

Makro İhtiyat Politikaları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın 2011 Para Politikası

Özet

1990'lardan sonra merkez bankalarının öncelikli görevlerinin fiyat istikrarını sağlamak olduğuna yönelik geniş bir uzlaşısı mevcuttur. Ancak, merkez bankaları, fiyat istikrarını sağlama görevlerinin yanında finansal istikrarı sağlama ve koruma noktasında da önemli görevler üstlenmiştir. Özellikle yaşanan 2008 finansal krizi merkez bankalarının, finansal istikrarın korunmasındaki rolünün ne kadar hayati önem taşıdığını, düzenleme ve denetim için makro ihtiyat politikalarının önemini göstermiştir. Bu bağlamda para ve ihtiyati politikalar arasında güçlü bir tamamlayıcılık söz konusudur. Güçlü bir finansal sistem etkin para politikaları için bir ön koşuldur. Zayıf bir finansal sistem para politikası önlemlerinin etkinliğini azaltır ve düzensiz parasal bir ortam finansal istikrarsızlığı tetikler.

Son krizin sonuçları bir bütün olarak finansal sistemin makro ihtiyati denetiminin ve düzenleyici bir çerçevenin gerekliliğini ortaya koymuştur. Makro ihtiyat politikaları bir bütün olarak finansal sistem üzerine odaklanan ve sistemik riskin izlenmesi, değerlendirilmesi ve küçültülmesini içeren politikalardır.

Anahtar Kelimeler: Makro ihtiyat politikaları, para politikaları, kredi genişlemesi, merkez bankası

Macroprudential Policies and CBRT's 2011 Monetary Policy

Abstract

After the 1990's there is a broad consensus that central banks' primary responsibility is to preserve monetary (price) stability. But they also have an important role to play in promoting financial stability. Especially the last financial crisis has demonstrated the vital role of central banks in safeguarding financial stability and the importance of the macroprudential approach to regulation and supervision. In this context there is a strong complementarity between monetary and prudential policies. A sound financial system is a prerequisite for an effective monetary policy. A weak financial system undermines the efficacy of monetary policy measures, and a disorderly monetary environment can trigger financial instability.

The consequences of the financial crisis have demonstrated the need for broadening the regulatory framework and the macro-prudential supervision of the financial system as a whole. The macroprudential policies focuses on the financial system as whole and involves the monitoring, assessment and mitigation of systemic risk.

Keywords: Macroprudential policies, monetary policies, credit growth, central

Erkan TOKUCU¹
Murat AYKIRI²

¹ Yrd. Doç. Dr. Kafkas Üniversitesi
İİBF İktisat Bölümü,
erkan.tokucu@gmail.com

² Öğr. Gör., Kafkas Üniversitesi,
Kağızman Meslek Yüksekokulu,
m.aykiri@hotmail.com

Giriş

Küresel finansal krizlerin 2000'li yıllardan sonra giderek yaygınlaşması son zamanlarda para politikaları üzerine yeniden düşünülmesine ve yeni fikirler üretilmesine neden oldu. 1970'lerin sonlarında ve 1980'lerin hemen başlarında Keynesyen İktisat Okulunun politika önerisi olarak ileri sürdüğü talep yönlü politikalar terk edilmiş ve Monetarist İktisat Okulu'nun görüşleri benimsenmiştir. Monetarist İktisat Okulu'nun temel görüşü ise parasal stokların kontrol edilerek enflasyonun kontrol altında tutulabileceği biçiminde olup, politikanın temel varsayımlarından birisi para talebinin istikrarlı olduğuydu. Ancak para talebinin varsayıldığı gibi istikrarlı olmadığı uygulamalarda anlaşıldı ve parasal stokların ara hedef olarak kullanılmasından vazgeçildi. 1990'larda ise Yeni Keynesyen İktisat Okulu'nun temel görüşleri popülerlik kazandı ve birçok ülkede özellikle para politikası uygulamalarında Yeni Keynesyen Politikalar uygulanmaya başlandı (Arestis & Sawyer, 2002: 1).

Yeni Keynesyen para politikaları kural benzeri para politikaları olarak adlandırılmaktadır ve Keynesyen politikalar ile yerleşik iktisat içerisinde önerilen politikaların bir karması niteliğindedir. Ücret ve fiyat katılıklarından dolayı toplam talepteki artışlar ve azalışlar çıktının dalgalanmasına neden olur. Merkez bankası uygulayacağı aktif para politikaları ile sisteme müdahale eder ve ekonomide istikrarı sağlar. Merkez bankalarının çıktıda ve enflasyon oranında değişiklikler olduğunda, hedeflenen düzeylerden sapmalar yaşandığında nasıl tepki verecekleri Taylor Kuralı çerçevesinde belirlenir (Berg vd, 2004: 3).

Ancak son yıllarda finansal sistemdeki istikrarsızlıkların artması ile birlikte fiyat istikrarı amacına odaklanmış merkez bankalarının giderek finansal sistemin istikrarını da önemsemeye başladıkları görülmektedir. Özellikle IMF içerisinde bu konu ile ilgili olarak tartışmalar yapılmaktadır. Merkez bankalarının sadece fiyat istikrarına odaklanmasına akademik çevrelerden de güçlü eleştiriler gelmeye başladı. Eleştirilerin odağında ise 2007 finansal krizi döneminde fiyat istikrarının sağlanmış olmasına rağmen bu krizin yaşanmış olması gelmektedir. Dolayısıyla sadece fiyat istikrarına odaklanan bir merkez bankasının finansal krizleri önlemede başarılı olamayacağı, finansal sis-

temi de yakından takip etmesi gerektiği hatta bunun için merkez bankalarının araç setinin genişletilmesi gerektiği son zamanlarda sıklıkla vurgulanmaktadır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)'nin TCMB'nin 2011 Para ve Kur Politikası metnini de bu açıdan okumak gerekmektedir. TCMB'nin merkez bankacılığı konusundaki son tartışmaları yakından takip ettiği ve bu tartışmalar ışığında son zamanlardaki finansal gelişmeleri okuduğu ve buna uygun yeni stratejiler geliştirdiğini söylemek mümkündür.

Bu çalışmada para politikasındaki son tartışmalar özellikle makro ihtiyat politikaları hakkında bilgi verilecek ve TCMB'nin 2011 para politikası bu açıdan değerlendirilecektir. TCMB'nin yaptığı açıklamalarda makro ihtiyat politikalarının önemini vurgulamakta ve finansal istikrarın sağlanmadığı bir ortamda fiyat istikrarı hedefinin de başarılı olamayacağı belirtilmektedir.

1- Para Politikalarında Dönüşüm ve Taylor Kuralı

Para politikası merkez bankalarının ellerindeki politika araçlarıyla piyasadaki para miktarının ya da faiz oranlarını kontrol ederek toplam talep hacmini etkilemektir. Herhangi bir merkez bankasının etkin ve bağımsız bir para politikası takip edebilmesi için yani piyasadaki para hacmini toplam talebi etkileyecek düzeyde belirleyebilmesi için kendisine verilen hedefin tek olması gerekir. Bu açıdan bakıldığında para politikalarının Bretton Woods Sistemi'ndeki etkinliğinin az olduğu görülecektir (Siklos, 2002: 12). Bunun temel nedeni merkez bankalarının döviz kurunu sabit tutmakla görevlendirilmiş olmalarıydı. Merkez bankaları bağımsız para politikalarını takip etmekten ziyade sermaye giriş ve çıkışlarının kur üzerindeki etkisini ortadan kaldıracak politikaları takip ediyorlardı. Örneğin sermaye girişlerinin (çıkışlarının) kuru düşürme (artırma) yönünde yaptığı baskı piyasadaki fazla dövizin alınmasıyla (döviz satılmasıyla) ortadan kaldırılmaya çalışılıyordu ki bu durum piyasadaki para miktarının artmasına ya da azalmasına neden olmaktaydı.

1970'lerde Bretton Woods Sistemi'nin çökmesiyle birlikte para politikalarını yürüten merkez bankaları da bağımsız para politikası uygulama noktasında rahatladılar. Kur düzeyi piyasadaki döviz arzı ve talebi tarafından belirlenecek merkez ban-

kası da bağımsız bir para politikası güdebilecekti. 1970'lerin sonları ve 1980'lerin ilk yıllarında bu anlayışa bağlı olarak merkez bankaları Monetarist para politikalarını uygulamaya başladılar. Merkez bankaları enflasyonla mücadeleyi kendileri için birincil amaç olarak kabul ettiler ve parasal büyüklüklerin kontrol edilmesiyle bu amacı elde edeceklerini varsaydılar. Monetarist para politikalarının arka planında Klasik İktisadın miktar teorisi yatmaktadır ki monetaristlerin geliştirdikleri görüşler modern miktar teorisi olarak da adlandırılmaktadır (Froyen, 1990: 266).

1980'lerin ilk yarısı bitmeden başta Amerikan Merkez Bankası (FED) olmak üzere monetarist politikaları uygulayan merkez bankaları bu para politikalarını terk ederek yeni bir strateji arayışına girdiler (Galbraith, 2008: 3). Monetarizmin terk edilmesinin temel nedenleri arasında özellikle istikrarlı olduğu iddia edilen para talebinin istikrarsız olması gelmektedir (Snowdon, Howard, 2005: 168). Çünkü para talebi istikrarsızsa parasal büyüklüklerin sabitlenmesi tek başına yeterli olmayacaktır.

1990'lı yıllarla birlikte para politikalarında Yeni Keynesyen görüş hâkim olmaya başladı. Yeni Keynesyenlere göre ücretlerin ve fiyatların rasyonel nedenlerden dolayı¹ katı olması toplam talep değişimlerinin çıktı üzerinde dalgalanma yaratmasına neden olmaktadır. Şöyle ki toplam talep arttığı zaman fiyatların intibakı zaman almakta ve piyasa dengesinin sağlanması da gecikmektedir. Piyasanın işleyişi aksadığından ve denge noktasına ulaşılması zaman aldığından dolayı piyasaya müdahale kaçınılmaz olmaktadır. Müdahale ile istikrar sağlanacak ve denge noktasına daha kısa zamanda ulaşılabilecektir. Merkez bankası ve para politikaları açısından müdahale toplam talep değişimleri olduğu zaman piyasa faiz oranlarının değiştirilmesi ile gerçekleştirilmektedir. Yeni Keynesyenlerin bu konudaki yaklaşımları Enflasyon Hedeflemesi olarak bilinmektedir ve bu yaklaşımda para politikalarının tepkisi Taylor Kuralı çerçevesinde oluşturulmaktadır (Berg vd, 2004: 3).

Taylor Kuralı, John Taylor tarafından geliştirilmiş basit bir kuraldır. Kural merkez bankalarına politika tepkilerini oluştururken nasıl tepki verme gerektiği konusunda bir rehber sunmaktadır. Temel politika aracı kısa vadeli gösterge faiz oranlarıdır. Bu faiz oranı ile ekonomideki diğer faiz oranları arasında bir ilişkinin olduğu ve faiz oranlarıyla toplam talebin etkilenebileceği kabul edilmektedir. Kuralın basit şekli aşağıdaki gibi formülize edilmiştir (Taylor, 1993: 202):

$$r = p + 0,5y + 0,5(p-2) + 2$$

Eşitlikte yer alan değerler;

r = Politika faiz oranı

p = Önceki dört çeyrek enflasyon oranı

y = Reel Gayri Safi Yurt İçi Hasılanın (GSYİH) hedeflenen düzeyden % sapmasıdır

$$y = 100 (Y - Y^*) / Y^*$$

Y Reel GSYİH ve Y^* ise GSYİH'nin trend değerini yani uzun dönem potansiyel değerini temsil etmektedir.

Eşitlikte yer alan 0,5 katsayısı merkez bankasının enflasyondaki sapmaya ve üretimdeki sapmaya verdiği ağırlıkları (bu sapmaları ne kadar önemsediyini) ifade etmektedir. Eşitliğin sonunda yer alan 2 değeri ise uzun dönem denge reel faiz oranını ifade etmektedir.

Eşitlik kısaca şu anlama gelmektedir; eğer cari enflasyon hedeflenen değeri aşarsa, ya da reel GSYİH'nin cari değeri potansiyel değerini aşarsa çıktı açığı pozitif olur ki merkez bankası politika faiz oranını yükseltmelidir. Eğer cari enflasyon hedeflenen oranından daha düşük olursa ve reel GSYİH'nin cari değeri potansiyel değerinden düşük olursa merkez bankası bu durumda politika faiz oranını düşürmelidir.

Bu yaklaşım, yukarıda da belirtildiği üzere, literatürde enflasyon hedeflemesi yaklaşımı olarak bilinir ve 1990'lardan sonra birçok ülke bu yaklaşımı temel para politikası stratejisi olarak kabul etmiştir. Bu stratejide ara hedef olarak enflasyon oranları, politika aracı olarak da kısa vade politika faizleri alınmaktadır. Türkiye ekonomisinde de TCMB

¹ Ücret katılıkları; İçeridekiler-Dışarıdakiler Yaklaşımı, Uzun Vadeli Sözleşmeler, Etkin Ücretler Yaklaşımı gibi yaklaşımlarla açıklanırken, fiyat katılıkları; koordinasyon problemleri ve menü maliyetleri gibi yaklaşımlarla açıklanmaya çalışılmıştır.

9 Mayıs 2001 tarihli 4651 sayılı Merkez Bankası Kanunu ile bu yaklaşımı benimsemiştir.

1990'lardan sonra birçok ülke enflasyon hedeflemesi yaklaşımını benimsedi ancak finansal piyasalardaki gelişmeler enflasyon hedeflemesi yaklaşımının da bir takım sorunlarla karşılaşmasına neden oldu.

Finansal piyasalardaki gelişmelerin nedenleri; birçok ülkede yurt içi bankacılık sisteminin kuralılaştırılması banka dışı finansal araçların sayısındaki ve bu araçlar tarafından sunulan araç sayısındaki artış, yurt dışı hesapların serbestleştirilmesi, merkez bankalarının bağımsızlıklarının artması, kamu borç yönetiminde merkez bankalarının sorumluluklarının azalması, para politikası aracı olarak M1 ya da M2 gibi parasal büyüklüklerin kullanımının oldukça azalması gibi nedenlerdir (Ho, 2008: 2).

Yukarıdaki nedenler Taylor Kuralı'nın da eleştirilmesine ve Taylor Kuralı ile fiyat istikrarını sağlamaya çalışan merkez bankalarının para politikasının genel çerçevesini genişletmeleri gerektiği konularının gündeme getirilmesine neden olmuştur. Son kriz aslında merkez bankacılığında, para politikalarında, Yeni Keynesyen İktisatta ve Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı'nda da dönüşüme neden olmuştur. Makro İhtiyat Politikaları da bu çerçevede değerlendirilebilir. Finansal krizlerin yaygınlaşması ve fiyat istikrarı hedefine ulaşıldığı dönemlerde finansal krizlerin görülmesi, tek başına fiyat istikrarının yeterli olmadığını ve finansal istikrarın da önemli olduğunu ortaya çıkarmış ve makro ihtiyat politikalarının yeni bir politika çerçevesi olarak öne sürülmesine neden olmuştur.

Merkez bankaları para politikalarını yürütürken son yıllarda para politikası aracı olarak faiz oranlarını kullandılar ki bu durum Taylor Kuralı'na bağlı olmanın doğal bir sonucuydu. Merkez bankaları politika faiz oranlarını kullanarak piyasadaki diğer faiz oranlarını etkileyecekler ve böylece ekonomideki harcama akımlarını kontrol edeceklerdi. Burada parasal aktarım kanalının daha çok banka kredileri üzerinden gerçekleşeceği beklenmekteydi ve bankalara çok önem veriliyordu. Bankalara önem verilmesi sadece parasal aktarım kanalındaki önemlerinden değil aynı zamanda önceki krizlerde krizlerin daha çok bankacılık sektörü üzerinden bankalara hücumlardan sonra gerçekleşmiş ol-

masından dolayıydı. Dolayısıyla bankacılık sisteminin güçlendirilmesi adına bir taraftan mevduat sigortası geliştirilmiş diğer taraftan bankaların likidite sıkıntısına düşme ihtimallerine karşı hazırlık olması için merkez bankasının en son ödünç veren fonksiyonunu güçlendirilmiştir. Ancak bankacılık sistemi güçlendirilirken banka dışı finansal kurumlara yeterince önem verilmemiştir. Asimetrik bilginin neden olacağı sorunların üzerine gidilmiş ancak piyasa başarısızlığın neden olacağı sistemik ve makroekonomik sorunlar ihmal edilmiştir. Finansal piyasalardaki kuralılaştırma işlemleri önemli oranda desteklendi fakat müdahale gerektiğinde, serbest piyasaya müdahale edilmemelidir anlayışı altında, müdahalelerden kaçınıldı (Blanchard v.d, 2010: 6).

Yaşanan son finansal krizle birlikte finansal piyasaların denetiminin ne kadar önemli olduğu ortaya çıkmıştır. Ayrıca para politikalarının tek başına yeterli olmayabileceği ya da fiyat istikrarı adına başarı sağlansa bile finansal istikrarsızlığın görülebileceği net bir şekilde anlaşılmış oldu. ABD'deki krizle birlikte bir taraftan para politikaları diğer taraftan finansal sistemdeki kurumlar tekrar gözden geçirilmeye başlandı. IMF, BIS gibi kurumların, aşağıda da alıntı yapılan, yayınlarında bu konu oldukça tartışıldı ve tartışılmaya da devam etmektedir (IMF, 2009; BIS, 2010).

Fiyat istikrarının finansal istikrara da katkıda bulunduğunu ya da finansal istikrarın sağlandığı bir ekonomide fiyat istikrarı hedefine ulaşmanın kolay olduğu doğrudur. Hatta parasal istikrar ile finansal istikrar arasında güçlü bir ilişki vardır. Merkez bankaları hedefledikleri parasal amaçlara ulaşabilmek ve en iyi değerlendirmelerde bulunabilmek için finansal sistem hakkında bilgilere ihtiyaç duyar. Örneğin finansal piyasa verileri, kredi verileri, finansal sistemdeki kurumların denetim sonuçları bu bağlamda merkez bankası için önemli verilerdir (Healey, 2001: 67). Verilerin elde edilmesi ve ona göre politikalar üretilmesi işin sadece bir yönünü teşkil etmektedir. Önemli olan merkez bankaları tarafından uygulanan para politikalarının finansal piyasalar üzerinde etkili olup olmayacağıdır. Ancak fiyat istikrarının sağlanmış olması finansal istikrarın da sağlanmasını garanti etmez. Ekonomide reel ekonomiyi ve finansal piyasaları etkileyecek yapısal ya da davranışsal değişimler olduğunda merkez bankasının devamlı kullandığı araçları kullanarak hem fiyat istikrarını hem de fi-

nansal istikrarı aynı anda sağlaması mümkün olmayabilir. Örneğin faiz oranlarının çok düşük olduğu ve fiyat istikrarının sağlandığı bir ortamda finansal dengesizlikler ortaya çıkabilir. Şöyle ki düşük faiz oranları riskin daha düşük fiyatlandırılmasına neden olacağı için kaldıraç oranlarının aşırı yükselmesine ve varlık fiyatlarında balonların oluşmasına neden olacaktır. Merkez bankaları ve para politikaları için ikilem yaratan bir diğer örnek 2008 yılında yaşanan petrol fiyatlarında ve bazı emtia fiyatlarında meydana gelen artışlardır. Emtia fiyatlarında meydana gelen bu artışlar hem enflasyonist baskılara neden olmaktadır hem de finansal sistem içerisinde baskı artmakta idi. Merkez bankaları bir taraftan bu fiyat artışlarının ücretler ve fiyatlar üzerinde neden olacağı ikinci tur etkilerini önleyerek fiyat istikrarını sağlamaya çalışırken diğer taraftan para piyasaları üzerindeki baskılara ve finansal istikrarı tehdit eden diğer unsurlara da dikkat etmek zorundaydı. Merkez bankalarının ellerindeki para politikası aracı olan politika faiz oranlarını kullanarak farklı amaçları aynı anda sağlaması mümkün olmadı. Dolayısıyla fiyat istikrarını ve finansal istikrarı tehdit eden faktörler arasında eğer ilişki yoksa ve fiyat istikrarını sağlamakla finansal istikrarı sağlamak arasında bir trade-off varsa merkez bankasının elindeki politika araçları setini genişletmesi gerekir ki aksi takdirde hedeflerden birisine ulaşırken diğer hedeften uzaklaşması mümkündür (Papademos, 2009).

2- Makro İhtiyat Politikaları ve Politika Araçları

Bu konularla ilgili tartışmalarda hem iktisat politikası uygulamaları açısından hem de para politikaları açısından bazı derslerin çıkarılması gerektiği ifade edilmektedir. Makro iktisat politikalarının genel çerçevesinin yeniden düzenlenmesi gerektiği bu bağlamda para politikası ile düzenleyici politikalar arasındaki ilişkilerin ve maliye politikalarının tekrar gözden geçirilmesi gerektiği belirtilmektedir. Makro ihtiyat politikaları, günümüzdeki makro iktisat politikalarının kayıp parçası olarak da görülmektedir. Özellikle 2000'li yıllardan itibaren makro iktisat politikaları ile finansal kurumların düzenlenmesi arasında önemli bir açıklık meydana geldi. Eğer 2000'li yıllardan sonra makro ihtiyat politikaları kullanılarak sistemin sağlamlığı artırılmalı idi ve ekonomilere sunulan aşırı kredi arzı daha düşük düzeylerde tutulabilseydi kriz çok daha az maliyetli olacaktı (Bank of England,

2009: 3).

Makro ihtiyat politikaları (macro-prudential policies), para politikalarının içerisinde yürütüldüğü finansal sistemin sağlam temellere oturtulmasını hedefleyen politikalardır. Makro ihtiyat politikası bir bütün olarak finansal sistemin istikrarının geliştirilmesi hedefine uygun olarak ihtiyati araçların kullanımını ifade eder. Temel amaç tüm finansal kurumlar arasında karşılıklı etkileşimin olduğunu kabul ederek sistemik riski azaltmaktır (Caruana, 2010: 2). Finansal krizlerle birlikte bu tür politikalara yönelik arayışlar hızlanmıştır. Bu politika çerçevesinde sistemik risk yaratabilecek yapısal kırılmalıkların engellenmesi hedeflendiğinden finansal sistem içerisinde faaliyette bulunan tüm kurumlar denetlenmeli ve bazı sınırlamalar koyulmalıdır (Fujita, 2010: 3).

Makro ihtiyat politikaları para, maliye ya da döviz kuru politikası değildir. Onların yerine geçen politikalar değil daha çok onları tamamlayan, bu politikaların daha etkin olarak uygulanmasını sağlayan politikalardır. Para, maliye ve döviz kuru politikaları finansal istikrarı sağlayabilirler fakat birincil amaçları bu değildir. Makro ihtiyat politikalarının ise birincil amacı finansal istikrarı bozabilecek gelişmelere engel olmak ve bu sayede finansal istikrarı sağlamaktır. Finansal istikrar sağlandığında uygulanacak para politikalarının etkinliği daha da artmış olacaktır.

Makro ihtiyat politikalarının bazı özellikleri taşımaları gerekir. Bunlar (BIS, 2010);

- Politikacılar yerine getiremeyecekleri taahhütlerde bulunmamalıdır. Finansal sıkıntı anlarında sistemin esnekliğini artırıcı faaliyetlerde bulunmalı ve gerçekçi hedefler tayin etmelidirler.
- Sistemin esnekliğini ve sağlamlığını artırmak için kullanılacak araçlar, örneğin aşırı risk alınmasını engelleyecek araçlar gibi, olabildiğince basit kurallara bağlı olmalıdır.
- Merkez bankaları, makro ihtiyat politikalarının hazırlanmasında ve yürütülmesinde etkin roller üstlenmelidir. Çünkü merkez bankaları hem finansal sistem hem de ekonominin geneli hakkında oldukça geniş bilgi setine sahiptir ve aynı zamanda elde ettikleri deneyimler de çok değerlidir. Merkez bankalarının sahip oldukları bilgi ve dene-

yime bağlı olarak hazırlayacakları ya da önerecekleri makro ihtiyat politikaları çok daha etkin olacak ve para politikaları daha etkin bir şekilde yürütülebilecektir.

Makro ihtiyat politikaları kelime olarak geniş anlamlar çağrıştırabilmektedir. Ancak geniş tanımlamalardan kaçınılması gerekir. Çünkü geniş tanımlamalar takip edilmesi ya da ulaşılması gereken amaçları gereksiz yere genişletecek ve hesap verebilirliği azaltacaktır. Makro ihtiyat politikalarının amaçlarının, etkilerinin ve sorumluluklarının çok iyi anlaşılması ve politikaların yürütülmesi ile ilgili iletişimin iyi olması gerekir. Anlam genişletildiği zaman politika ile ilgili kafa karışıklığı artacak bu da politikanın etkinliğini azaltacaktır.

Makro ihtiyat politikası araçlarının yokluğunda merkez bankaları özellikle finansal çalkantı durumlarında zorlanacaklardır. Yukarıda değinildiği üzere, aşırı risk alınmasını önlemek için merkez bankası faiz oranlarını yükselttiğinde çıktı açığının artmasına neden olacak, faiz oranlarını düşük tuttuğunda ise kredi genişlemesi, aşırı risk alımı ve varlık fiyatlarında balon oluşumu gibi durumlarla karşılaşacaktır. Dolayısıyla para politikası araçları ile düzenleyici araçlar bir araya getirilerek araç seti genişletilmelidir. Böylece hem merkez bankası rahatlayacak hem de kriz dönemlerinde krizle mücadelede başarı şansı artacaktır (Clarens, 2010: 18).

Taylor Kuralına bağlı olarak para politikalarını yürüten merkez bankalarının para politikalarını düzenleyici araçlarla desteklerlerse uygulayacakları para politikalarının başarı şansının artacağı ilemektedir. Hem enflasyondaki hem de çıktıdaki sapma oldukça azalmaktadır.

ri sürülmektedir (Blanchard v.d, 2010: 6). Blanchard, merkez bankasının hem para politikalarını hem de düzenleyici politikaları kendi bünyesinde toplaması gerektiğini ileri sürmekte ve bu şekilde yürütülen para politikalarının daha etkin olacağını ileri sürmektedir. IMF'nin 2009 Dünya Ekonomik Görünümü Raporu'nda (IMF, 2010) Blanchard'ın önerdiği türden bir politikanın nasıl başarılı olacağı anlatılmış ve bununla ilgili bir çalışma yapılmıştır.

Çalışmada dört politika rejimi ele alınmıştır. Birinci politika rejimi standart Taylor Kuralıdır. Bu politika rejiminde faiz oranları hem enflasyon hem de çıktıdaki sapmalara tepki vermektedir. İkinci politika rejimi Eklentili Taylor Kuralıdır (Augmented Taylor Rule). Burada merkez bankası hem enflasyondaki ve çıktıdaki sapmalara hem de nominal kredilerdeki değişime tepki vermektedir. Üçüncü politika rejiminde makro ihtiyat politika araçları Eklentili Taylor Kuralı modeline dahil edilmektedir ki burada gecikmiş nominal kredi büyüklüklerine verilen bir tepki vardır. Makro ihtiyat politika araçları politika faiz oranıyla kredi oranı arasındaki farkı etkileyerek gecikmiş nominal kredi büyüklüklerine tepki verilmesini sağlar. Dördüncü politika rejimi üçüncü politika rejiminin bir versiyonudur ki burada her değişkene verilen ağırlık optimizasyon süreci ile belirlenmektedir. Optimizasyon süreci; olabileceği düşünülen belirli şoklara karşı verilecek en iyi tepkinin ne olduğunu araştırır. Tablo 1'den de görüleceği üzere bir finansal şok yaşanması durumunda en iyi performans dördüncü politika rejimi vermektedir. Zaman Her Bir Tutarın Riski Yönetiminde para politikalarının etkinliği oldukça yüksektir.

Tablo:1 Bir Finansal Şok Durumunda Politika Rejimlerinin Performansları

Rejimler	Performans			
	Enflasyondan Standart Sapma	Çıktı Açığından Standart Sapma	Kayıp	Derecelendirme
1.Rejim	0.512	0.624	0.652	4
2. Rejim	0.110	0.076	0.018	3
3. Rejim	0.092	0.061	0.012	2
4. Rejim	0.018	0.040	0.002	1

Kaynak: IMF 79. Annual Report, p.112.

1.Rejim: Taylor Kuralı, 2.Rejim: Eklentili Taylor Kuralı, 3.Rejim: Eklentili Taylor + Makro İhtiyat, 4.Rejim: Optimize Edilmiş Eklentili Taylor + Makro İhtiyat, a: Kayıplar çıktı açığındaki değişkenlik ile tüketici fiyat endeksi enflasyonunun toplamına eşittir.

Yukarıda verilen örnekler makro ihtiyat politikaları ile desteklenen para politikalarının başarılı olacağını teorik olarak ortaya koymaktadır. Ancak makro ihtiyat politikası araçlarının ne olacağı ile

ilgili öğrenme sürecinin halen devam ettiğinin de altı çizilmelidir. Merkez bankaları bu konuda her geçen gün daha çok deneyim sahibi olmaktadır. Kriz yaşandıktan sonra merkez bankalarının ya da diğer kurumların verdikleri tepkiler makro ihtiyat politika araçlarının nasıl olması gerektiği hakkında daha detaylı bilgiler vermektedir. Örneğin Asya Krizi'nden sonra bölgedeki merkez bankalarının

bazı önlemleri oldu. 1990'larda Hong Kong, LTV (loan to value) düzenlemeleri ile ilgili iyi bilinen bir örnektir. Hong Kong para birimini ABD dolarına bağladığı için parasal otoriteler gayrimenkul fiyatlarına ve banka kredilerinin hızlı büyümesine karşı faiz oranlarını kullanamadılar ancak LTV düzenlemesine başvurdular. Yine Hindistan Merkez Bankası, konut ve tüketici finansmanına dö-

nük kredi genişlemesini engellemek ve hisse senedi ve mal piyasalarındaki aşırı spekülasyonu engellemek amacıyla makro ihtiyat politikası araçlarına başvurmuştur (Caruana, 2010: 3).

Tablo 2 Asya Ülkelerinde Makro İhtiyat Politikası Araçlarının Kullanımı

Hedefler	Araçlar	Örnekler
Zaman Boyunca Toplam Riski Yönetmek	- Kredi genişlemesi sırasında, gerektiğinde kullanılmak üzere tampon sermaye hazırlamak - Çevrim karşıtı önlemler almak - Kredinin Değere Oranı (LTV) - Belirli sektörler için verilen kredilerde doğrudan kontrol	- Çin - Çin, Hindistan - Çin, Hong Kong SAR, Kore, Singapur - Kore, Malezya, Filipinler, Singapur

Noktasında netmek (örneğin lar)	- Sistemik olarak önem arz eden bankalar için sermayenin vergilendirilmesi - Likidite gereksinimi (şartı) - Nakit uyumsuzluğu üzerine sınırlandırmalar - Kredi / mevduat oranı zorunluluğu	- Çin, Hindistan, Filipinler, Singapur - Hindistan, Kore, Filipinler, Singapur - Hindistan, Malezya, Filipinler - Çin, Kore
---------------------------------	---	--

Kaynak: Caruana Jaime (2010), a.g.m, s.3.

Tablo 2 makro ihtiyat politikası araçları ile ilgili ülke örneklerini sunmaktadır. Tabloda belirtilen makro ihtiyat politika araçları, sistemin krizlere karşı açıklığını azaltan ve erken uyarı vazifesi de gören araçlardır. Para politikaları yeterli olmadığında banka kredilerine limit koyan yönetim sel kurallar faydalı olabilir. Örneğin, LTV (Loan to Value Ratio – kredinin değere oranı) üzerine ya da DTI (Debt to Income Ratio - borç servisinin gelire oranı) üzerine konan limitler bankaların denetiminde geleneksel araçları tamamlayan araçlardır. Yine bu araçlara ek olarak kaldıraç oranları üze-

rine konacak sınırlandırmalar aşırı varlık genişle-
mesini sınırlandıracaktır. Örneğin Kore Haziran
2010'da bankaların türev pozisyonları üzerine bir
sınırlandırmaya getirdi ki bu sınırlandırmadan sonra
Kore'ye bu amaçla gelen sermayede azalma oldu
(Shin, 2010: 9).

Makro ihtiyat politikaları açısından tartışılan ko-
nuların birisi de hem para politikası araçlarının
hem de makro ihtiyat politika araçlarının hangi ku-
rum tarafından uygulanacağıdır. Çözümlerden bi-
risi merkez bankasının her iki politikayı da ken-
di bünyesinde toplamasıdır. Çünkü merkez ban-
kaları makroekonomideki gelişmeleri çok yakın-
dan takip edebilmektedirler. Aynı zamanda merkez
bankalarının aldığı kararların finansal piyasalarda
yansımaları hızlı olmaktadır. Örneğin faiz oranları-
nın değişmesi risk almayı ve kaldıraç oranlarını et-
kileyecektir. Eğer merkez bankasına her iki politi-
ka yapımı da teslim edilecekse bankanın şeffaflı-
ğının da artırılması gerekecektir. Ancak bankanın
şeffaflığının artırılması tek başına yeterli olmaya-

bilir. Hem fiyat istikrarını hem de finansal istikrarı sağlamak isteyen bir merkez bankasının elindeki araç setinin de genişletilmesi gerekir. Merkez bankalarının sadece faiz oranlarını kullanarak, kaldıraç oranları yükseldiğinde, aşırı risk alımı olduğunda ve varlık fiyatlarında balon oluştuğunda bu tür gelişmelerle mücadelede etkin sonuçlar alamayacağı ifade edilmektedir. Faiz oranları yüksek düzeylere çıkarıldığında varlık fiyatlarının yükselmesi bir nebze önlenabilir ancak bu çok maliyetli bir yoldur. Çünkü faiz oranlarının yükselmesi çıktının azalmasına yol açarak çıktıdaki sapmanın boyutunu yükseltecektir. Böyle bir durumda merkez bankasının faiz politikasıyla yapabileceği çok az şey vardır. O halde fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarın da sağlanması için merkez bankasının politika setinin genişletilmesi veya merkez bankası ile birlikte diğer kurumların finansal sistemde sistemi tehlikeye atabilecek gelişmelere müdahale etmesi gerekir. Örneğin, kaldıraç oranlarının düşürülmesi için sermaye oranları artırılabilir. Konut fiyatlarının yükselmesini önlemek için kredi değerinin varlığın değerine oranı düşürülebilir. Hisse senedi fiyatlarının aşırı yükselmesi önlenmek isteniyorsa borsada işlem yapmak için şart koşulan minimum maliyetler yükseltilebilir. Kısaca merkez bankası politika faizlerini ekonomideki toplam talebi yönlendirmek ve enflasyonla mücadele etmek amacıyla kullanabilir. Fakat varlık fiyatlarını, finansman şekillerini etkileyerek finansal istikrarı da sağlamak istiyorsa yukarıdaki makro ihtiyat politikası araçlarını da devreye sokmalıdır (Claessens v.d, 2010: 17-19).

Bir diğer öneri ise merkez bankasının para politikasından, oluşturulacak diğer kurumun finansal piyasalardaki düzenlemelerden sorumlu olması ancak aralarındaki koordinasyonun iyi sağlanmasıdır. Bu konu özellikle 2008 krizinden sonra yapılan tartışmalarda merkez bankacıları arasında sıkça dile getirilmektedir. Bununla ilgili uygulama Avrupa Birliği'nde 01 Ocak 2011 tarihinde başlatıldı ve Avrupa Sistemik Risk Kurulu (European Systemic Risk Board-ESRB) adıyla yeni bir kurumsal yapı oluşturuldu. Bu kurulun temel hedefi finansal istikrarı sağlamak için sistemik riskler oluştuğunda gerekli önlemlerin alınmasını ve makro ihtiyat politikalarının uygulanmasını sağlamaktır. ESRB'de üye ülke merkez bankaları başkanları, Avrupa Denetim Otoritesi'nin (European Supervisory Authority) başkanı, Avrupa Komisyonu'ndan üyeler, ulusal denetim otorite-

leri, Ekonomik ve Finansal Kurul'un (Economic and Financial Committee) başkanı yer almaktadır (Trichet, 2010).

ESRB, kurumsal olarak Avrupa Merkez Bankası'ndan (European Central Bank – ECB) ayrı bir yapıya sahiptir. ECB, sürdürmekte olduğu para politikası uygulamalarına devam edecektir ve ESRB'nin ECB'nin rolünü değiştirme gibi bir yetkisi yoktur. Yeni bir kurumsal yapı olarak kurulan ESRB'nin aynı zamanda yeni makro modelleri de oluşturması gerekmektedir. Çünkü var olan modeller sistemik riskle ilgili boyutların tamamını kapsamamaktadır. ESRB tarafından yürütülecek olan makro ihtiyat politikaları için temel üç görev tayin edilmiştir. Bunlar (Trichet, 2010);

- Sistemik riskleri tanımlamak ve öncelik sırasını belirlemek
- Önemli sistemik riskler ortaya çıktığında erken uyarılarda bulunmak
- Tanımlanmış olduğu risklere karşı çözüm önerilerini tavsiye etmek.

Finansal piyasaların günümüzde ulaşılmış olduğu büyüklük göz önünde bulundurulduğunda, finansal sistemin korunması ve istikrarının sağlanması adına farklı bir kurumsal yapının oluşturulması uygun görünmektedir. Çünkü merkez bankası politika araçlarını kullandığında bunu finansal istikrar için mi yoksa fiyat istikrarı için mi kullandığı tam olarak bilinemeyecektir. Örneğin 2010 yılının son aylarında TCMB faiz oranlarını indirdiğinde bunu daha çok finansal istikrarı sağlamak adına yaptığını birkaç kez tekrarlamak zorunda kaldı. Ayrıca faiz oranlarındaki bu düşüş merkez bankasının fiyat istikrarı hedefinden vazgeçtiği şeklinde de algılamalara neden oldu ve TCMB fiyat istikrarı hedefine bağlı kaldığını da tekrar tekrar vurgulamak zorunda kaldı.

3- Makro İhtiyat Politikaları Açısından TCMB'nin Politikaları

Makro ihtiyat politikaları, para ve maliye politikalarının daha etkin olarak yürütülebileceği ortamın yaratılması ya da sistemik yaratabilecek olguların ortadan kaldırılması olarak tanımlanırsa Türkiye ekonomisinde 2001 sonrası dönemi makro ihtiyat politikalarının yürütülmeye başlatıldığı

dönem olarak tanımlamak mümkündür. 1980 sonrasında Türk ekonomisine bakıldığında, temel birkaç problemin 2000’li yıllara kadar hiç değişmediği görülecektir. Bu problemler; kamu maliyesindeki disiplinsizlik yüzünden bütçenin açık vermesi, bütçe açığından dolayı kamu kesimi borçlanma gereğinin yüksek olması, yüksek faizler, düşük yatırımlar, bankaların önemli oranda açık pozisyonunda olmaları ve sermaye yeterliliği oranı gibi belirli kriterlere uyulmaması şeklinde sıralanabilir. Özellikle kamu kesiminin disiplinsiz olması ekonomideki sorunların ana kaynağı olarak görülebilir (Tokucu, 2008: 202). Kamu borçlarından dolayı faiz oranların yüksek olması bankacılık kesiminin de bozulmasına neden olmuştur.

2001 yılından sonra, Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının (GEGP) uygulanması aslında makro ihtiyat politikalarının uygulanmaya başladığı dönemi ifade eder. GEGP ile birlikte; kamu kesimi ve kamu maliyesi disiplin altına alınmış, bankalar ve diğer finansal kurumlar Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu gibi düzenleyicilerin getirdiği düzenlemelerle uluslararası standartlara tabi tutulmaya başlanmıştır. Bu bağlamda sermaye oranları artırılmış, bankaların riskli pozisyonları devamlı gözetim altında tutulmuş, merkez bankasına bağımsızlık tanınmış, hazine ile merkez bankası arasındaki finansman ilişkileri sona erdirilerek borçların parasallaşmasının önüne geçilmiştir (TCMB, 2001: 3-4). Bu düzenlemeler makro ihtiyat politikaları olarak da görülebilir. Bu düzenlemelerden sonra sistemik riskler azaltılarak para ve maliye politikaları daha rahat bir şekilde uygulanabilmiş ve kronikleşmiş enflasyon oranları düşmüştür. Kısaca para ve maliye politikalarının daha iyi uygulanabilmesi ve etkin bir şekilde yürütülebilmesi için gerekli adımlar atılmıştır.

TCMB, 2001 yılından itibaren fiyat istikrarını sağlamayı para politikalarının temel amacı olarak kabul etmiştir. Enflasyon hedeflemesi stratejisi, para politikalarının genel çerçevesini oluşturmaktadır

ve temel politika aracı faiz oranlarıdır. Ancak 2008 yılından itibaren krizin Türkiye ekonomisini etkilemesi ve yüksek faizlerden dolayı yurt dışından gelen yabancı sermayenin hem yurt içindeki kredi genişlemesine neden olması hem de cari işlemler açığını artırması TCMB’nin finansal istikrar daha fazla önemsemesine ve para politikası araçlarına zorunlu karşılıkları da eklemek zorunda kalmasına neden olmuştur (TCMB, 2011a).

TCMB’nin 2010’un sonlarına doğru yayınladığı raporlarda finansal istikrara çok vurgu yapması ve özel sektöre açılan kredilere dikkatleri çekmesi anlamlıdır. Finansal istikrar, uygulanacak para politikalarının da etkinliğini belirleyeceği için TCMB tarafından önemsenmektedir. Bankaların özel sektöre açtıkları kredilerin hızla büyümesinin çeşitli nedenleri olabilir. Firmaların geleceğe dönük olumlu beklentileri ya da ekonominin genişleme fazında olması kredilerin çıktıdan daha hızlı büyümesine neden olabilir. Genişleme dönemlerinde genellikle firmaların çalışma sermayesi ihtiyaçları artan yatırım isteklerinden dolayı artacaktır. Ancak gerekli önlemler alınmadığı takdirde bu hızlı kredi genişlemesi makro istikrarı ve finansal istikrarı bozabilir. Çünkü özel sektöre verilen krediler toplam talebin potansiyel toplam arzdan daha hızlı artmasına neden olacaktır. Artan banka kredileri tüketim ve ithalat talebini artırarak bir taraftan cari işlemler dengesini bozacak diğer taraftan enflasyonu ve parasal istikrarı etkileyecektir. Cari işlemler açığının devamlı olarak bozulması dışarıdan gelen kredilerin aniden kesilmesine ve bankacılık sisteminin koşullarının bozulmasına ve giderek finansal ve ekonomik kriz koşullarının oluşmasına neden olacaktır. Çünkü hızlı kredi genişlemesi devam ettikçe enflasyondaki artış ya da cari işlemler açığındaki bozulma makro ekonomik istikrarı ve oradan da finansal istikrarı bozacaktır. Kredi alanların borçlarını geri ödeyememe gibi bir durumla karşı karşıya kalmaları finansal sistemin istikrarını olumsuz yönde etkileyecektir. Borçların geri ödenememesi ise makro ekonomik istikrarsız-

lıktan dolayıdır. Şöyle ki cari işlemler açığındaki artış faiz oranlarında ya da döviz kurlarında hareketlenmelere yol açacak bu da iktisadi faaliyetlerde azalmalara ve borç alanların borçlarını geri ödeyemelerine neden olacaktır (Hilbers, 2005: 4-5).

Kredi genişlemesinin neden olacağı riskler kredinin kaynağı, vadesi, kimlere verildiği, kredi büyümesinin hızı gibi faktörlere bağlı olarak değişecektir. Tablo 3 bu durumu özetlemektedir.

Tablo 3 Kredi Genişlemesinin Neden Olabileceği Riskler

Kredi Genişlemesinin Durumu	Risk Türü
Kredi Büyüme Hızı	- Kredi Riski (uygun olmayan kredi değerlendirmesinden ve eksik risk değerlendirmesinden kaynaklanan) - Makro riskler
Kredinin Ana Kaynağı (yerli ya da yabancı bankalar)	- Kredi riski (saldırgan kredi stratejilerinden kaynaklanan nedenler) - Makro riskler
Kredi Kullanıcıları (hane halkı, özel sektör şirketleri)	- Kredi riski (krediyi alan şirketlerin geri ödeme kapasitelerinin iktisadi koşullara duyarlılığından, tüketici kredilerinin teminat değerlerine duyarlılığından kaynaklanan) - Makro riskler (Alınan kredilerin ithalatı artırması ihtimalinin cari hesap üzerindeki etkisinden kaynaklanabilecek) - Piyasa riskleri (fiyat değişimlerine olan duyarlılıktan kaynaklanan)
Sektörel kredi yoğunlaşması / kredi kompozisyonu (ipotekli konutlar, dayanıklı tüketim malları, yatırımlar vb.)	- Kredi riski (yoğunlaşmadan ve tut-sat için teminat değerlerinden kaynaklanan) - Makro riskler (tüketici ve yatırım kredilerinin ithalatı artırması ihtimalinin cari işlemler üzerindeki etkilerinden kaynaklanan) - Piyasa riskleri (gayrimenkul fiyatlarına olan duyarlılıktan kaynaklanan)
Kredinin parasal kompozisyonu	- Doğrudan (bankaların net açık pozisyonlarından) ve dolaylı (kredi alanlardan) olarak döviz kuru riskine maruz kalma
Kredilerin vadesi	- Vade / Likidite riski (bankaların verdikleri daha uzun vadeli kredileri daha kısa vadeli kredilerle finanse etmelerinden kaynaklanan)

Kredinin kaynakları

- **Döviz kuru riski** (yabancı para cinsinden banka borçlarıyla finanse edilen kredilerden kaynaklanan)
- **Vade riski** (yükümlülükler kısa vadede, varlıklar uzun vadeli olduğunda)
- **Makro riskler** (kredi sağlanmasından önce piyasalardaki değişimlere maruz kalmaları durumundadır)

Kaynak: Hilbers Paul, İnci Otter-Robe, Ceyla Pazarbaşıoğlu, Gudrun Johnsen (2005), "Assessing and Managing Rapid Credit Growth and the Role of Supervisory and Prudential Policies", IMF Working Paper, No.2005/151, s.29.

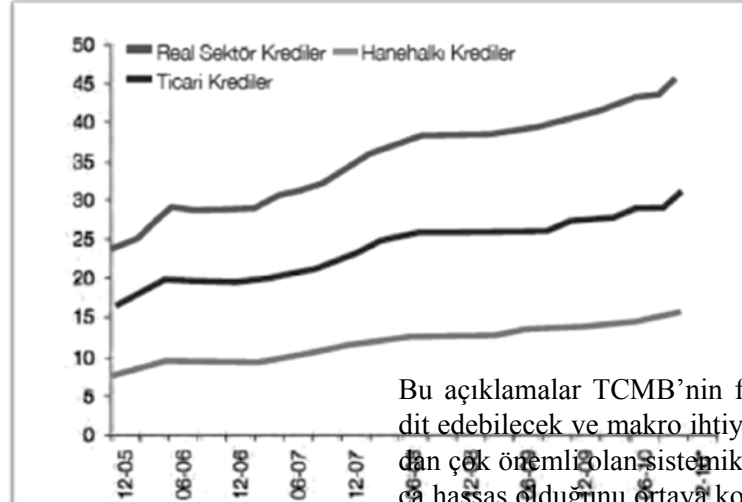
Tablodan da görüleceği üzere kredi genişlemesi çok çeşitli kanallardan ekonomide risklere ne-

den olabilmekte ve makro istikrarı ve finansal istikrarı tehdit edebilmektedir. Fiyat istikrarı ile beraber finansal istikrarı da gözetilen bir merkez bankasının kredi genişlemesi ile ilgili bu durumla çok yakından ilgilendiğini söyleyebiliriz. TCMB'nin bu konudaki temel yaklaşımı, parasal genişlemenin sadece para miktarının artmasıyla değil, aynı zamanda finansal istikrarın sağlanması ve makro istikrarın korunmasıdır. Sorun merkez bankasının elindeki politika araçları ile kredi genişlemesinin neden olacağı sorunlarla ne derece mücadele edebileceğidir.

TCMB, yayınladığı 2010 Yıllık Raporu'nda yurt içi kredilerin özellikle 2010 yılında çok hızlı bir

şekilde arttığını ifade etmektedir. Kredi kullanımının artmasına neden olan faktörler olarak; krizden çıkış için iktisadi faaliyetlerde görülen hızlı toparlanma, gelişmiş ülke merkez bankalarının genişletici para politikası uygulamalarının küresel likiditeyi artırması ve makro ekonomideki olumlu gelişmelerin faiz oranlarını düşük ve öngörülebilir kılmaları görülmektedir (TCMB, 2011b: 40). Son 5 yıl içerisinde reel sektöre açılan kredilerin GSYİH'ya oranları Grafik 1'deki gibidir.

Grafik 1. Reel Sektöre Açılan Krediler /GSYİH (%)



Kaynak: TCMB, 2010 Yıllık Rapor.

s. 40.

TCMB, sadece kredilerdeki artışların değil aynı zamanda cari işlemler açığındaki artışın da finansal istikrarı tehdit ettiğini ifade etmektedir. 2010 yılında toplam mal ihracatı %10,3 artarak 121 milyar ABD dolarına, toplam mal ithalatı ise %31,8 artarak 177,3 milyar ABD dolarına yükselmiştir. Dolayısıyla dış ticaret açığı bir önceki yıla göre 31,4 milyar dolar artarak 56,3 milyar ABD dolara yükselmiştir (TCMB, 2011b: 37).

TCMB, yayınladığı 2011-2015 Stratejik Plan'da finansal istikrarı fiyat istikrarının sağlanması açısından vazgeçilmez bir unsur olarak değerlendirmekte ve şu açıklamayı yapmaktadır (TCMB, 2010b, s.18):

“Merkez Bankası, finansal istikrarı, temel amacı olan fiyat istikrarının sağlanması konusunda vazgeçilmez bir unsur olarak değerlendirir. Bu nedenle, finansal istikrar için potansiyel risk oluşturan yapısal ve makroekonomik gelişmeler ile finansal piyasalarda faaliyet gösteren kuruluşların etkinliğini ve sağlamlığını izlemeye büyük önem verir. Bankaların ve finansal kuruluşların gözetiminde denetiminde doğrudan yer alması da finansal sistemi tehdit eden sistemik risk oluşturan faktörleri bir bütün olarak değerlendirerek kriz yönetimini yürüten mekanizmalara destek verir.”

Bu açıklamalar TCMB'nin finansal istikrarı tehdit edebilecek ve makro ihtiyat politikaları açısından çok önemli olan sistemik risklere karşı oldukça hassas olduğunu ortaya koymaktadır. Ancak finansal istikrarı sağlamayı her ne kadar önemsesede doğrudan üstlenmemektedir. Nitekim yukarıdaki ifadelerde yer alan “finansal sistemi tehdit eden sistemik risk oluşturan faktörleri bir bütün olarak değerlendirerek kriz yönetimini yürüten mekanizmalara destek verir” ifadesi bunu doğrulamaktadır.

Nitekim Stratejik Plan'daki şu ifadelerde Merkez Bankasının finansal istikrar için diğer kurumlarla işbirliği içinde olduğunu belirtmektedir (TCMB, 2010b, s.18):

“Bankaların ve finansal kuruluşların Bankaya yaptıkları raporlamalar, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) ile Banka arasındaki protokol çerçevesinde alınan veriler ve diğer makroekonomik bilgiler, makro analizler yolu ile değerlendirir; gerektiğinde sektörle doğrudan görüşmeler yapılır. Böylece, finansal sistemdeki risk unsurları belirlenir ve potansiyel sorunlara işaret edecek erken uyarı göstergeleri oluşturulur.”

TCMB, 21 Aralık 2010 tarihinde duyurusunu yaptığı 2011 Yılında Para Ve Kur Politikası metninde de finansal istikrarının önemine vurgu yapmakta ve finansal istikrarın diğer kurumlarla yapılacak işbirliği ile sağlanacağını belirtmektedir (TCMB, 2010a):

“merkez bankasının temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Ayrıca kuruluş kanunumuz bankamızı, finansal sistemde istikrarı sağlayıcı tedbirleri almakla da görevlendirilmiştir. Fiyat istikrarı ve finansal istikrar birbirlerini tamamlayıcı iki önemli hedeftir. Merkez Bankası Türkiye’de finansal istikrardan sorumlu kurumlardan biridir. Merkez Bankası, gözetim ve denetimden sorumlu diğer kurumlardan farklı olarak finansal istikrara makro açıdan bakmaktadır.”

Aynı metnin 10. ve 11. maddesinde Merkez Bankası içinde bulunulan konjonktürden dolayı fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarın da sağlanması gerektiğini ve bu amaçla sadece politika faiz oranlarını değil aynı zamanda likidite yönetimi ve zorunlu karşılıklar gibi alternatif araçların da etkin bir şekilde kullanılacağını belirtmektedir. Yani politika araç setini genişletmektedir (TCMB, 2010a).

Merkez Bankası ile birlikte diğer kurumların da makro ihtiyat politikalarını yürütme noktasında bir takım önlemleri aldıkları görülmektedir. Bu çerçevede Bakanlar Kurulu ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) tarafından önlemler alınmıştır ki makro ihtiyat politikaları açısından son derece önemlidir. Bu önlemler (TCMB, 2010a);

- Bakanlar Kurulu tarafından orta vadeli programın açıklanması
- Yurt içinde gerçek kişilere dövize endeksli kredi verilmesinin sınırlandırılması
- Bazı tüketici kredilerine uygulanan Kaynak Kullanımı Destekleme Fonu oranının artırılması
- Bankalarımızın yurt dışı tahvil ihraçlarında uzun vadeli teşvik amacıyla bir çalışma başlatılması
- BDDK tarafından, %8 olan sermaye yeterlilik oranının %12’ye çıkarılması
- Kredi/değer oranının konut kredileri ile konut teminatı altında kullandırılan tüketici kredilerinde en fazla %75, ticari gayrimenkul kredilerinde ise en fazla %50 olarak belirlenmesi
- Kredi kartlarında asgari ödeme oranlarının artırılması.

Alınan bu önlemler Türkiye ekonomisinde makro ihtiyat politikalarının yürütülmesinde TCMB ile diğer kurumlar arasında bir işbirliğinin olduğunu ve Merkez Bankası’nın bu politikalarının yürütülmesinde tek başına yeterli olmadığını açıkça ortaya koymaktadır.

4- Sonuç ve Öneriler

Merkez bankalarının temel görevleri öncelikle fiyat istikrarını sağlamaktır. Bu görev birçok ülkede yasal olarak belirlenmiştir ve merkez bankaları fiyat istikrarı hedefine ulaşp ulaşmamalarına göre hesap vermektedirler. Ancak 1980 sonrası sermaye hareketleri üzerindeki kontrollerin kaldırılmasıyla birlikte uluslararası sermaye hareketleri muazzam büyüklüklere ulaştı. Sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasının temel nedenlerinden birisi kalkınma ve büyüme için kaynak ihtiyacı olan ülkelerin sermaye fazlası olan ülkelere alacakları sermaye ile bu amaçlarına ulaşmalarının sağlanmasıydı. Sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasının önemli nedenlerinden bir diğeri ise sermaye fazlası olan ülkelerin karlı yatırım fırsatları bulma gayeleri idi. Ancak 1990’lardan sonra hem artan sermaye hareketleri hem de finansal piyasalarda geliştirilen yeni finansal araçlar artmıştır. Anılan gelişmeler ise finansal ve reel ekonomideki istikrarı sürdürülemez duruma getirmiştir. Bu durum yasal bağımsızlıklarını kazanan merkez bankalarının fiyat istikrarı amacı yanında finansal istikrarı da gözetmelerine yol açtı. Ancak finansal piyasaların gelişmişlik derecesi merkez bankalarının tek başlarına hem fiyat istikrarını hem de finansal istikrarı sağlamasını oldukça zorlaştırdı. Bundan dolayı, merkez bankacılığı arasında finansal istikrarın sağlanması için merkez bankasının dışında ayrı bir kurumun tesis edilmesi ve bu kurumun temel olarak finansal istikrarı sağlayacak politikalar olan makro ihtiyat politikalarını uygulaması gerektiği konusunda görüş birliği oluştu. Avrupa Sistemik Risk Kurulu bu amaçla kurulan ve 01 Ocak 2011 tarihinde göreve başlayan bir kurumdur.

Bugün için TCMB kurumsal olarak makro ihtiyat politikalarının yürütülmesinde öncü rolünü oynamaktadır. Bu amaçla 2011 yılının başında TCMB yurt içindeki hızlı kredi genişlemesini engellemek ve cari işlemler açığını düşürmek amacıyla faiz oranlarını düşürdü ve zorunlu karşılık oranlarını yükseltti. Ancak finansal istikrarı sağlamak adı-

na uyguladığı bu politika piyasalarca tam anlaşılmadı. Piyasalarda, faiz indirimini TCMB'nin fiyat istikrarı amacından vazgeçtiği şeklinde yorumlayanlar da oldu. Bunun üzerine Banka, bu konudaki tereddütleri gidermek için fiyat istikrarı hedefine bağlı kaldığını sık sık vurgulamak zorunda kaldı. Ayrıca finansal istikrarı sağlamak tek başına TCMB'nin görevi de değil. Bu nedenlerin yanı sıra ve gelecekte Türkiye ekonomisinde finansal piyasaların gelişmesi yani banka dışı finansal kurumların sistem içerisinde daha fazla yer alacak olması, yeni finansal araçların kullanımının yaygınlaşması, ipotekli konut piyasasının giderek gelişmesi finansal istikrarın sağlanması adına yeni bir kurumsal yapıya ihtiyaç duyulmasına neden olacaktı. Böyle bir kurumsal yapının şimdiden kurulması elde edilecek deneyimle geleceğe yönelik iyi bir hazırlık olacaktır. Böyle bir kurum aynı zamanda hem para hem de maliye politikalarının etkinliğinin artmasına da katkıda bulunacaktır.

Finansal istikrarı sağlamakla görevli olacak yeni kurumsal yapı Avrupa Sistemik Risk Kurulu benzeri bir yapı olabilir. Bu yeni kurumsal yapılanmada TCMB yine öncü rolünde olmalıdır. Merkez Bankası başkanı ile birlikte diğer denetleyici ve düzenleyici kurumların temsilcilerinin de oluşturulacak kurulda yer alması gerekir. Sözü edilen kurulun temel görevi devamlı olarak piyasaları takip etmek, sistemik risk yaratabilecek gelişmeler olduğunda anında diğer kurumlara bilgi vermek ve gerektiğinde bazı önerilerde bulunmak olmalıdır. Kısaca görevi makro ihtiyat politikalarını yürütmek olmalıdır. Denetleyici ve düzenleyici kurumlar gerektiğinde bu öneriler doğrultusunda piyasaya müdahale etmelidir. Çalışmada değinildiği üzere, Merkez Bankası'nın faiz aracıyla ya da zorunlu karşılık oranlarıyla üstesinden gelemeyebileceği bazı koşullar oluşabilir ki bu durumda finansal istikrar tehlikeye girebilir. Yeni bir kurumsal yapı ile birlikte TCMB fiyat istikrarını sağlamak için daha rahat para politikası araçlarını kullanabilecektir.

Kaynakça

- ARESTIS Philip & Malcolm SAWYER (2002), "New Consensus, New Keynesianism, and the Economics of the Third Way", *Levy Economics Institute of Board Collage, Working Paper*, No: 364, <http://www.levy.org/pubs/wp364.pdf> (Erişim Tarihi, 17.06.2006), pp.1-10.
- BERG Claes, Per JANSSON, Anders VREDIN (2004), "How Useful Are Simple Rules for Monetary Policy? The Swedish Experience", *Sveriges Riksbank Working Paper Series*, No.169, pp.1-39.
- BLANCHARD Olivier, Giovanni Dell' ARICCIA and Paolo MAURO; (2010), "Rethinking Macroeconomic Policy", *IMF Staff Position Note*, Vol.10, No.3, www.imf.org (Erişim Tarihi, 20.12.2010).
- CARUANA Jaime; (2010), "Macroprudential Policy: Working Towards a New Consensus", *Remarks at The High Level Meeting on 'The Emerging Framework for Financial Regulation and Monetary Policy'*, Washington DC, 23 April 2010, <http://www.bis.org/speeches/sp100426.htm> (Erişim Tarihi, 18.01.2011), pp.1-6
- CLAESSENS Stijn, Giovanni Dell' ARICCIA, Deniz IGAN and Luc LAEVEN; (2010), "Lessons and Policy Implication From the Global Financial Crisis", *IMF Working Paper*, No.44, www.imf.org (Erişim Tarihi, 15.09.2010), pp.1-40.
- FROYEN Richard T. (1990), *Macroeconomics – Theories and Policies*, Macmillan Publishing Company, New York.
- FUJITA Kenji, Karl HABERMEIER v.d; (2010), "Central Banking Lessons From The Crisis", *Monetary and Capital Markets Department*, IMF, www.imf.org (Erişim Tarihi, 08.08.2010).
- GALBRAITH James K. (2008), "The Collapse of Monetarism and The Irrelevance of The New Monetary Consensus", *The Levy Economics Institute of Bard College, Policy Note*, No:2008/1, <http://www.levy.org/pubs/LEVY%20PN%202008.1.pdf>, (Erişim Tarihi, 30.11.2009), pp.1-6.
- HEALEY Juliette ; (2001), "Financial Stability and The Central Bank: International Evidence", Richard A. BREALEY, Charles GOODHART vd. (Ed.) *Financial Stability and Central Banks - A Global Perspective*, *Central Bank Governors' Symposium Series*, Routledge, London, pp.19-79.
- HILBERS Paul, İnci OTKER-ROBE, Ceyla PAZARBAŞIOĞLU, Gudrun JOHSEN; (2005), "Assessing and Managing Rapid Credit Growth and the Role of Supervisory and Prudential Policies", *IMF Working Paper*, No.2005/151, www.imf.org (Erişim Tarihi, 01.01.2011), pp.1-58
- HO Corrinne; (2008), "Implementing Monetary Policy in The 2000s: Operating Procedures in Asia and Beyond", *BIS Working Paper*, No. 253, www.bis.org (Erişim Tarihi, 12.11.2010).
- PAPADEMOS Lucas; (2010), "Financial Stability and Macro-Prudential Supervision: Objectives, Instruments and The Role of The ECB", *The ECB and Its Watchers XI Conference*, http://www.ecb.eu/press/key/date/2009/html/sp090904_3.en.html (Erişim Tarihi, 18.01.2011).
- SHIN Hyun Song; (2010), "Macroprudential Policies Beyond Basel III", *Princeton University, Policy Memo*, www.princeton.edu/~hsshin/www/MacroprudentialMemo.pdf (Erişim Tarihi, 18.01.2011), pp.1-10.
- SIKLOS Pierre (2002), *Chancing Face of Central Banking – Evolutionary Trends Since World War II*, Cambridge University Press, UK.
- SNOWDON Brain and R. Vane HOWARD (2005), *Modern Macroeconomics, Its Origins, Development and Current State*,

Edward Elgar, Cheltenham UK.

TAYLOR John B.; (1993), "Discretion Versus Policy Rules in Practice", Carnegie – Rochester Conference Series on Public Policy, No.39, <http://www.stanford.edu/~johntayl/Papers/Discretion.PDF> (Erişim Tarihi, 20.11.2010), pp.195-214.

TOKUCU Erkan (2008), "1980 Sonrası Türkiye'de Para ve Maliye Politikaları", Türkiye'nin Ekonomi Politikası: 1923-2007", Mehmet DİKKAYA, Deniz ÖZYAKIŞIR, Adem ÜZÜMCÜ (Ed.) Orion Kitabevi, ss.169-205.

TRICHET Jean-Claude; (2010), "Macro-prudential Regulation as an Approach to Contain Systemic Risk: Economic Foundations, Diagnostic Tools and Policy Instruments", The 13th Conference of The ECB-CFS Research Network", <http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp100927.en.html> (Erişim Tarihi, 18.01.2011).

Bank of England (2009), "The Role of Macroprudential Policy", A Discussion Paper, November, , <http://www.bankofengland.co.uk/publications/news/2009/111.htm>, (Erişim Tarihi, 25.01.2011), pp.1-37.

BIS (2010), "80. Annual Report", www.bis.org (Erişim Tarihi, 10.12.2010).

IMF (2009), World Economic Outlook, www.imf.org (Erişim Tarihi, 03.12.2010).

TCMB (2001), Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı, www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/eko_program/program.pdf (Erişim Tarihi, 05.01.2011).

TCMB (2010a), 2011 Yılında Para ve Kur Politikası, www.tcmb.gov.tr (Erişim Tarihi, 01.01.2011)

TCMB (2010b), 2011-2015 Stratejik Planı, www.tcmb.gov.tr (Erişim Tarihi, 10.02.2011).

TCMB (2011a), 30.03.2011 Tarihli Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti, www.tcmb.gov.tr (Erişim Tarihi, 15.04.2011).

TCMB (2011b), 2010 Yıllık Rapor, www.tcmb.gov.tr (Erişim Tarihi, 20.04.2011).