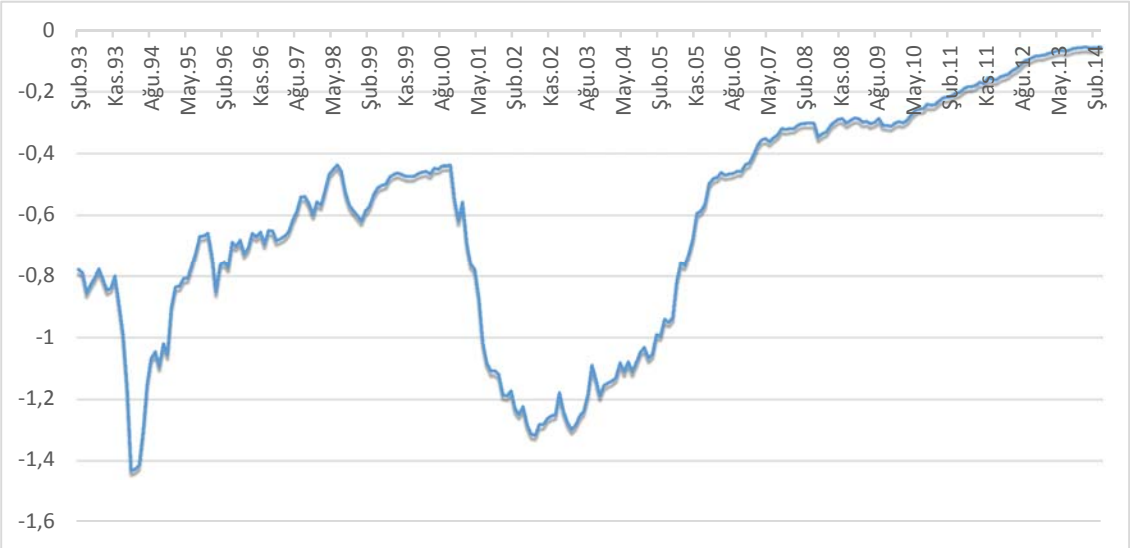
Grafik 3.20: Toplam Aktifler/Dış Varlıklar Oranı



Kaynak:BDDK: https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/english/Reports/Financial_Data/Financial_Data.aspx

Bu oran yerel bankacılık sektörünün dış pozisyonunu ölçer.

Grafik 3.21: Döviz Varlıkların Yabancı Para Yükümlülükler



Kaynak:BDDK: https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/english/Reports/Financial_Data/Financial_Data.aspx

Bu döviz hareketlerinin bankaların potansiyel güvenlik açığı değerlendirmek için yabancı para aktif ve pasif pozisyonları uyumsuzluğunu ölçer. Birin etrafındaki oran toplam düzeyde döviz uyumsuzluğu riskinin düşük olduğunu gösterir. Kur riski her iki yönde de döviz kuru hareketleri bankaların maruz kalmasına neden olabilir. Bu faktörlörün 1994 ve 2001 mali krizi ile birlikte, Türk bankacılık sektörü ne kadar önemli olduğunu göstermiştir. Finansal kriz meydana geldiği zaman bankacılık sektöründeki yabancı para varlıkların döviz yükümlülüğünün oranı giderek artmıştır.

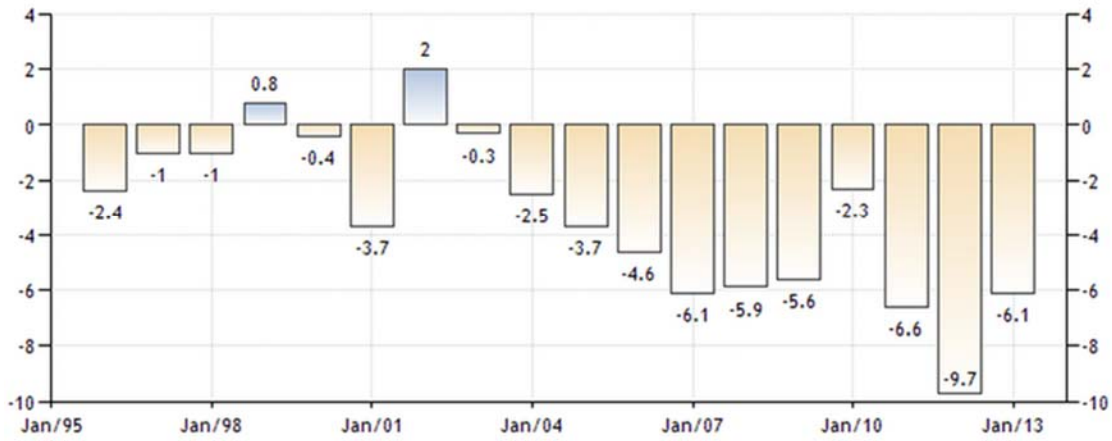
Grafik 3.22: M2 Çarpan



Kaynak:BDDK: https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/english/Reports/Financial_Data/Financial_Data.aspx (14.02.2014)

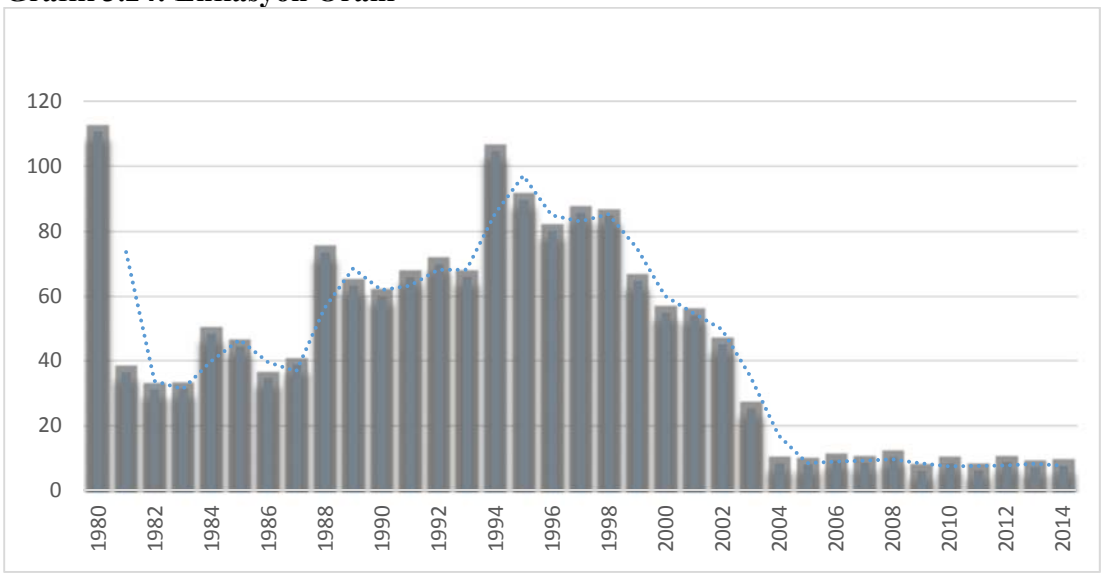
M2 çarpan para tabanına M2 oranı olarak tanımlanır. Parasal taban banknot ve madeni paraların çıkarılmış ve bankaların mevduatları olarak tanımlanmıştır. Bu para tabanı bankacılık sistemi aracılığıyla para arzının genişlemesini ölçer. Hızlı kredi büyümesi genellikle azalan kredi standartlarının eşlik bankacılık krize neden olabilir. GSYH'ya oranı Türkiye'nin cari işlemler açığı üzerinde %6'ıya ulaştı.

Grafik 3.23: Cari İşlemler/GSYİH Oranı



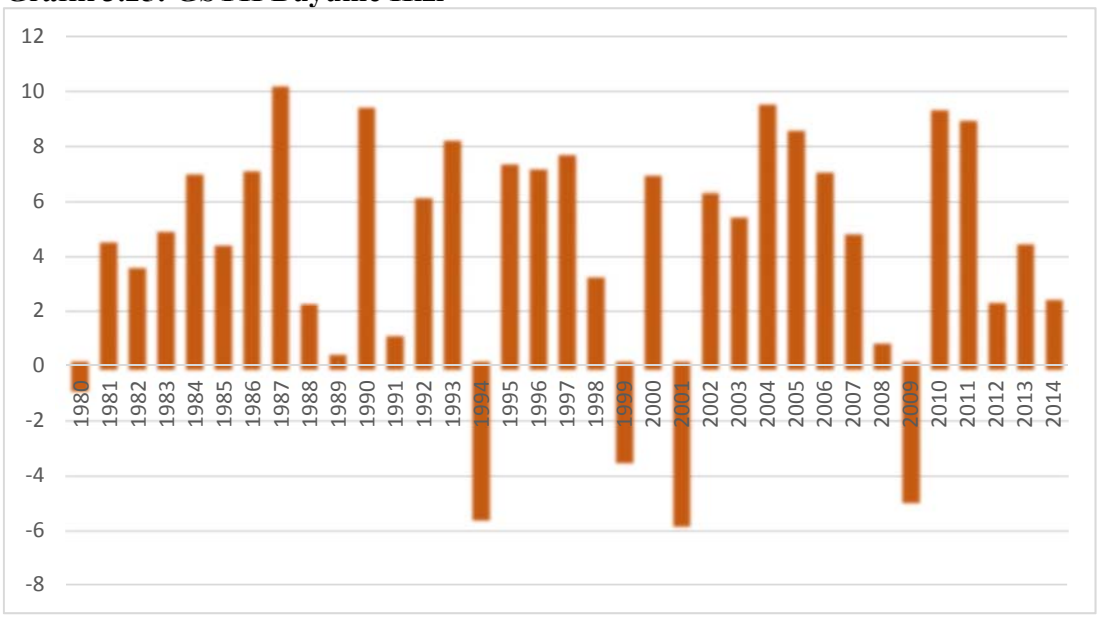
Kaynak: http://www.tradingeconomics.com/turkey/current-account-to-gdp

Grafik 3.24: Enflasyon Oranı



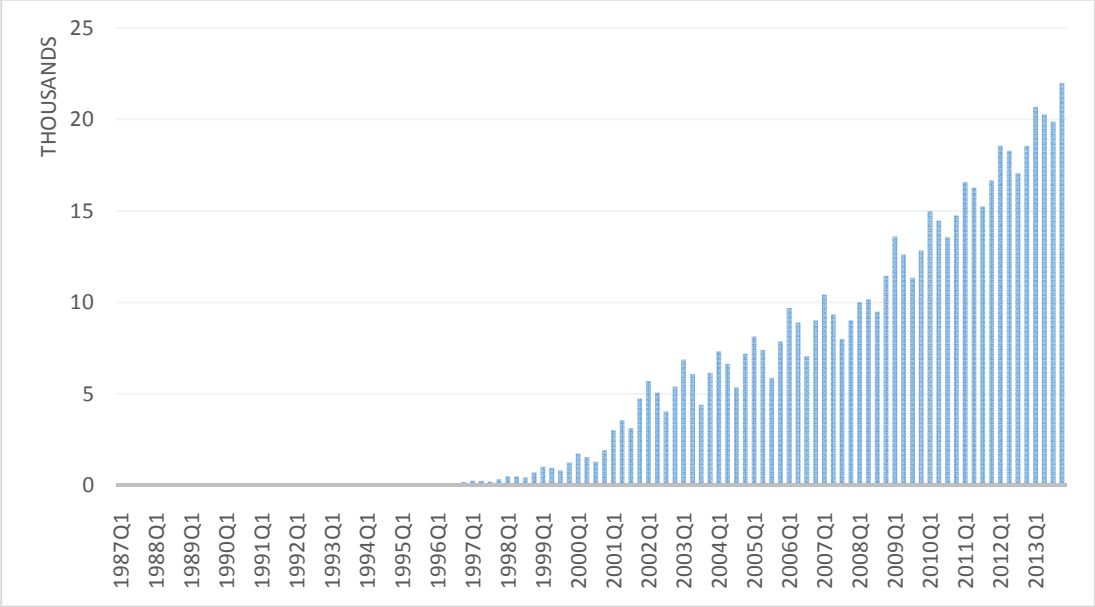
Kaynak: BDDK: https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/english/Reports/Financial_Data/Financial_Data.aspx

Grafik 3.25: GSYH Büyüme Hızı



Kaynak: BDDK: https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/english/Reports/Financial_Data/Financial_Data.aspx

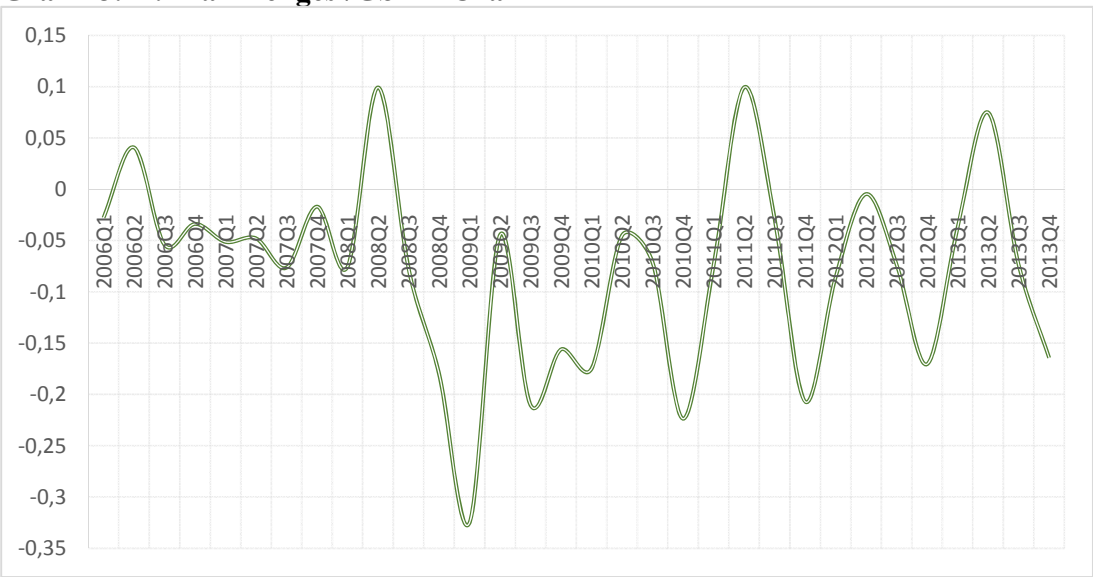
Grafik 3.26: Yurtiçi Krediler/GSYH Oranı



Kaynak: BDDK: https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/english/Reports/Financial_Data/Financial_Data.aspx

Hızlı kredi büyümesi genellikle azalan kredi standartlarının eşlik ve bankacılık krizi öncesinde edilir.

Grafik 3.27: Mali Dengesi/GSYH Oranı



Kaynak: BDDK: https://www.bddk.org.tr/WebSitesi/english/Reports/Financial_Data/Financial_Data.aspx

Bunlar finansal sistemin bağımlı olduğu makroekonomik durumları gösterir.

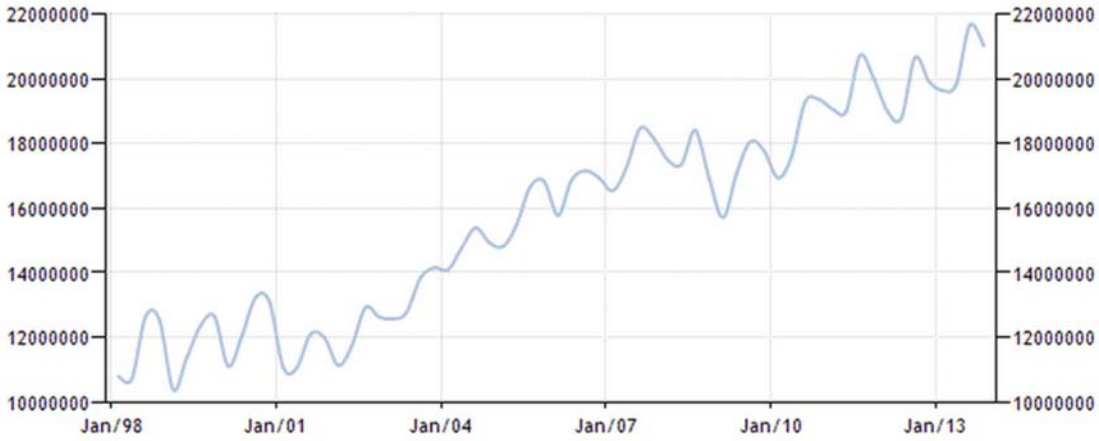
Türkiye'nin GSYİH'sının %70 tüketici harcamaları olduğu için ,son on yılda ekonomik büyümede ülkenin birincil motor olmuştur. Ne yazık ki, bu tüketici harcamalarının çoğu diğer birçok alanda olduğu gibi, borç ile finanse edilmiştir. Bireysel krediler 2005-2008 % 61 ortalama yıllık oranında büyüdü ve krediler 2013 yılında %28 yıllık oranında artması yavaşladı. Kredi Türkiye'de metin mesajı ve ATM makineleri aracılığı ile bireysel krediler için onayları almak bile mümkün hale geldi.

Bireysel kredilerin yanı sıra, kredi kartı borcu 2010 yılından 2013 yılının ortalarında %77 oranında artması ülkenin önde gelen bankalarından kredi kartı kredileri ile Türkiye'nin tüketim patlaması sağlayarak önemli bir rol oynamıştır. Türkiye'nin 74 milyon vatandaşı şimdi 57 milyon kredi kartına sahib ve ödenmemiş kredi kartı borcu yaklaşık $ 45.000.000dır, tavsiye edilenin üç katı fazladır. Borç dayalı tüketim 2002 yılında % 4,7' den 2012 yılında %50,4 yükselmesine neden oldu.

Düşük faiz oranı ve kredi balonu ortamlarında yaygın olduğundan, Türkiye'nin tüketim patlaması ondört diğer gelişmekte olan ülkeler arasında Türkiye'yi sona yerleştirir. IMF çalışması gelişmekte olan ülkelerin neredeyse Türkiye'nin yüzde 12,6 tasarruf oranından 3 katı daha fazla yüzde 33,5 oranında bir tasarruf oranına sahip olduğunu buldu.

Türkiye'nin düşen tasarruf oranı ve kredi âlem kombinasyonu son on yıl içinde yüksek bir tüm zamanların ülkenin tüketici harcamalarını itmek için yardımcı oldu:

Grafik 3.28: Türkiye tüketici harcamaları



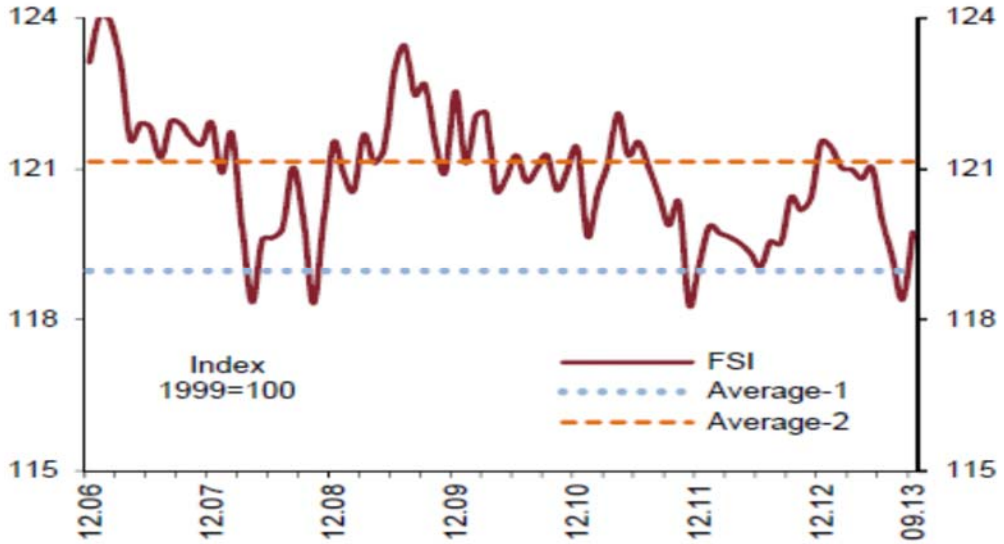
Kaynak:http://www.tradingeconomics.com/turkey/consumer-spending

Türk tüketicileri genel olarak otomobil, tüketici elektroniği ve ev gibi harcamalarında çok odaklanmıştır. Çok sayıda yabancı çokuluslu şirketleri ülkenin bu harcamalardan büyük miktarda kar almıştır.

- ***Finansal Sağlamlık Endeksi Analizi***

Eylül 2013'te ölçülen Finansal gücü endeksi bir önceki rapor dönemine göre sermaye ve faiz oranı riskinin alt endekslerin düşüşünü göstyermiştir. Bununla rağmen, oran %100'ün üzerinde.

Grafik 3.29: Finansal Sağlamlık Endeksi



Kaynak: TCMB, Finansal İstikrar Raporu (2013: 61)

Ekinci (2013) çalışmasına göre, genel olarak stres pozitif kaynak olurken, bankacılık sektörü küresel kriz döneminde stresi azaltmaya yardımcı oldu. Kamu sektörü 2004 öncesi dönemde stresin bir bileşeni olmasına rağmen, mali bütçede gelişmeler 2004 sonrası dönemde stresi azaltmaya yardımcı oldu. Ancak dış piyasa, döviz piyasası ve borsa, küresel kriz sırasında stresi arttıran faktörler oldu. Buna ek olarak, borsa aksine, küresel kriz öncesi dönemde döviz piyasasının, Türkiye'nin finansalın düşük stres düzeyi stresi düşük seviyelerde tutmada yardımcı oldu. Düşük risk döneminde sermaye akışındaki artış, TCMB tarafından risk faktörü ve önemli ölçüde düşük düzeyleri normalin altında indirgenmiş finansal stres olarak kabul edilir. Bu ortalamanın altında mali stres önemli ölçüde düşük seviyede bir risk faktörü olarak yüksek düzeyde olarak alınabilir olduğunu gösterir. Bu yönetim parasal politikaları sırasında bu gerçeği dikkate almak önemlidir.

- ***Finansal Stres Endeksi Analizi***

Bu şekil bir kaç periodta ayrılır ve kısaca aşadaki gibi olarak tarif edilebilir (Ekinci, 2013 ve TCMB 2010'da 2013'e):

1. Bu dönemin temel özelliği siyasi risklerin olduğunu ve ikinci Irak Savaşı gerçekleştiği, 2001 yılın sonrası mali krizi temsil etmesidir. Kasım 2000 krizi ve bu krizi takip eden Şubat 2001 mali krizinden sonra, 7 banka: Kapital Türk Bankası, Etibank, Milli Aydın Bankası, Bayındırbank, Demirbank, İktisat Bankası ,Ege Giyim Sanayicileri Bankası, Kentbank, Sitebank ve Toprakbank da dahil olmak üzere Mevduatı Türkiye Sigorta Fonu (TMSF) tarafından boşaltılmıştır. Buna ek olarak, kamuya ait bankaların zararları ödendi, bu bankaların sermaye yapıları güçlendirilmiş ve operasyonel sistemler yeniden yapılandırıldı. Bu bankaların kurtarılması düşüşte olan kamuyu derin etkiledi. (Ekinci, 2013 and CBRT, 2010, 2013):

2. Mayıs ve Haziran 2006 finansal türbülans arasında meydana gelen olumlu bölüm. Bu bölüm boyunca enflasyon nedeniyle onun beklentisi faiz oranlarını artırmak için Fed'in Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerden sermaye çıkışına yol verdi. Bu ilk olarak dövüz kurlarında negatif etki yarattı. Aynı şekilde stok piyasasına negetif etki bırakmakla birlikte enflasyona neden oldu.

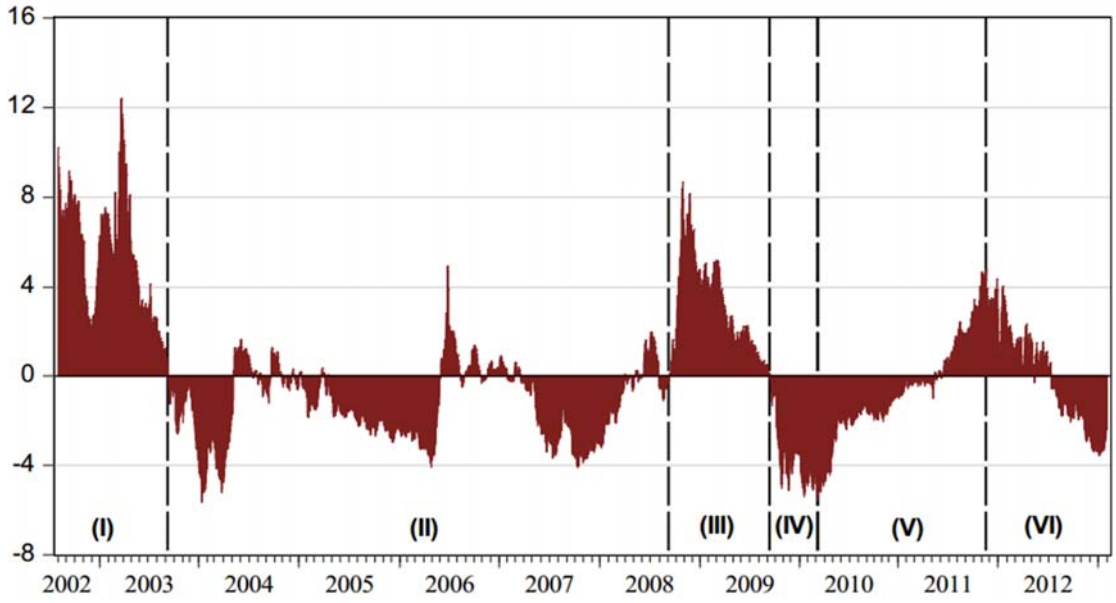
3. 2001 sonrası kriz döneminde yeniden yapılandırılması ve bankacılık sektörünün düzenlemesinde, küresel krize karşı Türk bankacılık sektörünün dünya ekonomisiyle zayıf ilişkisi daha az zarar görmesine neden oldu. Kamu sektörü finansal stresi azaltmada da önemli bir rol oynamıştır. Gelişmiş ülkelere göre Türkiye'de daha güçlü bir mali disiplinin varlığı da mali sektör üzerinde finansal yıpranmaya karşı yardımcı oldu.

4. Küresel kriz sırasında, gelişmiş ülkelerin merkez bankaları piyasalara likidite olağanüstü düzeyde sağladı. Kriz döneminde uygulanan mali destek programları sonucu bütçe açıkları da çok yüksek boyutlara ulaşmıştır. Özellikle gelişmiş ülkelere kıyasla Türkiye'nin kamu sektörü ve finans piyasalarının güçlü konumu ülkeye kısa vadeli sermaye akışına yol verdi.

5. 14 Nisan 2010 tarihinde TCMB tarafından ilan edilmiş küresel krizinden bir çıkış stratejisinin ilk aşaması olarak piyasa ihtiyaçlarını aşan finansmanı azaltmaktır. Bu şartlarda, düşük politika faizi, geniş faiz koridoru ve yüksek zorunlu karşılık oranlarını uygun bir politika bileşimi olarak kabul edildi. Çıkış stratejisi döneminde, bankacılık sektöründe etkin stres indeksi ve kamu sektörü ile paralel olarak düşük kalan faiz oranları ve enflasyon oranlarının düşük seviyelerde kalması beklenmektedir (TCMB, 2010b).

6. Merkez Bankası, enflasyon beklentilerini kontrol altında tutabilmek amacıyla Ekim 2011 yılında oldukça büyük bir sıkılaştırma uygulamıştır. TCMB borçlanma oranını artırarak Ekim ayında faiz koridorunu genişletmiştir. Ekonomide daha belirgin istikrar sürecinin yanı sıra enflasyon görünümünün küresel risk iştahı nedeniyle, 2012 yılının ortalarından itibaren ekonomide kademeli ilerlemesi daha fazla destekleyici olduğunu kanıtlamıştır. Buna göre, TCMB tarafından fon ortalama maliyetini azaltarak Haziran ayından itibaren piyasaya daha fazla likidite enjekte edildi. TCMB'nin ağırlıklı ortalaması Aralık ayında yüzde 11'den Ocak ayında yüzde 5-6'ya azaltıldı (TCMB, 2013).

Grafik 3.30: Finansal Stres Endeksi



Kaynak: Ekinci (2013:222)

3.3.3. TÜFE ve Finansal İstikrar Göstergelerinin Modeli

3.3.3.1. Econometric Analiz: yöntem

VAR modeli zaman serisi modelleri içinde, son dönemde en fazla kullanılanıdır. Sims (1980), Dijk ve Franses (2000), Johansen (2000), Kilian ve Chang (2000), Lutkepohl (2000), VAR modellemesi ve analizi konusunda son dönemdeki literatüre örnek gösterilebilir. VAR modeli, seçilen bütün değişkenleri birlikte ele alır ve bir sistem bütünlüğü içinde inceler. Kesin bir biçimde içsel ve dışsal değişken ayrımı söz konusu değildir. Ekonometrik modelin şekillendirilmesi aşamasında, belirli ve modelin oluşumuna etki eden katı bir iktisadi teorinin varlığı kabul edilmez. İktisadi teorinin öne sürdüğü kısıtlamaların, varsayımların, model tanımını bozmasına izin verilmez. Değişkenler arası ilişkiler hakkında bir ön kısıt konulmaz. Böylelikle ekonometristlerin model kurma aşamasında yapmak zorunda oldukları ön varsayımların, olumsuz etkileri büyük ölçüde ortadan kalkmaktadır. İktisat teorisinin öne sürdüğü çeşitli hipotezlerin istatistik ve ekonometrik testleri, daha sonra sayısal iktisadi veriler kullanılarak yapılır.

VAR modelleri öncelikle makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkilerin incelenmesinde ve rassal şokların değişkenler sistemine olan dinamik etkisinin analizinde kullanılır. Hatta birçok iktisatçıya göre kısıtsız VAR, öngörü için klasik yapısal modellemeden daha iyi sonuç verir (Greene, 1993: 553). İçsel değişkenlerin, modele ait denklemlerin hem sağ, hem de sol tarafında yer alması, incelenen ilişkinin tahminini ve oradan bir sonuç çıkarılmasını zorlaştırdığından, değişkenler arasıilişkileri yapısal olmayan tekniklerle belirlemek, bazen daha iyi sonuç vermektedir.

İki değişkenli VAR modeli, standard şekilde şöyle ifade edilebilir:

$$y_t = a_1 + \sum_{i=1}^{P} b_{1i}\, y_{t-i} + \sum_{i=1}^{P} b_{2i}\, x_{t-i} + v_{1t}$$

$$x_t = c_1 + \sum_{i=1}^{P} d_{1i}\, y_{t-i} + \sum_{i=1}^{P} d_{2i}\, x_{t-i} + v_{2t}$$

Yukarıdaki modelde ρ gecikmelerin uzunluğunu, ν ortalaması sıfır, kendi gecikmeli değerleriyle olan kovaryansları sıfır ve varyansları sabit, normal dağılıma sahip, rassal hata terimlerini göstermektedir. VAR modelinde hataların kendi gecikmeli değerleriyle ilişkisiz olması varsayımı, modele herhangi bir kısıt getirmez.

Çünkü değişkenlerin gecikme uzunluğunun artırılmasıyla otokorelasyon sorununun üstesinden gelinilir. Hatalar zamanın belli bir noktasında birbiriyle ilişkiliyse, yani aralarındaki korelasyon sıfırdan farklı ise, hatalardan birindeki değişim, zamanın belli bir noktasında diğerini etkileyecektir. Ayrıca hata terimleri modelin sağındaki tüm değişkenlerle ilişkisizdir. Modelin sağ tarafında, sadece içsel değişkenlerin gecikmeli değerleri yer aldığı için, eşanlılık problemiyle karşılaşılmaz. Bu durumda, modeldeki her bir denklem klasik en küçük kareler yöntemiyle tahmin edilebilir. VAR modelinde optimal gecikme uzunlukları, Akaike, Schwartz, Hannan-Quinn vb. kriterlerle saptanabilir.

VAR modelleri, kısıtlanmış ve kısıtlanmamış VAR modelleri olarak iki türlü uygulanabilir ve VAR analizinden üç yolla sonuç alınabilir. “Granger nedenselliğini gösteren F testleri”, “değişkenler arasındaki etkileşimi gösteren varyans ayrıştırması” ve “etki-tepki fonksiyonları”, VAR’da sonuç almada kullanılan yollardır.

3.3.3.2. Veriler ve Değişkenler

Analiz 2003: 01 ile 2014: 02 dönemini kapsamaktadır. Çalışmada aylık veriler kullanılmış ve dolaysıyla her biz değişken için toplam133 gözlem dikkate alınmıştır. Verilerin tümü TCMB Elektronik Veri Dağıtım Siteminden alınmıştır. Ampirik analizde kullanılan değişkenler:

CPI- Enflasyon oranı

R1- Uluslararası Rezervler/M2 oranı

R2- Toplam Aktifler/ Dış Varlıklar oranı

R3- Döviz Varlıkların Yabancı Para Yükümlülükler oranı

R4- Para Tabanı içermektedir.

Her bir değişkene ait veriler için mevsimsel düzeltme yapılmıştır ve aynı dinamik yapıda göstermektedir. Yapılan bütün testler va tahminlerde Eviews 6 programı kullanılmıştır.

3.3.3.3. Ampirik Sonuçlar

VAR modelinde kullanılan verilerin durağan olması gerekmektedir. Bu nedenle, öncelikle değişkenlerin durağan olup olmadığının belirlenebilmesi için standart genelleştirilmiş Dickey-Fuller (ADF) birim kök testi yapılmıştır.

Modelimiz aşağıda görterilmektedir:

Dependent Variable: DLCPI
Method: Least Squares
Date: 06/22/14 Time: 22:13
Sample (adjusted): 2003M02 2014M02
Included observations: 133 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DLR1	0.087219	0.026171	3.332736	0.0011
DLR2	0.418650	0.194451	2.152985	0.0332
DLR3	0.001094	0.001832	0.597187	0.0551

DLR4	-177.7125	44.38215	-4.004145	0.0001
C	0.142324	0.034124	4.170813	0.0001

R-squared	0.678032	Mean dependent var	0.006770
Adjusted R-squared	0.152345	S.D. dependent var	0.015922
S.E. of regression	0.014659	Akaike info criterion	-5.570691
Sum squared resid	0.027504	Schwarz criterion	-5.462031
Log likelihood	375.4509	Hannan-Quinn criter.	-5.526536
F-statistic	6.930943	Durbin-Watson stat	2.365440
Prob(F-statistic)	0.000044		

İktisadi değişkenler, gerçek değerleri üzerinde doğrusal değil, genellikle logaritmik değerleri üzerinde doğrusaldır. Bu yüzden, serilerin gerçek değerleri yerine logaritmik değerlerinin kullanılması önerilmektedir (Işığıçok, 1994:48). Bu nedenle birim kök testinden önce, bütün değişkenlerin logaritmaları alınmış ve birim kök testi değişkenlerin logaritmik değerleri kullanılarak yapılmıştır. Hatalar arasındaki otokorelasyon sorununu gideren gecikme uzunluklarının belirlenmesinde "Modified Akaike" kriteri kullanılmıştır.

Tablo 3.10: Birim Kök (ADF) Testi Sonuçları

Değişkenler	**Trendli**	**Trendsiz**
CPI	**-1.336169**	**3.016634***
R1	**-2.680676**	**2.199960****
R2	**-0.567279**	**-0.169881**
R3	**-3.784654*****	**-1.307860**
R4	**-4.072935********	**-0.165888**

Tablo 3.10'da modelde kullanılan değişkenlerin düzeylerinde ve ilk farkları alındıktan sonra elde edilen birim kök testi sonuçları yer almaktadır. Yapılan ADF birim kök testi sınaması sonucu, serilerin düzeylerinde durağan olmadıkları ancak, birinci farkları alındığında I(1) durağan hale geldikleri görülmektedir.

- **Granger Nedensenlik Testi**

1969 yılında Granger, nedensellik ve dışsallık kavramlarını ortaya atmıştır (Granger, 1969: 553-560). Buna göre eğer x değişkenine ait bilgilerin modele eklenmesi, y değişkeninin öngörüsüne katkı sağlıyorsa, x değişkeni y'nin nedenidir. Yukarıda sunulan model için Granger nedensellik testi sınaması şu şekilde gerçekleştirilir:

Aşağıdaki H_1 hipotezinin kabulü halinde x, y'nin nedeni değildir

$H_1 : b21= b22=…..b2\rho = 0$

H_2 hipotezinin kabulü halinde y, x'in nedeni değildir.

$H_2 : d11= d12=…..d1\rho = 0$

Eğer H1 ve H2 hipotezlerinin her ikisi de reddedilirse, x ve y arasında iki taraflı nedensellik olduğu anlaşılır. Bu durumda geri besleme etkisinden bahsedilebilir.

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Date: 05/20/14 Time: 12:19
Sample: 2003M01 2014M02
Included observations: 121

Dependent variable: DLCPI

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLR1	8.160598	12	0.7725
DLR2	5.114408	12	0.9540
DLR3	11.80788	12	0.4612
DLR4	32.00871	12	0.0014
All	99.94654	48	0.0000

Dependent variable: DLR1

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLCPI	12.89079	12	0.3770
DLR2	24.71611	12	0.0162
DLR3	11.56842	12	0.4809
DLR4	17.30320	12	0.1385
All	71.55294	48	0.0154

Dependent variable: DLR2

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLCPI	19.96892	12	0.0677
DLR1	15.22994	12	0.2291
DLR3	10.79868	12	0.5462
DLR4	14.96469	12	0.2434
All	59.56260	48	0.1223

Dependent variable: DLR3

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLCPI	7.365520	12	0.8325
DLR1	10.69204	12	0.5555
DLR2	9.537554	12	0.6565
DLR4	24.05609	12	0.0200
All	118.7128	48	0.0000

Dependent variable: DLR4

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
DLCPI	22.13949	12	0.0360
DLR1	11.82777	12	0.4596
DLR2	10.86394	12	0.5406
DLR3	9.025407	12	0.7008
All	61.72482	48	0.0881

Granger nedensenlik testlerin sonucuna göre TÜFE ve Para Tabanı arasındaki arabağlantı ve birbirlerine etki göstermektedir. Fakat TÜFE ve diğer değişkenlerin arasında herhangi bir nedensenlik bağlantı gözlenmemektedir. Sonuçta R1 R3'ü ve aynı zamanda R3 R4'ü etkilemektedir, bu nedenle uluslararası rezerv/M2 oranı Döviz Varlıkların Yabancı Para Yükümlülüklerden etkilenebilir.

- **VAR Model**

Bir sonraki adım uygun VAR modelini tahmin etmektedir. VAR modellerinde değişkenler sabit seviyede kullanması gerekmektedir. Bu tahminin ilk görevi gecikme

uzunluğunun optimum sırasını belirlemektedir. Gecikme uzunluğun belirlenmesi için Akaike Information Criterion (AIC), Schwarz Information Criterion (SIC) ve Hannan-Quinn Information Criterion (HQ) gibi bilgi kriterleri kullanılmaktadır. Bu kriterleri minimum yapan gecikme uzunluğu optimal olarak Kabul edilmektedir.

Çalişmada, durağanlık testinden sonra değişkenler arasındaki karşılıklı ilişkiler VAR analizi temelinde maximum gecikme 12 alınmıştır. Gecikme uzunluğunun bellirlenmesinde sadece LR, FPE, AIC, HQ and SC. LR, FPE, AIC and HQ kriterlerin 3 gecikme için minimum değer verdiği görülmektedir. Bu nedenle uygun gecikme sayısı 3 olarak tespit edilmiştir.

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: DLCPI DLR1 DLR2 DLR3 DLR4
Exogenous variables: C
Date: 05/21/14 Time: 02:52
Sample: 2003M01 2014M02
Included observations: 121

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	1945.142	NA	8.14e-21	-32.06845	-31.95293	-32.02153
1	1998.188	100.8329	5.12e-21	-32.53204	-31.83887*	-32.25052
2	2068.803	128.3905	2.41e-21	-33.28600	-32.01519	-32.76988
3	2110.385	72.16655*	1.85e-21*	-33.56008*	-31.71162	-32.80935*
4	2146.927	60.39978	1.54e-21	-33.75085	-31.32475	-32.76552
5	2240.795	147.3971	5.01e-22	-34.88918	-31.88544	-33.66925
6	2321.404	119.9137	2.05e-22	-35.80833	-32.22695	-34.35379
7	2388.709	94.56127	1.05e-22	-36.50759	-32.34857	-34.81845
8	2415.465	35.37979	1.07e-22	-36.53662	-31.79995	-34.61287
9	2436.977	26.66785	1.21e-22	-36.47897	-31.16465	-34.32062
10	2481.981	52.06979	9.40e-23	-36.80960	-30.91764	-34.41665
11	2509.024	29.05487	1.00e-22	-36.84337	-30.37377	-34.21582
12	2593.707	83.98344	4.25e-23	-37.82987	-30.78263	-34.96772

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

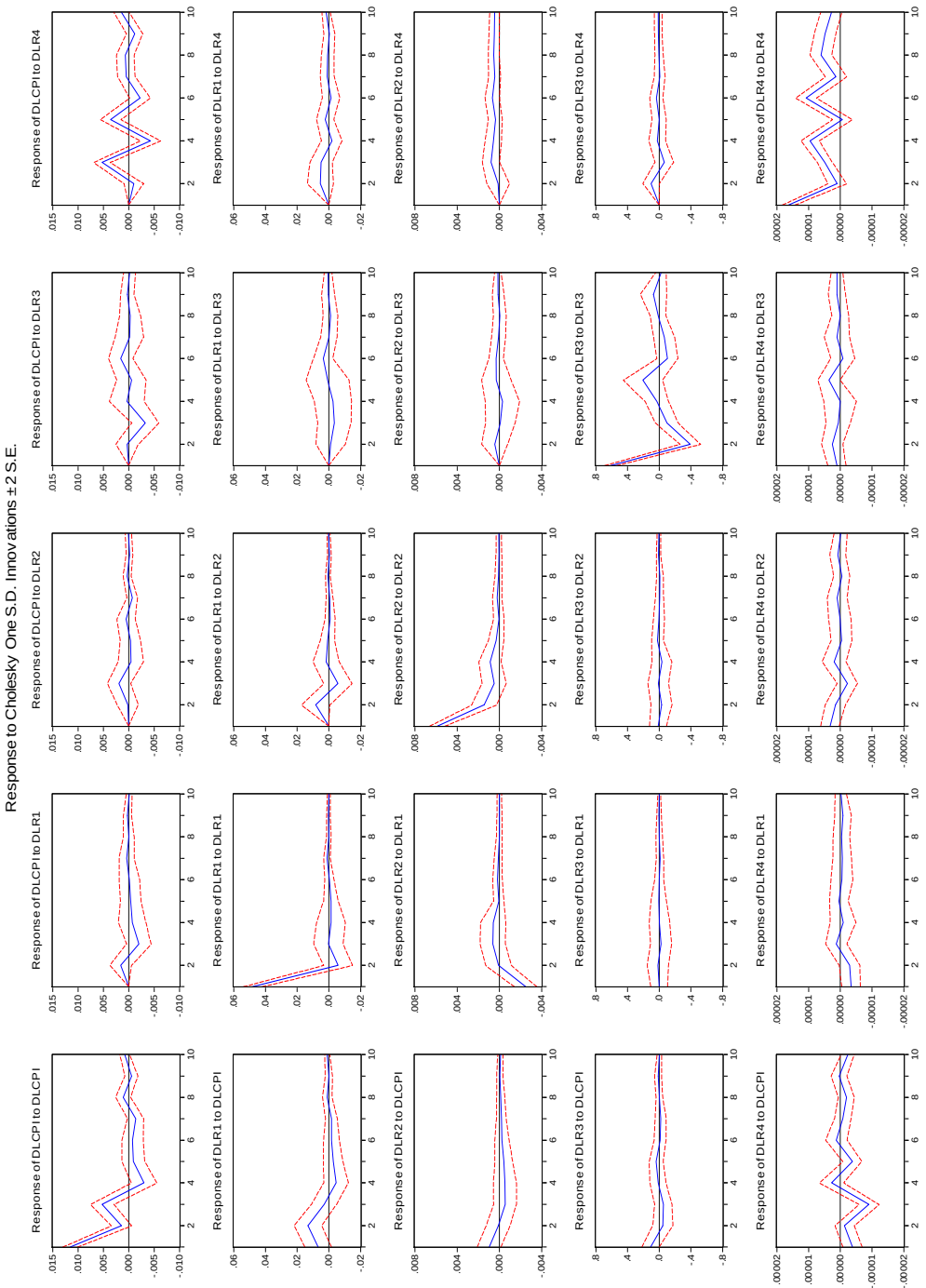
- **Etki-Tepki Fonksyonları ve Varyans Ayrıştırması**

Etki-tepki fonksiyonları, rassal hata terimlerinden birindeki bir standart sapmalık şokun, içsel değişkenlerin şimdiki ve gelecekteki değerlerine olan etkisini yansıtır. VAR analizinde, incelenen değişkenler arasındaki dinamik etkileşimi belirlemede, simetrik ilişkileri tespit etmede, etki-tepki fonksiyonlarının büyük payı vardır. Bir makroekonomik büyüklüğün üzerinde en etkili değişkenin hangisi olduğu varyans ayrıştırması ile etkili bulunan bu değişkenin politika aracı olarak kullanılabilir olup olmadığı ise, etki-tepki fonksiyonları ile belirlenir.

Standard VAR modelinden etki-tepki katsayılarını elde etmede en çok kullanılan yöntemlerden birisi, hataların Cholesky ayrıştırması kullanılarak dikeyleştirilmesi (orthogonalize edilir) ve elde edilen varyans-kovaryans matrisinin diagonal hale getirilmesidir. Bu yüzden değişkenlerin sırasının değiştirilmesi, etkitepki fonksiyonlarında çok büyük değişmelere yol açabileceğinden, bu noktaya dikkat edilmelidir. Grafik 3.31'de VAR modeline ilişkin etki tepki fonksyonları görülmektedir. Grafiklerin her biri gelecek on aylık dönem boyunca, modeldeki bir değişkene uygulanan bir standart sapmalık pozitif şok karşısında diğer değişkenlerde maydana gelen değişmeleri göstermektedir. Kesikli olmayan koyu renk çizgiler, bir değişkene meydana gelen bir değişme ya da şoka, diğer değişkenin verdiği tepkiyi göstermektedir. Kesikli çizgiler ise etki ve tepki fonksiyon etrafındaki %90 güven aralığını göstermektedir.

Sonuç olarak değişkenler TÜFE'yi kısa vadede etkilemektedirler fakat uzun vadede ise etki giderek azalmaktadır.

Grafik 3.31: Değişkenlerin Etki-Tepki Fonksyonları



SONUÇ

Küreselleşme süreciyle ekonomilerin birbirine yüksek oranda entegre olmalarıyla merkez bankaları tarafından izlenen para politikalarında da köklü değişiklikler meydana gelmiştir. Finansal piyasalarda yaşanan serbestleşme (liberalizasyon) ile birlikte, genel olarak merkez bankalarının para politikaları, finansal sistem, gözetim / denetim ve ödeme sistemleri ve politikaları daha karmaşık hale gelmiştir. Merkez bankalarının para politikası araçları ile finansal sistemin sağlıklı bir şekilde işlemesini sağlamak ve enflasyonsuz bir ortam oluşturmak gittikçe zorlaşmaya başlamıştır. 1980'li yıllardan itibaren yaşanan finansal yenilikler ile birlikte paranın tanımı değişmeye başlamış, para talebi istikrarsız bir hale gelmiş ve ulusal finansal piyasalarda yaşanan küreselleşme eğilimi son döneme damgasını vurmaya başlamıştır. Yüksek getiri arayan uluslararası fonların girdiği finansal piyasalarda, fonların ve likiditenin hacimi ve fiyatında ani hareketler meydana gelmiştir. Yaşanan bu dönem ile birlikte para politikası araçları ile belirlenen amaç arasındaki ilişkiyi tam olarak gerçekleştirecek bir modelin ortaya konulması zorlaşmaya başlamış, süreç daha karmaşık hale gelmiştir.

Finansal piyasadaki aktörler, araçlar ve politikalar arasındaki ilişkilerin daha karmaşık hale gelmesi, merkez bankalarının ara amaçlar aracılığıyla ana amaçlara ulaşma şeklindeki para politikasından vazgeçmelerine yol açmıştır. Ekonomik değişkenler arasındaki ilişkilerin daha karmaşık olması, aktarım süreçlerinin değişmeye başlaması ile birlikte ve en önemlisi 1970'lerden itibaren birçok ülkede yüksek oranlarda enflasyon yaşanması sonucu, 1990'lar ile birlikte yoğun olarak enflasyon hedeflemesi politikası uygulanmaya başlanmıştır. Zamanla fiyat istikrarı para politikası tarafından doğrudan hedeflenmeye başlanmıştır. Süreçte uluslararası kuruluşların desteği ile birlikte merkez bankalarına araç bağımsızlığı verilmiş ve sonuçlardan merkez bankaları doğrudan sorumlu tutulmuştur.

Küresel ekonomide ve teknolojide meydana gelen büyük değişimlerle birlikte uluslararası finansal sistemde ortaya çıkan yeni gelişmeler, finansal sistemin sağlıklı bir şekilde işlemesi, para politikası hedefleri açısından da önemli olmuştur. Bu noktada artık, kamusal sorumluluk ile birlikte, merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlaması temel olarak ana hedefi olarak kalmakta ancak bunun yanında finansal sistemin sağlıklı işlemesi ve finansal istikrar da merkez bankalarının hedefi olarak ortaya çıkmaktadır. Merkez bankalarının finansal istikrar açısından son kredi mercii olması daha önemli hale gelmeye başlamış, para politikası sürecinde kısa vadeli faiz oranları temel politika aracı olmuş ve finansal değişkenlerdeki fiyat hareketleri de önemli hale gelmiştir.

Yakın geçmiş döneme bakıldığında merkez bankalarının sadece fiyat istikrarını hedef alarak politika üretmeleri ekonominin geneli açısından tam olarak çözümleyici bir güç olamamıştır. Örneğin 1992-2004 döneminde Japon ekonomisinde büyük çıktı açıkları, işsizlikteki artışla birlikte, bankacılık kesiminde mali sıkıntı, iflaslar, kredilerde ve aktif fiyatlarında büyük düşüşler yaşanmıştır. Böyle bir ortamın oluşması, fiyat istikrarı hedefinde hareket eden merkez bankasının varlığın altında gerçekleşmiştir. Bu tür bir istikrarsız ortamın olduğu dönemlerde merkez bankasının enflasyon hedefli fiyat istikrarı politikası da kendi içinde başarılı olamayacaktır. Aynı süreç 1990'lı yıllarda Uzak Doğu'da meydana gelen kriz ortamında bu kesimdeki ülkelerde de yaşanmıştır. Burada da süreçte enflasyonda hızlı artışlar değil, büyük çıktı düşüşleri ve işsizlikte artışı yaşanmıştır. Bunun ötesinde, büyük sermaye çıkışları, finansal kesimde büyük bir istikrarsız süreç, kredi ve aktiflerde ve bunların fiyatlarında büyük düşüşler yaşanmıştır. 2001 yılında tüm dünyada hisse senedi piyasalarında yaşanan büyük çöküşler ile de birlikte finansal sistemin büyük bir dar boğaza girmesi, fiyat istikrarının makroekonomik olarak sürdürülebilir sağlıklı bir ortamın oluşturulması için gerekli ancak yeterli bir koşul olmadığını göstermektedir. Son olarak 2008 yılının ikinci yarısında ABD ekonomisi ipotekli emlak kredisi piyasalarında başlayan Global Finansal Kriz sürecinde ise merkez bankalarının fiyat istikrarını hedeflemesi politikası altında gerçekleşmiştir. Ancak, bu krizde gelişmiş ülke merkez bankalarının ve finansal piyasaların başarısızlığının olmasının yanında, etkin denetim ve gözetim yapan kurumların da sorumluluğu bulunmaktadır.

Genel olarak, 2010 ve sonrasındaki dönemde ekonomilerde yaşanan konjonktürel gelişmeler çerçevesinde şu şekilde işleyen bir süreçten bahsetmek mümkün olmaktadır:Ekonomilerdeki genişlemeye bağlı olarak kredi hacmindeki artışlar ile birlikte finansal varlıkların fiyatlarında yukarı yönlü hareketlilik meydana gelmektedir. Finansal kesimdeki canlılık ile birlikte, kredi talebinde zaman içinde yaşanan artışlar reel kesimde de çıktı artışını desteklemiş, bu da ekonomik birimlerin risk alma potansiyelini arttırmıştır. Ancak, zaman içinde risklerde yaşanan artış ile birlikte kredi piyasasında yaşanan sıkışıklıklar ekonomileri sıkıntıya sokmuştur.

Bununla birlikte, finansal kesimin zayıflaması ve varlık yükümlülük dengesinin bozulması ile birlikte süreç tam tersinde dönmüştür. Özetle, kredi hacminde, aktif fiyatlarında artışlar buna paralel olarak da sabit yatırımlarda artışlar ve devamında tersine dönen bir süreç görülmektedir. Bu açıklanan süreçte fiyat istikrarının önleyici etkin bir rolü olmamıştır. Tam tersine böyle bir konjonktürde fiyat istikrarı hedefi de gerçekleşememiş fiyatlar beklenenden yüksek seviyelere ulaşmıştır. Dolayısıyla, merkez bankalarının para politikalarında finansal kesime dair göstergeleri kullanmaları ve bunlara ait değişkenlere de oluşturdukları modellemelerde yer vermeleri yani finansal istikrarı amaçlama zorunluluğu ortaya çıkmıştır.

Öte yandan, para politikasının yapısındaki değişimler, finansal sistemin para politikası uygulamalarında öneminin artması ve dolayısıyla finansal istikrarın sağlanması, fiyat istikrarının yakalanması yanında bir hedef olarak ortaya çıkmaktadır. Bu noktada, merkez bankalarının bağımsız olması, kendi amaçları doğrultusunda bağımsız bir para politikası izleyebilmesi önem arz etmektedir. Özellikle mali yapının disipline olmadığı ekonomilerde merkez bankalarının bağımsızlığının sağlanması fiyat istikrarının sağlanması için önemli bir faktör olarak ortaya çıkmaktadır. Ancak finansal sistemdeki değişimler, paranın tanımı, parasal aktarım süreci ve para talebi fonksiyonundaki değişimlerle birlikte merkez bankalarının bağımsızlığı gerekli, ancak yeterli bir koşul olarak görülmemektedir. Merkez bankalarının para politikası uygulamalarında finansal sistemi dolayısıyla finansal istikrarı da gözetmesi, genel olarak

makroekonomik istikrar ve özel olarak fiyat istikrarının sağlanması açısından da önemli gözükmektedir. Merkez bankalarının bu noktada finansal istikrarı bozan unsurları açık bir şekilde ortaya koyamasının yanında, finansal istikrarı izleyecek şekilde göstergeler oluşturması ve izleyeceği para politikasında bu faktörleri ve göstergeleri göz önünde bulundurması gerekmektedir.

Merkez bankaları yukarıda açıklanmaya çalışılan süreçlere bağlı olarak, çeşitli para politikası araçları ile ana hedef olarak fiyat istikrarını almakta, ancak koşullardaki değişime bağlı olarak artık finansal istikrarı da bir hedef olarak gözetmektedirler. Buna göre; artık merkez bankaları, finansal risklerin arttığı dönemlerde likidite ile ilgili düzenlemeler yapmak, ödemeler sisteminin yönetimini gerçekleştirerek etkin ve güvenli bir sistem yaratmak, ticari banka ve finansal sistemin denetimini ve gözetimini yapmak, finansal sistem istikrarını sağlamaya ve sürdürmeye yönelik para politikası yürütmek gibi temel fonksiyonları üstlenmektedirler.

Bu çalışmada özellikle 2008 Küresel Finans Krizi sonrasında merkez bankalarının fiyat istikrarı yanında, finansal istikrarı da temel hedefleri arasına almasına bağlı olarak, finansal istikrarı sağlamak ve finansal sektörde meydana gelen sistemik riskleri yok etmek için geliştirilen makro ihtiyatipolitika olarak adlandırılan çok sayıda para politikası aracının bir arada duruma göre kullanılmasını gerektiren politika karmasını, yani kriz sonrası merkez bankacılığını, bu yeni dönemin politika araçlarını ve bu politikaların finansal riskleri azaltmadaki etkinliği analiz edilmektedir. Ayrıca, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın bu politikayı nasıl uyguladığı anlatılmaktadır. Buna göre özellikle gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları fiyat istikrarı için politika faizini kullanmaya devam ederken, finansal istikrar için de zorunlu rezerv oranı politikası başta olmak üzere, kredi artışına üst limit koyma, dövizle borçlanmaya sınırlamalar getirme ve bankalar açık pozisyonuna sınırlamalar getiren çeşitli finansal ve para politikası araçlarını bir arada kullanmaya başlamışlardır. Bu yüzden merkez bankalarının amaç fonksiyonlarında artık hem üretim hem enflasyon hem de finansal bir gösterge-(mesela kaldıraç oranı)- yer almakta ve merkez bankaları bu üç değişkene göre en optimum politika faizini uygulamaya çalışmaktadır.

IMF tarafından yapılan ampirik çalışmanın sonuçlarına göre çok az sayıdaki makro ihtiyati politika aracı finansal riskleri azaltmada başarılı olabilmiştir. Özellikle zorunlu rezerv oranı politikası, kredi değer oranı ve konjonktürel sermaye gereksinimi araçları kredi genişlemesini azaltarak olası finansal risklerin önüne geçebilmektedir. Ancak diğer araçlar, kredi genişlemesine mani olamamaktadır. Ayrıca, bir politika önerisi olarak merkez bankalarının döviz kurunu da amaç fonksiyonlarına ilave ederek denge faiz oranını bulma yolunda çalışmalar yapmaları, hem finansal istikrar hem de fiyat istikrarı temel amaçları için daha gerçekçi sonuçlar verebilecektir. Bu doğrultuda yeni amaç fonksiyonu modelleri kurulması ve ampirik olarak da sonuçların test edilmesi olumlu olabilecektir.

Çalışmada enflasyon oranı (CPI) ve finansal kırılganlık oranları (R1, R2, R3, R4) arasındaki ilişkileri ampirik olarak analiz etmek amacıyla, temsili değişkenler belirlenmiştir. Bu çerçevede, para politikanı temsilen enflasyon oranı (CPI), finansal kırılganlığı temsilen R1- uluslararası rezerv/M2 oranı, R2- toplam aktifler/dış varlıklar oranı, R3- döviz varlıkların yabancı para yükümlülükler ve R4- M2 çarpanı seçilmiştir. VAR modelinin kullandığı bu çalışmada, veriler için 2003: 01 – 2014: 02 dönemi esas alınmıştır. Beş değişkeni kapsayan ve aylık verilerini kullandığı VAR modelinden elde edilen sonuçlar Granger nedensellik testi, etki- tepki fonksiyonu ve varyans ayrıştırmasından yararlanarak ortaya konmuştur.

Granger nedensellik testi sonucunda, değişkenler arasında ortaya çıkan ilişkiler modelin birinci, ikinci, dördüncü ve beşinci hipotezleri ile beklendiği gibi uyumlu olduğu görülmüştür. Etki-tepki fonksiyonlarından yararlanarak modeldeki bazı değişkenler arasındaki ilişkiler tespit edilmeye çalışmıştır. Fakat tüm ele alınan etki-tepki fonksiyonlarında değişkenlerin ilgili değişkene gösterdiği tepkiler çok kısa dönemde açık ve net olmuş, daha sonra tepkinin yönü belirsizleşmiştir.

EKLER:

Ek A: Merkez Bankası Finansal Seçilmiş İstikrar Parametreler ve İstikrarsızlık

	Central Bank	Definition	Source
1	Central Bank of Malaysia	"Financial stability describes the condition where the financial intermediation process functions smoothly and there is confidence in the operation of key financial institutions and markets within the economy."	http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=fs_ovr&pg=fs_ovr_what&lang=en
2	European Central Bank	"Financial stability can be defined as a condition in which the financial system—comprising of financial intermediaries, markets and market infrastructures—is capable of withstanding shocks and the unraveling of financial imbalances, thereby mitigating the likelihood of disruptions in the financial intermediation process which are severe enough to significantly impair the allocation of savings to profitable investment opportunities"	Financial Stability Review
3	Bank of Finland	"The financial system is stable and reliable when it is able to smoothly conduct its core tasks—including the intermediation of financing, transmission of payments, pricing of financial instruments and allocation of risks. In addition, the risk-bearing capacity of major financial institutions and infrastructure must be sufficient to withstand even severe disruptions in the environment"	Financial Stability Report
4	Central Bank of Norway	"Financial stability implies that the financial system is robust to disturbances in the economy and can channel capital, execute payments and redistribute risk in a satisfactory manner"	Financial Stability Report
5	Bank of Japan	"Financial system stability″ refers to a state in which the financial system functions properly, and participants, such	http://www.boj.or.jp

		as firms and individuals, have confidence in the system"	
6	Reserve Bank of South Africa	"Financial stability can be described as the absence of the macroeconomic costs of disturbances in the system of financial exchange between households, businesses and financial-service firms"	http://www.reservebank.co.za/
7	Central Bank of Sri Lanka	"Financial system stability means a safe and secure financial system which is able to withstand external and internal shocks".	http://www.cbsl.gov.lk
8	Swiss National Bank	"A stable financial system can be defined as a system whose individual components – financial intermediaries and the financial market infrastructure – fulfil their respective functions and prove resistant to potential shocks."	http://www.snb.ch/
9	Central Bank of Iceland	"Financial stability means that the financial system is equipped to withstand shocks to the economy and financial markets, to mediate credit and payments and to redistribute risks appropriately"	Financial Stability Report
10	Central Bank of Argentina	"Financial stability is a state of affairs in which the financial services sector can channel the savings of the population and provide a nationwide payments system in a manner that is efficient, secure and sustainable over time"	Financial Stability Bulletin Second Half 2007
11	Reserve Bank of Australia	"A stable financial system is one in which financial intermediaries, markets and market infrastructure facilitate the smooth flow of funds between savers and investors and by doing so, helps promote growth in economic activity"	http://www.rba.gov.au
12	Austrian National Bank	"In its most concise definition, financial stability refers to a situation in which the financial markets fulfill their allocation function in a satisfactory manner, even in the case of shocks"	http://www.oenb.at/

13	Deutsche Bundesbank	"The Bundesbank defines financial stability as the financial system's ability to perform its key macroeconomic functions well, even in stress situations and during periods of structural adjustment".	http://www.bundesbank.de
14	Czech National Bank	''The CNB defines financial stability as a situation where the financial system operates with no serious failures or undesirable impacts on the present and future development of the economy as a whole, while showing a high degree of resilience to shocks'	Financial Stability Report

Ek B: ***Sistem genelinde makro araçların örneği***

Tool	**Strengths**	**Weaknesses**
Counter-cyclical capital buffers	- Can reduce overall lending - Build a cushion that can be drawn down when boom turns to bust - Relatively easy to implement	- To reduce overall lending, banks may chose to lend less to socially beneficial areas, and maintain lending to lucrative but risky sectors - Buffer can be increased by issuing equity instead of reducing lending - Too blunt an instrument, may stunt growth - Drag on banks ROE which may encourage risky behavior to maintain ROE - Given that financial crises happen, on average every 20 years, and cannot be prevented, costs may not warrant the benefit
Forward-looking loss provisioning	- Builds cushion that can be drawn down when boom turns to bust	- Future losses are hard to estimate, could lead to inefficient allocation of banks' capital - Potentially misleading if badly

	- Creates perception of systematic prudence	estimated and may encourage moral hazard assuming there is protective cushion for the downside - Does not necessarily reduce risky lending
Variable liquidity ratios	- Increase cost of lending, which may reduce overall credit - Mean that cash and other liquid assets are available when a crisis hits	- Inefficient use of liquid assets that could be used more productively - Very costly for banks, thus have negative impact on the financial system and the economy - May encourage risk-seeking behavior by banks to maintain ROE - Liquidity metrics for micro-prudential regulation will not be properly calibrated for years, so perhaps it is pre-mature to think of them for MPR
Reserve requirements	- Reduce total volume of lending by requiring banks to hold more deposits at the central bank - Easy to implement	- Not effective when banks have other sources of funds than deposits, or if reserve are already high - Not the most efficient use of finance - Reduce overall lending but not necessarily risky lending
Limits on currency mismatches	- Limit default risks if local currency suddenly depreciates	- Prevent access to potentially cheaper finance thus preventing financial development and efficiency
Loan quotas	- Reduce overall lending	- Reduce tight regulatory oversight - Difficult to enforce, especially in a market with too many credit providers or sophisticated credit markets

Kaynak: Standard Chartered Research, BIS, Brookings Institutions, FSB

Ek B (devamı) ***Sektöre özel makro araçların Örneği***

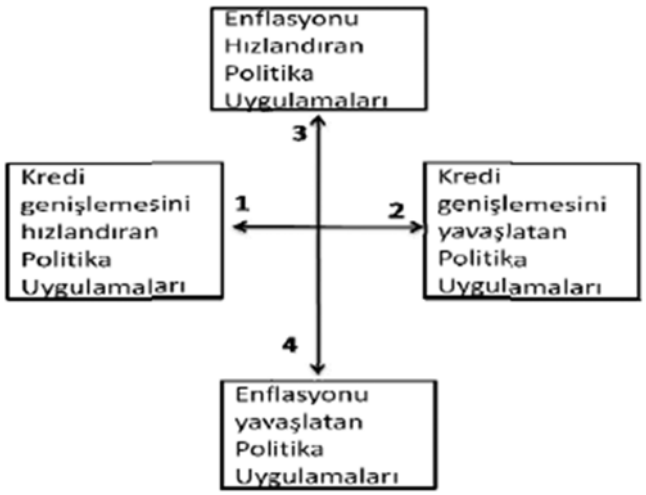
Tool	Strengths	Weaknesses
Loan- to-value (LVP) caps	- Reduce lending to risky sectors thus preventing the	- Difficult to implement in a financial system with large shadow banking sector, non-bank

	build-up of systemic risk - Limit speculation as speculators need more equity and face lower returns - May limit the risk of property bubbles - Intervention is targeted , thus quite effective and with limited side-effects - Easy to implement	credit providers, or deep credit markets - Can be circumvented by borrowers topping up their mortgages with other personal loans - Potential for policy errors - May be perceived as discriminating against less wealthy people so potentially challenging
Debt- to-income (DTI) caps	- Only qualified borrowers get access to credit - Less reliance on asset collateral	- Can be pro-cyclical, as personal income correlates with economic cycle - May not prevent defaults in downturn for borrowers who suddenly find themselves out of a job
Property taxes	- Increase holding cost of property or transaction cost thus limiting demand	- May discourage home ownership for less privileged
Prohibitions on risky products	- Direct limit on leverage	- Can be circumvented by taking out loans in different buyers' names - Interventionist, may encourage corruption
Differential interest rates on risky products	- Increase the cost of speculation	- Enforcement
Sector – specific risk – weight, loan – loss provisioning, capital or reserve requirements	- Build buffers against losses on risky loans - More targeted than system – wide measures, thus likely to be more effective	- Could encourage creative accounting - Difficulties of categorizing risky sectors - Complexity in implementing

Caps on single counterparty or asset- class exposure	- Direct limit on risk exposure - Limit concentration risk	- Could be seen as a form of directed lending - Inefficient allocation of resources in case of policy errors

Kaynak: Standard Chartered Research, BIS, Brooking Institution, FSB

Ek E:İki Hedef İki Araç



Kaynak: Başçı (2011: 12)

Ek F: Kriz Sonrası temel Ekonomik Göstergelerdeki Gelişim

Makro Ekonomik Göstergeler	Yıllar						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013t	2014t
Büyüme (GSYH; %)	0.7	-4.8	9.2	8.8	2.2	3.5	4.1
Enflasyon (TÜFE, dönem sonu)	10.1	6.5	6.4	10.4	6.2	6.8	7.1
Cari Denge (milyar $)	-40.4	-12.2	-45.4	-75.1	-47.7	-55.0	-62.6
Cari Denge (GSYIH'ye oran olarak)	-5.5	-2.0	-6.2	-9.7	-6.1	-6.4	-6.9
Dış Ticaret Dengesi (milyar $; TUİK tanımı)	-69.9	-38.8	-71.7	-105.9	-84.1	-95.9	-107.7
Enerji Faturası (net, milyar $)	40.7	26.0	34.0	47.6	52.4	54.2	58.5
Doğrudan Yabancı Yatırımlar (milyar $; net)	17.2	7.1	7.6	13.7	8.5	12.0	14.0
Döviz Kuru (TL/$; yılsonu, Aralık ortalaması)	1.54	1.50	1.52	1.87	1.78	1.90	1.94
MB O/N Faiz Oranları (yılsonu; basit; %)*	15.00	6.50	6.50	5.75	5.50	5.00	6.00
Gösterge DİBS Faizi (yılsonu; bileşik, %)	16.5	8.9	7.1	11.0	6.2	7.5	8.0
Merkezi Hükümet Faiz Dışı Fazlası (GSYH'ya oran olarak)	3.5	0.0	0.7	1.9	1.4	1.2	0.5
Merkezi Hükümet Bütçe Dengesi (GSYH'ya oran olarak)	-1.8	-5.5	-3.6	-1.4	-2.0	-2.2	-2.4
Merkezi Hükümet Brüt Borç Stoku (GSYH'ya oran olarak)	40.0	46.3	43.1	39.9	37.5	36.6	35.7

Kaynak: Üçer (2013: 8)

EK G: VAR MODELİ

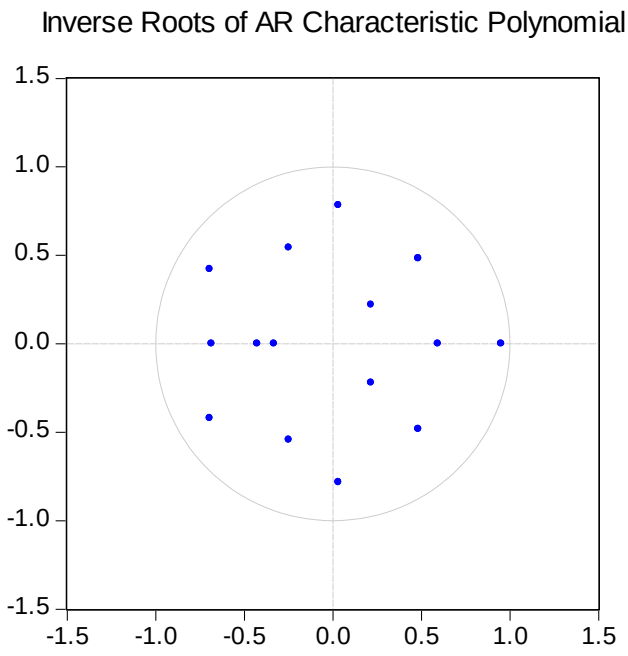
Vector Autoregression Estimates
Date: 06/22/14 Time: 20:35
Sample (adjusted): 2003M05 2014M02
Included observations: 130 after adjustments
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

	DLCPI	DLR1	DLR2	DLR3	DLR4
DLCPI(-1)	0.074767	1.193919	-0.023948	4.663320	-0.000127
	(0.09603)	(0.40236)	(0.05358)	(5.17054)	(0.00014)

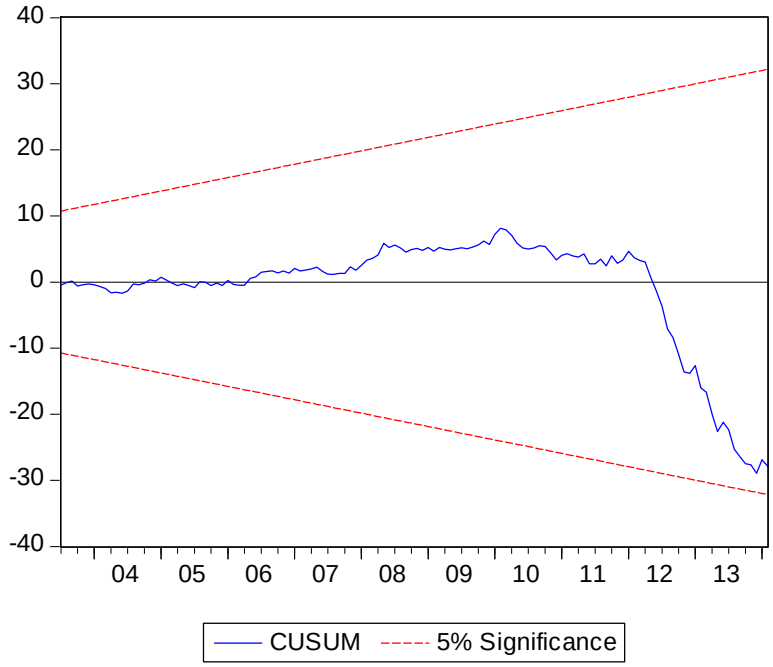
	[0.77855]	[2.96725]	[-0.44699]	[0.90190]	[-0.87567]
DLCPI(-2)	0.557259	0.562631	-0.056335	-1.743306	-0.000595
	(0.08352)	(0.34992)	(0.04659)	(4.49663)	(0.00013)
	[6.67240]	[1.60788]	[-1.20909]	[-0.38769]	[-4.72571]
DLCPI(-3)	-0.400741	-0.770899	-0.040929	2.803313	0.000628
	(0.09204)	(0.38564)	(0.05135)	(4.95558)	(0.00014)
	[-4.35393]	[-1.99903]	[-0.79708]	[0.56569]	[4.52875]
DLR1(-1)	0.032213	-0.035290	0.014173	0.439725	-4.54E-05
	(0.02433)	(0.10195)	(0.01357)	(1.31003)	(3.7E-05)
	[1.32394]	[-0.34616]	[1.04411]	[0.33566]	[-1.23793]
DLR1(-2)	-0.015693	-0.073040	0.017359	-0.013444	1.92E-05
	(0.02388)	(0.10006)	(0.01332)	(1.28582)	(3.6E-05)
	[-0.65710]	[-0.72996]	[1.30290]	[-0.01046]	[0.53338]
DLR1(-3)	-0.031316	-0.014696	0.021324	-0.282428	5.60E-05
	(0.02327)	(0.09752)	(0.01298)	(1.25312)	(3.5E-05)
	[-1.34551]	[-0.15070]	[1.64228]	[-0.22538]	[1.59857]
DLR2(-1)	0.065229	1.232708	0.237765	-6.925421	0.000223
	(0.18308)	(0.76705)	(0.10214)	(9.85694)	(0.00028)
	[0.35629]	[1.60707]	[2.32794]	[-0.70259]	[0.80947]
DLR2(-2)	0.121214	-1.536679	-0.013139	-0.880580	-0.000527
	(0.18420)	(0.77179)	(0.10277)	(9.91774)	(0.00028)
	[0.65804]	[-1.99107]	[-0.12785]	[-0.08879]	[-1.89784]
DLR2(-3)	-0.102561	0.515198	0.116400	-4.277894	7.93E-05
	(0.17340)	(0.72652)	(0.09674)	(9.33603)	(0.00026)
	[-0.59147]	[0.70913]	[1.20325]	[-0.45821]	[0.30369]
DLR3(-1)	0.000642	-0.002436	0.000690	-0.651263	3.98E-06
	(0.00182)	(0.00762)	(0.00101)	(0.09787)	(2.7E-06)
	[0.35347]	[-0.31991]	[0.68000]	[-6.65461]	[1.45445]
DLR3(-2)	-0.005261	-0.010848	5.75E-05	-0.597676	2.63E-06
	(0.00241)	(0.01011)	(0.00135)	(0.12991)	(3.6E-06)
	[-2.18031]	[-1.07311]	[0.04270]	[-4.60082]	[0.72469]
DLR3(-3)	-0.003309	-0.005434	-0.000453	-0.412419	-1.55E-08
	(0.00321)	(0.01345)	(0.00179)	(0.17286)	(4.8E-06)
	[-1.03068]	[-0.40398]	[-0.25291]	[-2.38588]	[-0.00320]
DLR4(-1)	-62.23907	325.5223	6.915122	6332.706	0.059619
	(59.4604)	(249.129)	(33.1722)	(3201.40)	(0.08957)
	[-1.04673]	[1.30664]	[0.20846]	[1.97810]	[0.66563]
DLR4(-2)	315.9325	372.1832	36.18661	-8.586364	0.277225
	(48.9196)	(204.965)	(27.2916)	(2633.87)	(0.07369)
	[6.45820]	[1.81584]	[1.32592]	[-0.00326]	[3.76205]
DLR4(-3)	-224.4995	-541.2450	14.99989	-557.2258	0.555439
	(58.0288)	(243.131)	(32.3735)	(3124.32)	(0.08741)

	[-3.86876]	[-2.22615]	[0.46334]	[-0.17835]	[6.35429]
C	-0.017537	-0.116584	-0.043996	-4.549571	8.21E-05
	(0.04129)	(0.17298)	(0.02303)	(2.22289)	(6.2E-05)
	[-0.42477]	[-0.67396]	[-1.91013]	[-2.04669]	[1.32054]
R-squared	0.509071	0.165544	0.191615	0.313670	0.697253
Adj. R-squared	0.444475	0.055748	0.085248	0.223364	0.657418
Sum sq. resids	0.015166	0.266226	0.004720	43.96250	3.44E-08
S.E. equation	0.011534	0.048325	0.006435	0.620996	1.74E-05
F-statistic	7.880865	1.507734	1.801458	3.473396	17.50350
Log likelihood	404.1951	217.9493	480.0629	-113.9892	1248.944
Akaike AIC	-5.972233	-3.106912	-7.139429	1.999834	-18.96836
Schwarz SC	-5.619305	-2.753984	-6.786502	2.352761	-18.61544
Mean dependent	0.006407	0.009339	0.000580	-0.028398	0.000768
S.D. dependent	0.015475	0.049731	0.006728	0.704661	2.97E-05

Determinant resid covariance (dof adj.)	1.03E-21
Determinant resid covariance	5.34E-22
Log likelihood	2261.459
Akaike information criterion	-33.56091
Schwarz criterion	-31.79628



EK H: CUSUM TESTİ



EK I: VARIANCE DECOMPOSITION

Variance Decomposition of DLCPI:

Period	S.E.	DLCPI	DLR1	DLR2	DLR3	DLR4
1	0.011534	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.011783	97.33677	1.824419	0.026099	0.076877	0.735833
3	0.014561	76.65475	3.080742	1.741737	5.097984	13.42478
4	0.015495	71.48470	2.924900	1.618437	4.560892	19.41107
5	0.015943	67.83218	2.821490	1.576179	4.423489	23.34666
6	0.016199	65.91914	2.739357	1.630279	5.236261	24.47497
7	0.016284	65.94355	2.772503	1.788029	5.190186	24.30573
8	0.016341	65.94707	2.752983	1.809755	5.184335	24.30586
9	0.016397	65.60820	2.759462	1.807338	5.179693	24.64531
10	0.016481	65.18146	2.735346	1.790668	5.138211	25.15432

Variance Decomposition of DLR1:

Period	S.E.	DLCPI	DLR1	DLR2	DLR3	DLR4
1	0.048325	1.941165	98.05883	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.051386	8.299160	88.02142	2.571498	0.049567	1.058352
3	0.052131	8.386521	85.52859	3.688003	0.501566	1.895321
4	0.052479	9.056167	84.46148	3.747310	0.738081	1.996966
5	0.052629	9.280603	84.04727	3.748517	0.751784	2.171827
6	0.052802	9.320827	83.50322	3.748878	1.200359	2.226713

7	0.052851	9.397312	83.39751	3.750380	1.199033	2.255762
8	0.052881	9.423043	83.30506	3.758820	1.241144	2.271936
9	0.052885	9.421527	83.29141	3.763661	1.246000	2.277399
10	0.052922	9.442764	83.17620	3.759430	1.250321	2.371285

Variance Decomposition of DLR2:

Period	S.E.	DLCPI	DLR1	DLR2	DLR3	DLR4
1	0.006435	2.203896	14.86379	82.93232	0.000000	0.000000
2	0.006607	2.111355	14.11002	83.32857	0.421161	0.028895
3	0.006723	2.696592	14.48998	80.97171	0.429298	1.412416
4	0.006854	3.221703	14.64757	79.52340	0.598114	2.009217
5	0.006891	3.571743	14.49869	78.89315	0.749088	2.287326
6	0.006935	3.655467	14.37447	77.88161	0.918819	3.169627
7	0.006955	3.714336	14.31268	77.51492	0.922497	3.535566
8	0.006978	3.732727	14.22213	77.03496	0.923525	4.086658
9	0.006995	3.719262	14.15149	76.65029	0.941659	4.537290
10	0.007011	3.724846	14.08680	76.30325	0.973646	4.911454

Variance Decomposition of DLR3:

Period	S.E.	DLCPI	DLR1	DLR2	DLR3	DLR4
1	0.620996	3.099549	6.68E-06	0.053630	96.84681	0.000000
2	0.743335	2.539403	0.049732	0.194767	95.30195	1.914146
3	0.754636	2.962499	0.144905	0.206274	94.10640	2.579926
4	0.756622	2.985338	0.147015	0.413883	93.77947	2.674293
5	0.785265	3.005133	0.143673	0.457484	93.91094	2.482773
6	0.792867	2.967664	0.141003	0.450153	93.79352	2.647660
7	0.795768	3.012330	0.155430	0.449674	93.74562	2.636941
8	0.795982	3.011829	0.155456	0.464226	93.73195	2.636540
9	0.799444	3.017887	0.154472	0.470769	93.72648	2.630395
10	0.799886	3.016017	0.154369	0.470893	93.70480	2.653922

Variance Decomposition of DLR4:

Period	S.E.	DLCPI	DLR1	DLR2	DLR3	DLR4
1	1.74E-05	4.966052	3.833527	3.458937	0.371875	87.36961
2	1.79E-05	5.222859	6.257769	3.998353	2.285929	82.23509
3	2.08E-05	22.67867	4.997039	4.134329	1.776494	66.41346
4	2.32E-05	19.71445	4.192218	4.041154	1.436568	70.61561
5	2.38E-05	21.31664	4.015716	3.869442	3.581495	67.21671
6	2.61E-05	17.86128	3.358894	3.202529	3.064840	72.51246
7	2.62E-05	17.82572	3.390414	3.316400	3.196304	72.27117
8	2.70E-05	17.32778	3.220794	3.160015	3.014689	73.27672
9	2.75E-05	16.75811	3.208387	3.129288	3.059914	73.84430
10	2.77E-05	17.17999	3.153385	3.072734	3.136086	73.45780

Cholesky Ordering: DLCPI DLR1 DLR2 DLR3 DLR4

KAYNAKÇA

AB'de Mali Denetim, De LarosièreRaporu, 25 Şubat 2009, p33 üzerine Yüksek Düzeyli Grup

Adrian, Tobias and Hyun S. Shin (2010), "Financial Intermediaries and Monetary Economics," in Friedman, Benjamin M and Michael Woodford (eds), Handbook of Monetary Economics. New York: Elsevier.

Adrian, Tobias, Daniel Covitz and Nellie Liang (2013), "Financial Stability Monitoring," Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 601, February 2013.

Akçay, O. Cevdet. 2003. "The Turkish Banking Sector Two Years after the Crisis: A Snapshot of the Sector and Current Risks." In The Turkish Economy in Crisis, ed. ZiyaÖniş and Barry Rubin. London: Frank Cass. 169-87.

Akyüz, Yılmaz and KorkutBoratav. 2003. "The Making of the Turkish Financial Crisis." World Development 31 (9): 1549-66.

Alper, C. Emre and ZiyaÖniş. 2003. "Financial Globalization, the Democratic Deficit, and Recurrent Crises in Emerging Markets: The Turkish Experience in the Aftermath of Capital Account Liberalization." Emerging Markets Finance and Trade 39 (3): 5-26

Alper, K. and T. Tiryaki (2011). "ZorunluKarşılıkların Para PolitikasındakiYeri", CBT Economic Note, No: 11/08

Amin S. (1976), 'Unequal Development: An Essay on the Social Formations of Peripheral Capitalism' New York: Monthly Review Press.

Andrew K. Rose, "A Stable İnternational Monetary System Emerges: Inflation Targeting is Bretton Woods, Reversed", Journal of International Money and Finance, Vol.26, Issues.5, pp. 663-681, 2007

Angelini, Paulo, Stefano Neri and Fabio Panetta (2011), "Monetary and Macroprudential Policies," Bancad'Italia Discussion Paper, 801.

Archer, David J.: "The new Zealand Approach to Rules and Discretion in Monetary Policy", Journal of Monetary Economics, No.39, 1997, pp.3-15.

Aysan A. F.(2010). “Structural Changes and Completion in Banking Sector”, collected talks of BRSA Conference for the Celebration of 10th Anniversary of Establishment of the Banking Regulation and Supervision Agency, 16 Eylul, Ankara, Turkey

BaFin, Annual Report (2007:23).

Baillu, Jeannine, Cesare Meh and Yahong Zhang, 2012, “Macroprudential Rules and Monetary Policy When Financial Frictions Matter,” Bank of Canada Working Paper 12-06 (Ottawa: Bank of Canada).

Baldini Gianmarco, Nai-Fovino Igor, Trombetta Alberto, Braghin Stefano (2012); SECURITY AND COMMUNICATION NETWORKS vol. 6 no. 8 p. 925–935

Banerjee, Ryan, Stephen Cecchetti and Boris Hoffmann (2013), “Flexible Inflation Targeting: Performance and Challenges,” in Is Inflation Targeting Dead, VoxeU.org Book, eds LucreziaReichlin and Richard Baldwin, Centre for economic Policy Research.

Başçı, E. and H. Kara (2011). “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, İktisat İşletme ve Finans, 26 (302).

Başçı, Erdem (2011). “The Turkish Experince”, Bank of Indonesiaand IMF JointConference on CopingwithAsia’sLargeCapitalInflows in a Multi-Speed Global Economy, Bali, Indonesia, March 11 2011, s.11

Başçı, Erdem ve Hakan Kara:“Finansal İstikrar ve Para Politikası”, TCMB Çalışma Tebliğleri, No.11/08, 2011.

Başçı, Erdem ve Kara, Hakan (2011)“Finansal İstikrar ve Para Politikası”, TCMB Çalışma Tebliğleri, No.11/08.

Basel Committee on Banking Supervision (2008) “Liquidity risk: management and supervisory challenges”, Bank for International Settlements.

Başer, TÜRKSAM (2010). http://www.turksam.org/gencbakis/a2134.html, (EriĢim Tarihi 12.03.2013)

Başkaya, Y. S., E. Gülşen and H. Kara (2012). “Inflation Expectations and Central Bank Communication in Turkey” Central Bank Review, 2012, 12 (2), 1-10

Bean, Charles R. (2003). "Asset Prices, Financial Imbalances and Monetary Policy: Are Inflation Targets Enough?" in Anthony Richards and Timothy Robinson (eds.) Asset Prices and Monetary Policy, 48–76. Reserve Bank of Australia: Sydney

Bernanke (2008b), conference speech At the Federal Reserve Bank of Boston's 53rd Annual Economic Conference, Chatham, Massachusetts: http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20080609a.htm

Bernarke Ben S. and Merk Getler (1999). "Monetary Policy and Asset Price Volatility in New Challenges for Monetary Policy" Federal Reserve Bank of Kansas, Kansas City, p. 77-120

Blinder, Alan S., "How Central should the Central Bank Be?," *Journal of Economic Perspectives*, 48 (March 2010), 123-33.

Bofinger, Peter (2001), Monetary Policy: Goals, Institutions, Strategies, and Instruments, Oxford University Press: p. 66

Bollard, A (2004) "Asset prices and monetary policy", speech to Canterbury Employers Chamber of Commerce, 30 January.

Borio, C and P Lowe (2004) "Securing sustainable price stability: should credit come back from the wilderness", BIS *Working Paper* No. 157.

Borio, C and P McGuire (2004) "Twin peaks in equity and housing prices", *BIS Quarterly Review*.

Borio, Claudio (2011), "Implementing a Macroprudential Framework: Blending Boldness and Realism," *Capitalism and Society* 6(1): Article 1.

Boyer, M Martin, 2000. " Insurance Taxation and Insurance Fraud," Journal of Public Economic Theory, Association for Public Economic Theory, vol. 2(1), pages 101-134.

Brunnermeier, Markus and YuliSannikov (2012), "A Macroeconomic Model with a Financial Sector," mimeo, Princeton University.

Brunnermeier, Markus and YuliSannikov (2013), "Reviving Money and Banking," in Baldwin and Reichlin (eds), *Is Inflation Targeting Dead?,* CEPR e-book.

Buiter, Willem H. (2009), "Lessons from the Global Financial Crisis for Regulators and Supervisors," unpublished, London School of Economics (June).

C.Lim, F. Columba, A. Costa, P. Kongsamut, A. Otani, M. Saiyid, T. Wezel, ve X. Wu, Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences", IMF Working Paper, No.238, 2011, s.

Caballero, Ricardo J., "Macroeconomics after the Crisis: Time to Deal with the Pretense-of-Knowledge Syndrome," *Journal of Economic Perspectives*, 24 (September 2010), 85-102.

Çalış A., İGEME-Hindistan Ülke Raporu 2007, http://www.bogazici.org.tr/dokumanlar/hindistan.pdf, (Erişim tarihi, 24.03.2013)

Carboni, Giacomo, Matthieu Darracq Paries and Christoffer Kok (2013), "Exploring the Nexus between Macro-prudential Policies and Monetary Policy Measures," Special Feature A in *ECB Financial Stability Review*, May 2013, p. 99-111.

Carney, M. 2012. "A Monetary Policy Framework for All Seasons." Speech to the U.S. Monetary Policy Forum, New York, New York, 24 February.

Cecchetti, S (2006) "Measuring the macroeconomic risk posed by asset price booms" NBER *Working Paper* 12542.

Cecchetti, Stephen and Marion Kohler (2012), "When Capital Adequacy and Interest Rate Policy are Substitutes (and when they are not)," BIS Working Papers 379, May 2012.

Chang, HaJoon (2010). "It's time to reject the Washington Consensus", The Guardian, November 9th, available at http://www.guardian.co.uk/commentisfree/2010/nov/09/time-to-reject-washington-seoul-g20

Charles Goodhart, "The Changing Role of Central Banks", BIS Working Papers, No.326, Kasım 2010, s.1-35

Christiano, Lawrence, Cosmin L. Ilut, Roberto Motto, and Massimo Rostagno, "Monetary Policy and Stock Market Booms," Working Paper No. 16402, National Bureau of Economic Research (September 2010).

Çiçek ve Alçın (2010). Kriz Sonrasında Para Politikasında Yeni Yaklaşım Önerisi: Esnek Enflasyon Hedeflemesi. Uluslararası Sempozyum 5, 27-29 Mayıs, iç.

Küresel Kriz Sonrasında Ekonominin Yeniden Yapılanması, Balıkesir: Bildiri Kitabı, s.s. 549-559.

Čihák, M., 2006, "How Do Central Banks Write on Financial Stability?", IMF Working Paper No. 06/163 (Washington: International Monetary Fund).

Çınar, B., Erdoğan, Ö.,Gürgür, T. ve Polat, T. (2010). "Küresel Kriz Etkileşim Kanalları ve Türkiye Ekonomisi". *TCMB Ekonomi Notları*,No. 10/07

Claudio Borio (2009) "Implementing A Macroprudential Framework: Blending Boldness and Realism", Research Conference on Financial Stability: Towards A Macroprudential Approach, Honk Kong SAR, 5-6 July 2010, (Çevrimiçi), http://www.bis.org/repofficepubl/hkimr201007.12c.htm., Erişim: 12.11.2011; G20 Toplantısı, Londra.

Claudio Borio (2014: 5) BIS working paper

Claudio Borio, "Central Banking Post-Crisis: What Compass for Uncharted Waters", BIS Working Papers, No.353, Eylül 2011, s.2-3

Çolak, Ömer F (2010).: Şeytanın Oku DediğiYazılar, EfilYayınevi,

Çolak, ÖmerFaruk, .FinansalPiyasalarve Para Politikası., Ankara: GaziKitapevi, 5. Baskı, 2007.

Collard, Fabrice, Harris Dellas, BezahDiba and Olivier Loisel (2013), "Optimal Monetary and Prudential Policies," mimeo, University of Bern.

Committee on the Global Financial System (2010), "Macroprudential Instruments and Frameworks: A Stocktaking of Issues and Experiences," CGFS Paper No. 38, Bank for International Settlements (May).

Committee on the Global Financial System (2012), "Operationalising the Selection and Application of Macroprudential Instruments," Report submitted by a Working Group established by the Committee on the Global Financial System. The Group was chaired by José Manuel González-Páramo, CGFS Papers No. 48, December 2012.

Crockett, A., (1997), "Why is Financial Stability a Goal of Public Policy?" in Maintaining Financial Stability in a GGlobal Economy Synposium Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas, Kansas City, August. Pp. 55-96

Crowe, Christopher, Giovanni Dell'Ariccia, DenizIgan, and Pau Rabanal, "Policies for Macrofinancial stability: Options to Deal with Real Estate Booms," Staff Discussion Note No.11/02, International Monetary Fund (February 2011).

Davis, E., (2001), "A Typology of Financial Instability", Central Bank of Austria, Financial Stability Report No. 2, pp 92-110

De Mello, Luiz, and Diego Moccero, "Monetary Policy and Macroeconomic Stability in Latin America: The Cases of Brazil, Chile, Colombia and Mexico," *Journal of International Money and Finance*, 30 (February 2011), 229-45.

Demirhan, E. (2002). Para Politikasının Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi, Türkiye Bankalar Birliği, İstanbul

Dianne B. Pauls, "U.S. Exchange Rate Policy: Bretton Woods to the Present-İncludes Glossary", Federal Reserve Bulletin, 1990, November, s. 2

Dollar, D. ve Kraay, A. (2001) Growth is GoodforthePoor. Washington, DC: The World Bank.

Durmuş Yılmaz (2008). "Turkey's monetary and exchange rate policy for 2009" speech at the Central Bank of the Republic of Turkey, Ankara, 16 December. See details at http://www.bis.org/review/r090115d.pdf?frames=0

Economic Commission for Africa (2011), Economic Report on Africa 2011. Gove rning Development in Africa. The Role of the State in Economic Transformation. Addis Ababa: UNECA. Available online at http://www.uneca.org/era2011/

Epstein, J.L. (2005). School-initiated family and community partnerships. In T. Erb (Ed.),This we believe in action: Implementing successful middle level schools (pp. 77–96). Westerville, OH: National Middle School Association.

ErkanTokucuve Murat Aykırı, Makroİhtiyat Politikaları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın 2011 Para Politikası, FinansPolitik&EkonomikYorumlar 2011 Cilt: 48 Sayı: 556

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

Ertürk et al., 2008. General Introduction: Financialization, Coupon pool and Conjecture. In: Financialization at Work: Key Texts and Commentary. Routledge: USA, 2008.

EUC (2009: 35-48)

EUROPEAN CENTRAL BANK, The Role of Central Banks In Prudential Supervision, 2001, www.ecb.int

Foot, M. (2003), "What is the financial stability and how do we get it?" The Roy Bridge Memorial Lecture, Financial Services Authority, April

Foster, John Bellamy (2010), The Financialization of Accumulation, Monthly Review, Vol. 62(5).

Froud, J., Johal, S., Leaver, A., & Williams, K. (2006). Financialization& Strategy: narrative and numbers. Routledge.

Galati, Gabriele and RichildMoessner (2011), "Macroprudential policy – a Literature Review," BIS Working Papers No. 337.

Gale, Douglas (2010), "Capital Regulation and Risk Sharing," *International Journal of Central Banking*, 6(4), December 2010, p. 188-203.

Garry J. Schinasi (2004: 10) IMF working paper

Gerlach, Stefan (2010), "Asset Prices and Monetary Policy: Some Sceptical Observations,"

Goodhart, C (2008) "Lessons from the crisis for financial regulation: what we need and what we do not need", http://www.rgemonitor.com/financemarkets-monitor

Goodhart, C. "The Changing Roleof Central Banks". *BIS Working Papers*, No. 326, (2010); Borio, C. "Central Banking Post-Crisis: What Compass for Uncharted Waters?" *BIS Working Papers*, No. 353, (2011)

Graham Bird, "The Bretton Woods İnstitutions and the Political Economy of International Monetary Reform", World Economy, 1996 March, 19(2), s.144

Greenspan, Alan (2002), "Opening Remarks," in *Rethinking Stabilisation Policy*, p. 1-10, Federal Reserve Bank of Kansas: Kansas City.

Greta R. Kripper, (2005) “The Financialization of the American Economy,” *Socio-economic Review* 3, no.2, 173-208; James Crotty, “The Neoliberal Paradox,” in Epstein, ed., *Financialization and the World Economy,* 77-110

Günal Mehmet, (2006) Para Banka veFinansalSistem, İstanbul: Nobel Basımevi, 1. Baskı.

Hanschel, E., Monnin, P., (2005). Measuring and forecasting stress in the banking sector: evidence from Switzerland. BIS Working Paper No. 22

Harriman's Financial Dictionary (2007): Over 2,600 Essential Financial Terms Simon Briscoe, Jane Fuller – p. 348 "Ranking equally, meaning literally 'with equal step'."

Harvey, D. (2005) A Brief History of Neoliberalism. New York: Oxford University Press.

Hein (2011b),

Herbert G. Grubel, World Monetary Reform (Plans and İssues), Standford University Press, Standford, California, 1964, s.55

İGEME, (2010). Brezilya raporu, www.musavirlikler.gov.tr/upload/.../igeme%20Brz%20rapor%20temmuz.doc, (Erişim tarihi, 27.03.2013)

Illing, M., Liu, Y., 2006. Measuring financial stress in a developed country: an application to Canada. Journal of Financial Stability 2, 243–265

IMF (1996) Interim Committee Declaration Partnership for Sustainable Global Growth, Washington D.C., September.

IMF, (2011), “Macroprudential Policy Objectives and Tools: Lessons from Country Experiences,” September, (Washington: International Monetary Fund).

Işık, S. ve Duman, K. (2008). Enflasyon Hedeflemesi ve Dalgalı Döviz Kuru: Bazı Ülke Deneyimleri, Akdeniz Ġ.Ġ.B.F Dergisi sayı:15

Issing, Otmar (2011), "Lessons for Monetary Policy: What Should the Consensus Be?" IMF Working Paper 11/97, Washington.

İTKİB, www.itkib.org.tr/ihracat/DisTicaretBilgileri/.../cin_ulke_raporu.pdf, (Erişim tarihi, 04.04.2013)

İzmir Ticaret Odası, Dış İlişkiler Müdürlüğü, Brezilya Ekonomisi ve Türkiye- Brezilya Dış Ticaret Raporu, (2006).

Jacome, 2008

Jeffrey A. Frankel, What's In and Out in Global Money, Finance and Development, Volume 56,No 3, 2009, s.13-17

Jiménez, Gabriel, Steven Ongena, José-Luis Peydró and JesúsSaurina, (2011), "Hazardous Times for Monetary Policy: What Do Twenty-Three Million Bank Loans Say about the Effects of Monetary Policy on Credit Risk-Taking?," Forthcoming Econometrica.

John Williamson, (2000) "What Should the World Bank Think about the Washington Consensus?", The World Bank Research Observer, Vol. 15, no. 2 August. P-2.

Kara, H. (2012). "An Alternative Policy Tool to Cope with Capital Flow Volatility", OECD-EPC Meeting, Paris. http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/H.Kara_EPC.pdf

Karluk, R., Tonus, Ö. ve Çatalbaş, N., Doğu Asya ve Rusya Krizi Karşısında Türkiye, http://www.econturk.org/tonus.pdf, 16.05.2013)

Karluk, S. Rõdvan, (1997) .Türkiye Ekonomisi Tarihsel Gelişim Yapısal ve Sosyal Gelişim., İstanbul: Beta Basõm Yayım Dağıtım, 5. Baskı.

Kenc,T., Turhan, M.I., and Yildirim O. (2011). The Experience with Macroprudential Policies of the Central Bank of the Republic of Turkey in Response to the Global Financial Crisis. *Policy Research Working Papers*, World Bank. No. WPS5834. Available at: http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/2011/10/05/000158349_20111005142139/Rendered/PDF/WPS5834.pdf.

Kesriyeli, Mehtap, (1997).1980.li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri., TCMB Araştırma Müdürlüğü, Yayın No: 97/4, Ankara, Mart

Kibritçioğlu, Aykut: "Effects of Global Financial Crisis on Turkey",MPRA Paper, No. 29470, Mart 2011.

Kindleberger, C (1996) *Manias, panics and crashes: A history of financial crises*, John Wiley and Sons, Inc. Third Edition.

King, M (2008) "Banking and the Bank of England", Speech to the British Bankers Association, London, 10 June.

Kiyotaki, Nobu and John Moore (1997), "Credit Cycles," *Journal of Political Economy*, 105(2), p. 21-248.

Kontonikas, Alexandros, and Christos Ioannidis, "Should monetary policy respond to asset price misalignments?," *Economic Modelling*, 22 (December 2005), 1105-21

Krugman, Paul (2009), "How did economists get it so wrong?" New York Times, September 6th, p.36. Available at http://www.nytimes.com/2009/09/06/magazine/06Economic-t.html?pagewanted=all

Lambertini, Luisa, CaterinaMendicino and Mario Punzi (2011), "Leaning Against Boom-Bust Cycles in Credit and Housing prices," Banco de Portugal Working Paper, 8

Lechmanova, Natalia (2011). 'Macro-prudential regulation – Lessons from Asia' Special Report, Standard Chartered, London

Levitt Steven D, Chad Syverson (2008). 'Market Distortions when Agents are Better Informed: The Value of Information in Real Estate Transactions', " The Review of Economics and Statistics, MIT Press, vol. 90(4), pages 599-611.

M. Balling, J.M. Berk and M.O. Strauss-Kahn (2010) (eds), The quest for stability: The macro view, Vienna, Suerf.

MacKenzie, Donald, and Yuval Millo. 2003. "Constructing a Market, Performing Theory: The Historical Sociology of a Financial Derivatives Exchange." American Journal of Sociology 109:107-145.

Marangos, J. (2008). The evolution of the anti-Washington Consensus debate: from "post-Washington Consensus" to "after the Washington Consensus". *Competition and Change*, vol. 12, No. 3, pp. 227-44.

Mendoza, E. G. and M. E. Terrones (2008). "An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data", Working Paper 14-49, (May).

Menkul Kıymetler ve Vadeli İşlemler Komisyonu (2011): "Aracılar için Düzenleyici Altyapıları" http://www.sfc.hk/web/doc/EN/aboutsfc/Regulatoryframework.pdf

Mishkin, F. (1999), "Global Financial Instability Framework, Events, Issues", Journal of Economic Perspectives, Vol.13, No. 4, Autumn, pp. 3-20

Naim, Moises (1999), "Fadsand Fashion in Economic Reforms: Washington Consensus or Washington Confusion". Working Draft of a Paper Prepared for IMF Conference on Second Generation Reforms Washington, DC, October 26th. Available online at http://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/1999/reforms/naim.htm

Ng, T (2008) "'Automatic' cycle-stabilising capital requirements: what can be achieved?" RBNZ *Discussion Paper* 2008/04.

Olivier Blanchard, "Monetary Policy and Unemployment", Monetary Policy and Labour Market Conference, New School, 2002, s.7

Orakçı, C. O (2009). Para Politikası Stratejisi Olarak Enflasyon Hedeflemesi: Dünya ve Türkiye Uygulaması, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi, S.B.E., İstanbul

Orhangazi, Ozgur (2008), Financialization and Capital Accumulation in the Nonfinancial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy, 1973-2004, MPRA Paper No.7724.

Özatay, F. (2004). Monetary and Exchange Rate Policies in the Post-Crisis Period in Turkey. *Paper Prepared for the BIS Deputy Governors'' Meeting on 2-3 December, Basel.*

Özatay, F. (2012). "Para PolitikasındaYeniArayışlar", İktisatİşletme and Finans, 27 (315).

Padoa-Schioppa, T. (2002) Financial Supervision: Inside or Outside Central Banks forthcoming: Kremers, J., Schoenmaker, D. and P. Wierts eds. "Financial Supervision in Europe", Edward Elgar, Amsterdam forthcoming

Paligorova,Teodora and Joao A.C. Santos, "Monetary Policy and Bank Risk-Taking: Evidence from the Corporate Loan Market" (July 31, 2012). Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=1991471 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1991471.

Panitch, Leo, Albo, Greg, Gindin, Sam (2010), In and Out of Crises: The Global Financial Meltdown and Left Alternatives, PM Press/Spectre.

Parasız, İ. (2011/b). Merkez Bankacılığı ve Para Politikası, Ezgi Kitabevi, İstanbul, Nisan, 1. Baskı. : 15-16

Pill, Huw and Frank Smets (2013), "Monetary Policy Frameworks after the Great Financial Crisis," Chapter 1 in J. Braude, Z. Eckstein, S. Fischer and K. Flug (eds), *The Great Recession: Lessons for Central Bankers*, MIT Press, 2013.

Pilpil, G. (2010). Brezilya Federal Cumhuriyeti Ülke Raporu, http://latinamerika.ankara.edu.tr/ulkeraporlari/Brezilya.pdf, (Erişim tarihi 15.03.2013)

Prates, D.M. (2012) *How to Evaluate Financıal Regulatıon ın Brazil?* Paper prepared to the workshop "Growth with Financial Stability and New Developmentalism in Brazil", Sao Paulo: FGV-SP, March

Rajan, Ragu (2005), "Has Financial Development made the World Riskier?," in *The Greenspan Era: Lessons for the future*, A symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, August25-27, 2005, Jackson Hole, Wyoming.
Reddy (2012: 29-31)

Reinhart,C. and Rogoff, K ,(2008). "This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises". *NBER Working Paper*, No. 13882,(2008). For global financial crisis, see: Reinhart,C. and Rogoff, K. "This Time is Different: APanoramic View of Eight Centuries of Financial Crises". *NBER Working Paper*, No. 13882.

Rodrik, D. (2006). Goodbye Washington Consensus, hello Washington confusion? A review of the World Bank's "Economic Growth in the 1990s: Learning from a Decade of Reform". *Journal of Economic Literature*, vol. 44, pp. 973-987.

Rusya Ülke Bülteni, DEĞK, (2006). www.kto.org.tr/dosya/rapor/RUSYA-rapor.pdf, (Erişim tarihi 20.03.2013)

Şahin A. (2008). Güney Asya Stratejik Araştırmalar Merkezi (Gasam), 2008 Hindistan Raporu, www.gasam.org. tr., EriĢim tarihi 26.03.2013

Sarıkaya, Ç., Öğünç, F., Ece, D., Kara, H. and Özlale Ü. (2005) Estimating output gap for the Turkish economy, Research Department Working Paper, No: 05/03, Central Bank of Turkey.

Schinasi,G.,(2004), "Defining Financial Stability",IMF Working Paper No. WP/04/187, October.Shaikh, A.: 2009, "Bunalım Kuramlarının Tarihine Giris", Dünya Kapitalizminin Krizi, Der: Nail Satlıgan Ve Sungur Savran, Belge Yayınları, s. 126-171

Sheppard, B. (1996). Exploring the transformational nature of instructional leadership. Alberta Journal of Educational Research, 42, (4), 325-344.

Şiriner I. (2013). "Political Economy of Macroprudential Policies: Case of the Central Bank of Turkey", Conference Paper

Smithers, A and G Wood (2007), “Do banks have adequate access to capital?”,Smithers and Co.Ltd, Report No. 298.

Somgağ S. (2006). Türkiye’ninEkonomikKrizi; OluşumuveÇıkışYolları, İstanbul, 2006 Yayın.

Standart and Poors, FinansalSisteminKırılganlığınınTemelSebepleri, Active BankacılıkveFinansDergisi, Sayı:18, 2001 Mayıs-Haziran

Stanley Fischer, Financial System Soundness, Finance and Development, IMF, Vol.34. No.1

Stein, Jeremy C. (2012). ”Monetary Policy as Financial Stability Regulation,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 127(1), p. 57-95.

Stockhammer, Engelbert (2010), Neoliberalism, Income Distribution and the Causes of the Crisis, Research on Money and Finance, Discussion Paper no.19, June 2010

Stone, M. R., S. Roger, A. Nordstrom, S. Shimizu, T. Kisinbay and J. Restrepo. 2009. “The Role of the Exchange Rate in Inflation-Targeting Emerging Economies.” International Monetary Fund Occasional Paper No. 267.

Şükrü Binay ve Kürşat Kunter, .Mali Liberalleşmede Merkez Bankası.nın Rolü (1980-1997)., Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü, Aralık 1998, http://www.tcmb.gov.tr/ %7eresearch/discus/dpaper2.html

Svensson, Lars E. O. (2010b), “Inflation Targeting and Financial Stability,” keynote lecture at the CEPR/ESI 14th Annual Conference, hosted by the Central Bank of Turkey (October).

Svensson, Lars E.O. (2012), “The Relation between Monetary Policy and Financial Stability Policy,” International Journal of Central Banking 8, Supplement 1 (2012), p. 293-295.

Taylor, John (2010), “GettingBack on Track: MacroeconomicLessonsfromthe Financial Crisis,” Federal Reserve Bank of Saint Louis Review, May-June, p. 165-176.

TCMB Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2011,s.5

TCMB, Enflasyon Rapor 2010-IV, s.6

Terav (2008.E): 2007-2008 Küresel Krizi ve Türkiye: Etkiler ve Öneriler, Ekim 2008 web sitesi

Tunç, Hakan. 2003. "The Lost Gamble: The 2000 and 2001 Turkish Financial Crisis in Comparative Perspective." Pp. 31-52 in ZiyaÖniş and Barry Rubin, eds. The Turkish Economy in Crisis. London: Frank Cass.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası(2006), "Finansal İstikra rRaporu", Haziran 2006 Sayı, Cilt 2.

Ueda, Kenichi and Fabian Valencia (2012), "Central Bank Independence and Macroprudential regulation," IMF Working Paper WP/12/101.

Uygur, E. (2001). KrizdenKrizeTürkiye: 2000 Kasımve 2001 ŞubatKrizleri. *TürkiyeEkonomiKurumuTartışmaMetni*, No: 2001/1.

Van Wijnbergen, Sweder and Timotej Homar (2013), "Recessions after Systemic Banking Crises: Does it Matter how Governments Intervene?," Tinbergen Institute Discussion Papers 13-039/VI/DSF54, Tinbergen Institute.

Viñals, J (2004) "Procyclicality of the financial system and financial regulation", Banco de España conference paper.

Wall Howard J. (2009). Journal Rankings in Economics: Handle with Care, Federal Reserve Bank of St. Louis, April, Working Paper 2009-014A http://research.stlouisfed.org/wp/2009/2009-014.pdf

Walmsley, J. (2000) Caring: a Place in the World. In Traustadottir, R. and Johnson, K. (eds) Women with Intellectual Disabilities: Finding a Place in the World, London, Jessica Kingsley.: 1-2

Walsh, Carl E., "Inflation Targeting: What Have We Learned," *International Finance*, 12 (June 2009), 195-233.

Whelan, Karl (2013), "A Broader Mandate: Why Inflation Targeting is Inadequate," in Baldwin, R. and L. Reichlin (eds), *Is Inflation Targeting Dead?*,Vox-EU e-book.

Williamson, Jeffrey G (2003)Land, labor, andglobalization in thethirdworld, 1870–1940. Journalof EconomicHistory 62 (March): 55–85.

Woodford, Michael (2011), "Monetary Policy and Financial Stability," Columbia University Working Paper presented at the 2011 NBER Summer Institute.

World Bank, (2006)."Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye'de Uygulanabilirliği" Dünya Ekonomi Raporu verileri, www.ceterisparibus.net/arsiv.htm, (Erişim tarihi, 17.02.2011)

Yaşar Tamer Ergül (2005), "Ekonomik İstikrarsızlıkları Anlamında Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi", Yayınlanmamış Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir, s. 104

Yay, Gülsün Gürkan (2001), .1990.lı Yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Analizi.,Yeni Türkiye Ekonomik Kriz Özel Sayı, No.2, ss.1234-1248.

YiğitbaĞ, ġ. (2009). Gelişen Piyasa Ekonomilerinde Alternatif Para Politikası Stratejileri, Türkiye Ekonomisi Açısından Bir Değerlendirme, Celal Bayar Üniversitesi, Manisa, Yönetim ve Ekonomi Dergisi, Cilt 16, Sayı:1

INTERNET ADRESLER:

http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=fs_ovr&pg=fs_ovr_what&lang=en

http://www.boj.or.jp

http://www.reservebank.co.za

http://www.cbsl.gov.lk

http://www.snb.ch/

http://www.rba.gov.au

http://www.oenb.at

http://www.bundesbank.de