

Makale Türü / ArticleType: Araştırma / Research

2008 GLOBAL FİNANS KRİZİNDEN SONRA MERKEZ BANKALARI'NIN EN SON GÖREVİ OLARAK FİNANSAL İSTİKRAR VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ*

Doğukan IŞIK 
İstanbul Üniversitesi

Dr. Elife AKIŞ 
İstanbul Üniversitesi



■ Özet

Amerika Birleşik Devletleri'nde başlayarak tüm dünya geneline yayılan ve tarihin en büyük krizleri arasında görülen 2008 küresel finansal krizi finansal piyasaları ve reel ekonomiyi ciddi şekilde etkilemiştir. Finansal istikrar açısından geleneksel para politikasına ait hedeflerin yetersiz olduğu, finansal kurumlar tarafından sistemdeki risklerin görülemediği ve makro bakış açısıyla çözüm üretilmediği görülmüştür. Finansal istikrarın sağlanması konusunda 2008 krizi yeni bir bakış açısı getirerek makro ihtiyati politikaların sorumluluğunu merkez bankalarına yüklemiştir. 2001 krizi sonrasında yaptığı reformların etkisiyle özellikle bankacılık sektöründe dayanıklılığı artan Türkiye ekonomisinde, finansal istikrarın sağlanması amacıyla atılan adımlar 2008 krizinin olumsuz etkilerini azaltmaya katkıda bulunmuştur. Bu makalede, 2008 finansal krizinin Türkiye ekonomisine etkileri bağlamında finansal istikrarın sağlanabilmesi için Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın uyguladığı politikalar ile başarısı değerlendirilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Finansal İstikrar, 2008 Küresel Finans Krizi, T.C. Merkez Bankası ve Politikaları

Financial Stability as The Latest Assignment of Central Banks After 2008 Global Financial Crisis and The Case of Turkey

■ Abstract

The 2008 global financial crisis, which began in the USA and spread across the world and one of the biggest crises in history, seriously affected financial markets and the real economy. It was observed that the traditional monetary policy targets were insufficient for financial stability, the risks in the system could not be seen by the financial institutions and the solution could not be produced from a macro perspective. The 2008 crisis has brought a new point of view to financial stability and puts the responsibility of macro prudential policies on central banks. The impact of the reforms made after the 2001 crisis in Turkey's economy, especially in the banking sector increased durability, ensuring financial stability has contributed to the steps taken in order to reduce the adverse effects of the 2008 crisis. In this article, it has been aimed to clarify the policies and achievements of the Central Bank of the Republic of Turkey, which has been affected 2008 financial crisis and measures taken to provide financial stability for Turkey's economy.

Keywords: Financial Stability, 2008 Global Financial Crisis, Central Bank of the Republic of Turkey and Policies

*Bu çalışma Dr. Öğr. Üyesi Elife AKIŞ danışmanlığında İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsünde yürütülen “2008 Krizi Sonrası Merkez Bankalarına Yeni Yüklenen Görev Olarak Finansal İstikrar ve Türkiye Örneği” isimli yüksek lisans tezinden türetilmiştir.

Atf: Işık, D. ve Akış, E. (2020). 2008 Global Finans Krizinden Sonra Merkez Bankaları'nın En Son Görevi Olarak Finansal İstikrar ve Türkiye Örneği. *Uygulamalı Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2(1), 33-52.

GİRİŞ

Finansal istikrarın sağlanabilmesinde, temel finans kurumlarının herhangi bir müdahaleye ya da desteğe maruz kalmadan yükümlülüklerini sorunsuz olarak yüksek güvenle gerçekleştirebilmesi ve piyasa katılımcıları tarafından kısa vadeli dalgalanmalar gibi endişelerden uzak bir şekilde güvenle işlem yapılabilmesi durumları öngörülmektedir. Günümüz finansal sisteminin işleyişi açısından finansal istikrar unsurlarının sağlanması ve korunmasında Merkez Bankası (MB) ile düzenleyici ve denetleyici kurumlarından oluşan operasyonel yapı öne çıkmaktadır.

2008 yılında Lehman Brothers'ın iflasıyla birlikte gün yüzüne çıktığı kabul edilen küresel finansal kriz için uygun ortamı hazırlayan faktörler; aşırı harcamaya endekli ABD ekonomi politikaları, kredi genişlemesine ve türev piyasaların büyümesine göz yuman yasal ve idari yapı, uluslararası piyasalarda mevcut finansal yapı, konut finansman sistemindeki hatalar, kredi derecelendirme kurumlarındaki ihmaller, krize ilişkin beklentilerin yetkililerce hafife alınması şeklinde sıralanabilir.

Türkiye, söz konusu krizin ülke ekonomisini “teğet geçme” tartışmaları içerisinde finansal sisteme ve reel ekonomiye etkilerini izlemiş, finansal istikrarın sağlanması kapsamında başta Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) tarafından çeşitli tedbirler alınmıştır. Bu çalışmanın amacı; 2008 finansal krizinin Türkiye'ye olan etkileri neticesinde ülke ekonomisinin finansal istikrara kavuşturulmasını amaçlayan TCMB tarafından uygulanan politikaların ve TCMB'nin başarısının incelenmesidir. Bu makalede, finansal istikrar bağlamında 2008 finansal krizi ele alınarak, krizin Türkiye üzerindeki etkileri ile finansal istikrara dönme çabası doğrultusunda TCMB'nin uyguladığı politikalar ve başarısı değerlendirilmiştir.

1. FİNANASAL İSTİKRAR

Finansal istikrar, özellikle 2008 küresel krizinin ardından ekonomi yönetimlerinin temel hedefleri arasında öne çıkmıştır. Crockett (1997: 6) finansal istikrarı; “temel finansal kurumların dışarıdan bir müdahale ya da destek olmadan, akdî yükümlülüklerini yüksek bir güvenle sorunsuz şekilde yerine getirmelerini ve finansal piyasalarda temel gerçekleri yansıtacak şekilde, kısa vadede önemli dalgalanmalar olmaksızın, oluşacak fiyatlar ile piyasa katılımcılarının güvenle işlem yapabilmeleri” olarak açıklamaktadır. Padoa-Schioppa (2002: 21) ise finansal istikrarı; ödemeler sistemini ve verimli yatırımlara kaynak tahsisini bozan şoklara karşı finansal sistemin sahip olduğu dayanma gücü olarak ifade etmektedir. Garry J. Schinasi tarafından yapılan tanımda ise finansal istikrar; finans sisteminin beklenmedik önemli olaylar neticesinde ya da içsel bazı nedenler sonucunda karşılaşılan finansal

dengelesizlikleri dağıtabilecek ve ekonomi performansını kolaylaştırabilecek yeterlilikte olmasıdır (Schinasi, 2004: 10).

TCMB'nin yaptığı tanımda ise finansal istikrar; “finansal piyasalarda, bu piyasalarda faaliyet gösteren kurumlarda ve ödeme sistemlerindeki istikrar ve şoklara karşı dayanıklılık” şeklinde açıklanmaktadır (TCMB, 2019). Finansal istikrara yönelik yapılan tanımlarda aşağıdaki üç hususun ortak olduğu görülmektedir (Borio ve Mathias, 2009: 4):

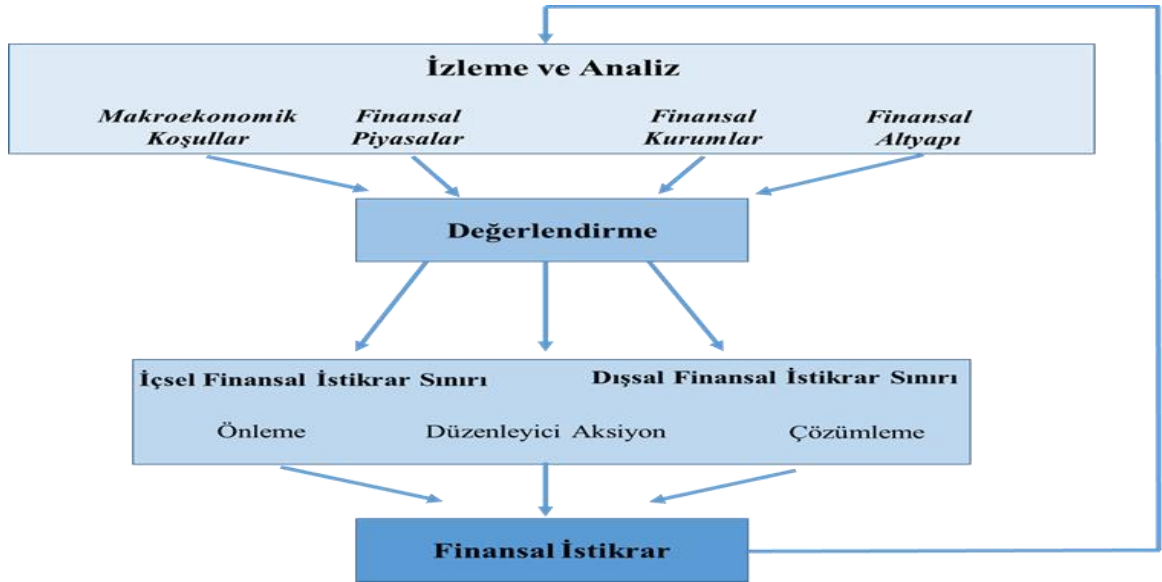
i. Finansal sistem ekonominin genelinden ayrıştırılmayarak reel ekonomiye olan etkisi dikkate alınmakta,

ii. Finansal sistem bir bütün olarak değerlendirilmekte,

iii. Gözlenebilir ve somut olarak finansal istikrarsızlığa vurgu yapılmaktadır.

Günümüzde finansal sistemin işleyişinde MB ile düzenleyici ve denetleyici kurumlarından oluşan operasyonel yapının, finansal istikrarın sağlanmasını ve korunmasını gerçekleştirdiği görülmektedir. Finansal istikrarın temel unsurları Şekil 1’de gösterilmektedir.

Bu kapsamda, makroekonomik koşullar, finansal piyasalar, finansal kurumlar ve finansal altyapı önem arz etmekle birlikte uluslararası etkilerin de finansal istikrar unsuru olarak görüldüğü belirtilmektedir (Houben vd., 2004: 17).



Şekil 1. Finansal İstikrarda Gerekli Yapı

Kaynak: Houben, A., Kakes, J. and Schinasi, G. (2004). *Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability*. IMF Working Paper, wp/04/101. 17.

Türkiye’de bankacılık sektörü açısından incelendiğinde, makroekonomik koşulların önemi anlaşılmıştır. Kasım 2000 ile Şubat 2001’de meydana gelen ekonomik krizler Türkiye

ekonomisini ciddi biçimde etkilemiştir. Ekonominin iyileşmesi sürecinde ise IMF anlaşması ile uluslararası koşullardaki olumlu havanın yardımcı olduğu görülmüştür. Makroekonomik koşullardaki düzelme ile birlikte Türk Bankacılık Sektörü önemli oranda iyileşme sürecine girmiştir (Tiryaki, 2009: 130-131).

Finansal sistemin önemli bir diğer unsuru ise finansal kurumlardır. Türkiye’de finans sektörü incelendiğinde az bir küçülme olsa bile bankaların hâkimiyetinin devam ettiği görülmektedir. Doğrudan finansman yöntemi şeklinde ifade edilen diğer bir unsur finansal piyasalar ise; ekonomide fon fazlası olan kurum veya bireylerin fon ihtiyacı bulunanlara aktarım yapılmasını sağlayan mekanizmalardır (Mishkin, 2000: 22-25). Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası ile Borsa İstanbul, Türkiye’deki önemli piyasalardır (Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), 2011: 25-26).

Finansal sistemdeki diğer önemli bir temel unsur ise, ödemeler sistemi başta olmak üzere, ekonomideki faaliyetlerin sorunsuzca gerçekleşmesi için önemli bir gösterge olan finansal altyapıdır. 2008 krizi ile birlikte finansal istikrarın devamının sağlanabilmesinde ödemeler sisteminin daha önemli hale geldiği görülmüştür. Nitekim krizde finansal kurumlar birbirleri ile iç içe ve çok büyük olmasının finansal istikrarı tehlikeye soktuğu görülmüş (Plosser, 2009: 3-4), kriz sonucunda ödemeler sistemlerinin geliştirilmesi, düzenlenmesi ve gözetimi kapsamında MB’lere önemli görevler ortaya çıkmıştır.

2.2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİ VE ALINAN ÖNLEMLER

Küreselleşme ile birlikte 20. yüzyılın sonlarında bütüncül yapıya sahip finansal piyasalardaki serbestleşme süreci dünya ekonomilerinde “finansal istikrarsızlık” kavramını öne çıkarmıştır. Eichengreen, finansal istikrarsızlık ve finansal krizi dört başlık altında tanımlamaktadır. Buna göre; finansal istikrarsızlık durumları olarak; sürdürülemez makroekonomik politikalar, zayıf finansal kurumlar, kırılğan finansal sistem ve uluslararası finansal piyasalardaki mevcut eksikliklerin etki derecesine bağlı olarak finansal krize dönüşebildiği belirtilmektedir (Eichengreen, 2004: 12).

TCMB finansal istikrarsızlığı doğuran iç ve dış unsurları şu şekilde sıralamaktadır (TCMB, 2014: 4):

- i. Devamı mümkün görülmeyen uzun vadeli maliye ve para politikaları,
- ii. Finansal piyasaları tehdit eden “finansal mühendislik” buluşları,
- iii. Kontrolsüz sermaye akışı,

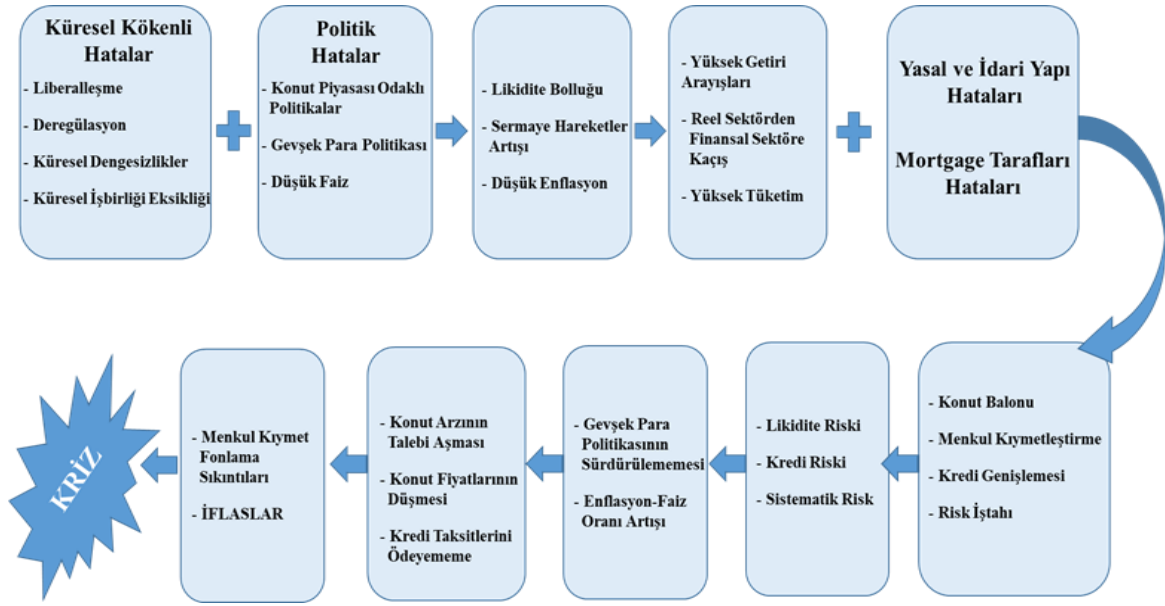
- iv. Düzenleyici-denetleyici organların çalışmalarındaki verimsizlik,
- v. Cari açığın oluşturduğu şoklar karşısında dirençsiz kalmaktır.

Bir ülkenin istikrar durumunun istikrarsız hale gelmesine sebep olan, önceden bilinmeyen, beklenmedik bazı gelişmelerin makro seviyelerde ülke ekonomisini, mikro seviyelerde ise firmaları ciddi boyutlarda etkilemesi durumu ise “ekonomik kriz” olarak ifade edilmektedir (Aktan ve Şen, 2001: 1125). Ekonomik krizlerin etkiledikleri sektörler açısından değerlendirildiğinde; “finansal sektör” ve “reel sektör” krizleri olarak iki başlık altında tanımlandığı görülmektedir (Yücel ve Kalyoncu, 2010: 55). Ekonomik krizlerin bir türü olan finansal krizler, reel sektörü de olumsuz etkileyeceğinden finansal istikrarın sağlanamaması durumlarında ekonomik performansın sağlanması da mümkün olamamaktadır.

2.1. 2008 Küresel Finansal Krizinin Teorik Temelleri: Riskli Krediler (CDS)

ABD’de mevcut likiditenin bol olması ve hükümetin konut almaya teşvik eden düşük faiz politikaları, konut kredisi veren kurumlar tarafından kredi alanların borçlarını ödemekte sıkıntı çekmeyeceği düşüncesiyle aşırı risk alınarak yeterince ödeme gücü olmayan bireylere dahi konut kredisi verilmesine yol açmıştır. ABD’nin tüketicinin aşırı harcamalar yapmasına teşvik eden politikaları, liberal yaklaşımlar, mevcut idari ve yasal yapının türev piyasaların büyümesine ve kredilerin genişlemesine göz yumması, küresel finansal yapının uluslararası piyasalarda riskin kontrolsüz bir şekilde yayılmasını önlemekte yetersiz kalması, konut finansman sistemindeki tarafların hataları, mevcut risklerin kredi derecelendirme kurumlarınca tespit edilerek kamuoyunun bilgilendirilmesinde yapılan ihmaller, kriz belirtilerinin yetkililerce hafife alınması durumları 2008 küresel finansal krizi için gerekli ortamı oluşturmuştur.

2008 Nobel Ekonomi ödülüne sahip Paul Krugman’ın aralarında olduğu çok sayıda araştırmacı tarafından krizin aslında 2007’nin ikinci yarısı başlarında patlak verdiği ifade edilmiştir (Deniz, 2013: 105). Ancak 2008 yılında Lehman Brothers’ın iflasıyla birlikte krizin ciddiyeti anlaşılmış ve bu olay krizin başladığı an olarak kabul görmüştür (Eğilmez, 2009: 68).



Şekil 2. Krize Götüren Hatalar ve Sonuçları

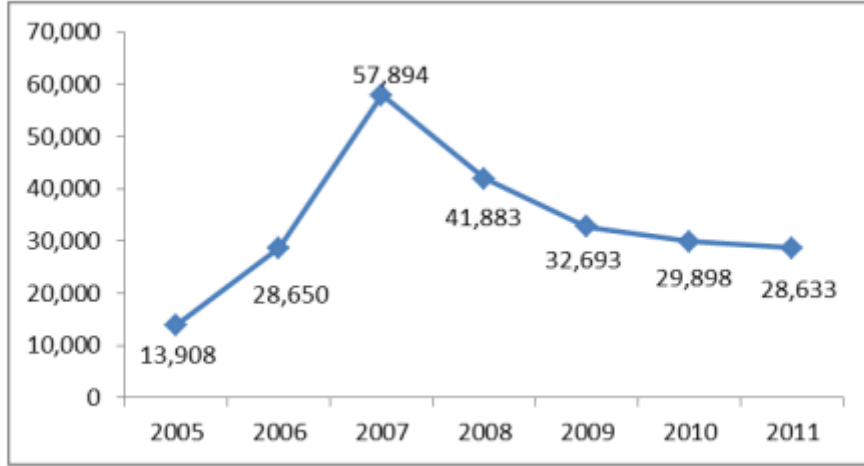
Kaynak: Kırıcı, H. (2017). *Küresel Finansal Krizden Çıkış Amacıyla Alınan Önlemler ve Sonuçları*. Doktora Tezi, Yıldırım Beyazıt Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 9.

Krizler, krizi oluşturan faktörleri olgunlaştıran müsait zeminlerin değerlendirilmesi ve önlenmesi konusunda karar alıcı mekanizmalarca yapılan ihmaller veya yanlışlardan dolayı oluşurlar. 2008 finansal krizinin de bu tür faktörlerden şekillendiği görülmüş, bu krizi doğuran hatalar ile sonuçları Şekil 2’de gösterilmiştir (Kırıcı, 2017: 9).

2008 finansal krizinin arka planında yatan ve krizin bir bütün olarak anlaşılması için üzerinde durulması gereken bir konu olarak kredi temerrüt takası önemli bir yer tutmaktadır. Bir ülkenin borcunun sigortalanması için sigorta şirketinin talep ettiği prime CDS (Credit Default Swap) denilmektedir. Bir ülkeye borç veren yatırımcı, borcun vadesinde ödenip ödenmeyeceğini bilmediğinden borcu sigortalatmak istemektedir. Sigorta şirketi de işin doğası gereği prim talep etmektedir. Sigorta şirketinin borç alan ülkenin her 100 birimlik riskini sigortalamak için istediği yıllık prim miktarına CDS denir. CDS’ler baz puan üzerinden değerlendirilmektedir. Borç kullanmak isteyen ülkelerin borçlanma maliyetleri de CDS’lerin yukarıda sayılan özellikleri dolayısıyla etkilenmektedir.

Krizin hemen öncesinden başlanarak 2005-2011 yılları arasında ABD’deki CDS verileri Şekil 3’te gösterilmiştir. Bu bilgiler ışığında, CDS’lerin kredi riskinin fiyatı olduğu ve ilgili yıllarda krize paralel olarak yükseldiği rahatlıkla söylenebilir. 2007 yılında en yüksek seviyelerinde seyreden CDS’ler krizin etkisiyle takip eden dönemde düşüş trendi

göstermiştir.



Şekil 3. CDS Spreadleri (ABD)

Kaynak: Ersoy, E. ve Ünlü, U. (2016). Tezgahüstü Türev Piyasa İşlemleri. *Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 6 (1): 150.

2008 küresel finans krizinin arka planındaki majör sebepleri açıklayabilmek adına CDS türevlerinin işleyişi ve ekonomideki asıl rolü ile etki alanı mercek altına alınmalıdır.

CDS priminin kriz sırasında oynaklığı, diğer piyasalardaki risk değerlendirmesini etkilemiştir. Piyasanın hızlı genişlemesinin nedeni, CDS'nin tüm türevler gibi yalnızca riskten korunma amaçlı kullanılmamasıdır; aynı zamanda yatırımcıların bunları ticaret aracı olarak kullanmaları ve ticari defterlerine kaydetmeleridir. Ticaret stratejilerinden doğrudan kâr elde etmeyi amaçlayan işlemler, bu piyasanın likiditesinden ve oynaklığından kısmen sorumludur. Bu önemlidir, çünkü CDS piyasasındaki hareketlerde CDS primleri dalgalandığında piyasa katılımcıları varsayılan karlılık beklentilerini tekrargözden geçirirler (Terzi ve Uluçay, 2011: 988). Bir bütün hâlinde düşünüldüğünde, CDS primlerini ellerinde bulunduran egemen finans katılımcılarının riskli ülke ekonomileri ve CDS primleri üzerinde manipülatif hamleler yapması kaçınılmaz olmuştur. Lehman Brothers'ın iflası sonrasında ise gelişmiş ülkeler finansal sistemleri desteklemek için bir dizi ekonomik programlar hayata geçirme yoluna gitmişlerdir.

Kredi temerrüt takaslarının finansal piyasa istikrarı üzerindeki etkisi, büyük ölçüde piyasa mekanizmalarına ve finansal piyasalardaki sermaye-likidite gerekliliğine bağlı olmakla birlikte muhtemelen kredi piyasalarının manzarasını değiştirmeyi sürdürecektir. (Terzi ve Uluçay, 2011: 990).

Finans oyunlarında, CDS gibi hesapça devlet borçlarında sigorta rolü oynaması beklenen türevlerin, nasıl etik dışı kullanıldığı krizi izleyen yılda (2009 ve 2010) AB'de

ortaya çıkmıştır. Asıl başlığı (Sovereign credit default swaps) yani devlet borçlarının ödenememesine karşı sigortalama olan CDS, herhangi bir (kaza, yangın, vb.) riske karşılık parasal önlem anlamında bir sigorta değildir. Bu riskin olacağına ilişkin bahse girmez, CDS'leri satın alan bu ülkenin borcunu ödeyemeyeceği iddiası lehine bahse girer; yani ülke tahvillerinin faizlerini ödeyemeyeceği gibi borcunu da döndüremeyecektir. Tahvilleri satan ise, aksine ödeyeceği iddiasını yapan taraftır (Kazgan, 2012: 5).

CDS'lerin krizin oluşmasındaki ana enstrüman olduğu verilerinden hareketle krizden sonraki sürece bakmak zaruriyet kazanmıştır. 2010 yılında Yunanistan ekonomisinin borçlarını ödeyemez duruma gelmiş olması, CDS'nin içerdiği bu aleyhe iddianın gerçekleşmiş olduğunun da kanıtıdır. Bu bilgiler ışığında 2008 finansal krizin temelinde; vurgulanması gereken önemli konuların başında finans kesiminin kumar oyunları ve Yunanistan gibi bazı Euro bölgesi hükümetlerinin borçlarını şeffaf bir şekilde açıklamayarak biriktirmesi, dünyayı olumlu bir profil sergileyerek kandırma yolunu seçen etik dışı davranışları yatmaktadır.

2.2. Uluslararası Finansal Yapının Krize Tepkisi

2008 krizi sonucunda uluslararası finans sistemlerinin sahip olduğu zayıf taraflar ortaya çıkmış, finansal istikrarın sağlanması amacıyla uluslararası kurumlar aşağıdaki rolleri ile öne çıkmıştır (Değertekin, 2010: 16-17). Bu bağlamda;

i. Uluslararası Menkul Kıymet Düzenleyicileri Örgütü (IOSCO) tarafından menkul kıymet düzenlemesinin hedef ve prensiplerinin revize edilmesi,

ii. Finansal İstikrar Kurulu (FSB) tarafından uluslararası kurumlar ile ortak çalışmalar yürüterek uluslararası platformda benimsenmiş ilkelerin ulusal düzenlemelere dâhil edilmesinin analiz edilmesi,

iii. Basel Bankacılık Denetim Komitesi (BCBS) ve Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) tarafından bankacılık alanında sarsılan güvenin ve standardın revize edilerek tekrardan sağlanması,

iv. Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından krizle mücadelenin finansal boyutu,

v. G20 tarafından kriz karşısında ortak mücadele zeminin oluşturulması,

vi. Dünya Bankası (WB) tarafından krizden en çok etkilenen az gelişmiş ülkeler ile dünyanın düşük gelirli kesiminde yoksulluğun azaltılması (Narin ve Kutluay, 2013: 45-46),

vii. Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD) tarafından krizden çıkışta para politikalarının maliye politikalarıyla desteklenmesi ve vergi indirimine vurgu yapılması (Kantar, 2010: 160) konularında faaliyetler ve tavsiyeler yapılmıştır.

2008 krizinin dünya ekonomisi açısından boyutları incelendiğinde; IMF Ekim 2008 Küresel Finansal İstikrar Raporunda göre Eylül 2008 ayı sonu itibarıyla finansal kuruluşların yayımladığı raporda toplam zararın 760 milyar USD olduğu belirtilmektedir. IMF Ekim 2009 Küresel Finansal İstikrar Raporunda ise 2007-2010 dönemi toplam zararın 2.809 milyar USD'a yükseldiği açıklanmıştır (Şahin, 2011: 17). Ayrıca finansal sektörün yanı sıra reel sektördeki büyüme oranında düşüş görülmüş, dünya genelinde işsizlik hızla yükselmiş ve dünya ticareti geriye gitmiştir. Uluslararası Çalışma Örgütü (ILO) verilerine göre 2007'de 170,7 milyon olan dünya geneli işsiz sayısı, 2008 yılında 176,4 milyon, 2009 yılında 197,7 milyon sayılarına ulaşmıştır (Korkmaz vd., 2013: 114).

2.3. Finansal İstikrara Dönüş İçin Küresel Ölçekte Alınan Önlemler ve Uygulanan Politikalar

Finansal istikrarın oluşturulması bağlamında 2009 sonrasında alınan önlemlerde G20 ülkelerinin genişletici para politikası uygulama kararı ile IMF'nin 2009 ve 2010 yılları ekonominin canlanması temini kapsamında küresel boyutta alınacak mali önlemler doğrultusundaki teklifi belirleyici olmuştur. Bununla birlikte krizin reel sektöre sıçraması ve etkisinin genişlemesi sonucunda finansal kuruluşlardaki güvensizliğin sürmesi alınan ihtiyatlı önlemlerin yeterli olmamasına sebep olmuş ve gelişmiş ülkelerin hükümetlerince genişletici maliye politikaları ile geleneksel olmayan para politikalarının (faiz taahhüdü, kredi genişlemesi, merkez bankası işlemleri katılımcı banka tabanı, vade uzatımı, teminat çeşitlendirmesi, miktarsal genişleme, zorunlu karşılık oranı ve faiz koridoru gibi) tasarlanarak uygulandığı görülmüştür. Alınan önlemler ile 2009 yılında küresel büyümede bir toparlanma görülse de bu durum kısa sürmüş ve 2010-2011 yıllarında tekrar düşüşe geçmiştir (TCMB, 2013: 1; Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), 2012: 1-2). 2012 yılından itibaren küresel büyümede yavaş olsa da daha istikrarlı bir seyir izlenmiştir.

Para politikasının yürütülmesinden sorumlu olan MB'nin, 2008 krizi ile birlikte fiyat istikrarına ilave olarak ikinci bir hedef olarak finansal istikrarın sağlanması görevi öne çıkmıştır. Krizden elde edilen tecrübeler doğrultusunda fiyat istikrarının sağlanmasının zorunlu olduğu ancak tek başına yeterli olmadığı görülmüştür. Bu bağlamda kriz süresince finansal istikrarın yeniden tesis edilmesi için MB tarafından uygulanan para politikaları önem arz etmiştir.

Bankacılık sistemlerinin doğası gereği istikrarsız olması, ödeme sistemleri ile bankalar arası piyasa aracılığıyla istikrarsızlığın geçme riskinin bulunmasından dolayı MB tarafından finansal istikrarın sağlanması; bankanın finansal durumunun ve kredibilitesinin güvenli para alışverişiyle ve finansal sistem işlevinin düzgün bir şekilde yerine getirilmesiyle idame edilmektedir (Yavuzarslan, 2011: 19). Bu kapsamda para politikaları, faiz politikası ve likidite desteği üzerinde yoğunlaşan MB; piyasadaki yabancı ve yerli para sıkışıklığını çözebilmek için geleneksel ve geleneksel olmayan araçların oluşturduğu çok sayıda yönteme başvurmuştur.

3. FİNANSAL İSTİKRARA DÖNÜŞ ÇABASI: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

3.1.2008 Küresel Finans Krizinin Türkiye'deki Etkileri

2008 krizinin Türkiye'ye etkileri incelendiğinde finansal istikrarı tehdit eden ve önlem alınmasını gerektiren konuların; güven bunalımı ve bankaların kredi kısıtlamaya gitmesi, uluslararası finansal akımların düşüşe geçmesi ve dış ticaret konularında yaşandığı görülmüştür.

Güven Bunalımı ve Banka Kredilerinin Düşmesi: Türkiye ekonomisinde tüketici güven endeksinin ve reel kesim güven endeksinin seyri 2008'in sonlarından başlayarak 2009 ortalarına kadar büyük düşüş göstermiştir. 2008 krizi öncesinde Türkiye'de bankalar ile şirketlerin yurtdışından ciddi miktarlarda kredi aldığı görülmüştür. Krizle birlikte kredilerin hacminde daralma olmuş ve bilançolarda küçültmeye gidilmiştir. Bankalarda mevcut likidite sıkıntısı güven ortamının azalmasıyla birlikte ülkede kredi hacminin küçülmesine sebep olmuştur (Yılmaz, 2009: 1-8).

Uluslararası Finansal Akımların Düşüşe Geçmesi: Başta “enerji” olmak üzere üretimde ihtiyaç duyduğu malları ithal eden Türkiye, yabancı sermaye girişiyle birlikte büyüyen bir ekonomiye sahiptir. Bundan dolayı doğrudan yabancı yatırımındaki ya da sermaye girişindeki düşüş ülke ekonomisinin daralmasına sebep olmuştur. Türkiye'nin 1999-2011 yılları arası yabancı sermaye girişi ve doğrudan yatırım miktarları incelendiğinde 2002-2009 arası yıllık 10 milyar USD seviyesindeki yabancı sermaye girişinin 2009'da 3 milyar USD'ye düşerek yabancı sermaye girişinin % 82 azaldığı ve ekonominin küçüldüğü görülmektedir (TCMB Data Elektronik Veri Sistemi, 2019).

Dış Ticaret: 2008 yılında Türkiye'nin ihracatı incelendiğinde AB ülkeleri başta olmak üzere % 70'inin gelişmiş ülkelere yapıldığı görülmektedir. Gelişmiş ülkelerdeki taleplerin düşmesi 2009 yılında ihracatta % 23'lük bir daralma oluşmasına sebep olmuştur (TÜİK,

2019). İhracatta ortaya çıkan düşüşler, krizin ülke ekonomisini dış ticaretten kaynaklı olarak olumsuz etkilediğini göstermektedir. Finansal kriz boyunca döviz kurunda düşme yaşanması ihracat açısından nispeten Türkiye'ye avantaj sağlamıştır (Küçükkiremitçi vd., 2008: 10).

3.2. TCMB'nin Finansal İstikrara Yönelik Politikaları

2001 krizinin ardından TCMB tarafından gerçekleştirilen yapısal anlamdaki ilk değişiklik; fiyat istikrarının MB'nin temel amacı olduğu ve uygulanacak araçların MB tarafından belirleneceği hususunun yasaya girmesi olmuştur. Bununla birlikte “finansal istikrar” MB'nin destekleyici amaçlarından biri olarak kanunda belirlenmiştir. Türkiye'de 2001 krizinin ardından finansal sistemin sağlamlaştırılması amacıyla alınan tedbirleri içeren “Güçlü Ekonomiye Geçiş” programı uygulanmıştır.

TCMB finansal istikrar kapsamında 2005 yılı itibarıyla finansal istikrar raporları yayımlamaya başlamıştır. TCMB, finansal istikrarı fiyat istikrarının tamamlayıcısı şeklinde görmüş ve finansal istikrarı sağlayabilmek amacıyla istikrarlı ve düşük enflasyonu hedef olarak belirlemiştir. Hedef olarak 2002-2005 döneminde örtük, 2006 yılı itibarıyla ise açık enflasyon hedeflemesi uygulanmıştır. Geleceğe yönelik enflasyonun tahmin edilmesine dayanan rejim ile sürdürülebilir ve düşük enflasyonun sağlanması amaçlanmıştır. Bu çerçevede TCMB tarafından kısa vadeli faiz oranları temel araç olarak kullanılmış ve fiyat istikrarı için piyasaların istikrarına ilişkin önlemler alınmıştır (TCMB, 2007).

2008 küresel krizinden sonra fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasındaki ilişkinin farklı olduğu görülmüş, finansal sistemin sınırlandırılmaları ve riskleri için yeni bir yaklaşıma ihtiyaç duyulmuştur. Küresel kriz her ülkeyi mevcut farklılıkları itibarıyla olumsuz etkilemiş, Türkiye'deki etkiler ise sermaye akımlarının girişiyle görülmüştür. Ülkedeki finansal istikrarın bozulmasıyla birlikte fiyat istikrarında kullanılan araçların yetersiz kaldığı anlaşılmış ve TCMB yeni politika araçlarını gündemine almıştır (TCMB, 2014).

Yeni para politikasının tasarımı TCMB'nin genel anlamda iki gelişmeden etkilendiği görülmüştür. Bunlar; dünya üzerinde merkez bankacılığına yönelik oluşan yeni bakış açısı ile kriz sonrasında küresel piyasada meydana gelen dalgalanmalardır (Kara, 2012). Para politikalarının yanı sıra Türkiye'de finansal istikrar doğrultusunda sistemik riskler ile düzenli şekilde mücadele edebilmek için 2011 yılında TCMB, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF), SPK ve BDDK Başkanlarından oluşturulan “Finansal İstikrar Komitesi” kurulmuştur (TCMB, 2011: 73-74):

2010 yılı sermaye girişi kalitesindeki bozulmaların ve yaşanan dış finansman ihtiyacının neticesinde Türkiye ekonomisinde “ani durma” riski oluşmuştur. 2010’un sonuna kadar süren cari denge ile dış finansman kalitesindeki bozulmalar finansal istikrarda makro yaklaşımların gerekliliğini göstermiştir (TCMB, 2011: 73-74). 2008 küresel krizine yönelik gelişmiş ülkelerin uyguladığı politikalar Türkiye için de belirleyici olmuştur. Ülkedeki olumsuz etkilerin sınırlandırılması maksadıyla “kısa vadeli sermaye girişlerinin azaltılması” ve “kredi genişlemesinin yavaşlatılması” olmak üzere iki ana hedef belirlenmiştir (Başçı ve Kara, 2011: 9-25.). Bu hedeflerin gerçekleştirilebilmesi maksadıyla TCMB 2010 sonrasında politika araçlarını çeşitlendirmiş ve bu bağlamda asimetrik faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizmasını kullanmıştır (TCMB, 2014).

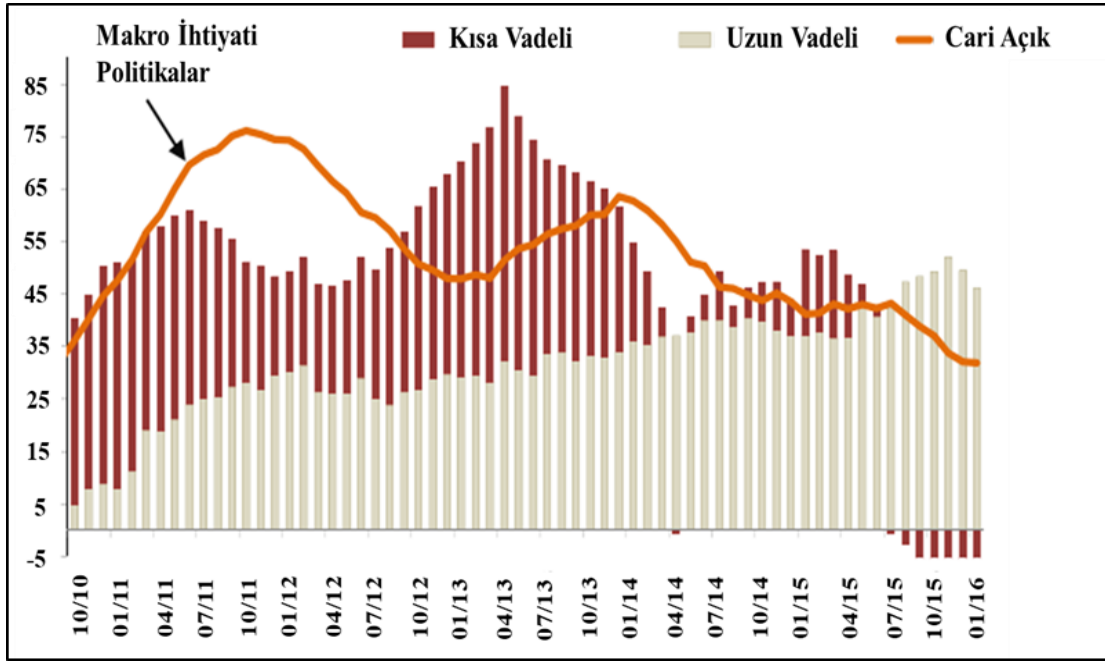
Enflasyon hedefi rejiminin benimsendiği Türkiye’de faiz koridoru aracı piyasayı etkilemede kullanılmıştır. Gecelik borç alma faizi, gecelik borç verme faizi ve politika faizi olmak üzere üç çeşit faiz oranının kullanıldığı faiz koridoru uygulamasında; veri denetimi günlük olarak yapılabilmiş, faizlerin döviz ve kredi kanalında farklı amaçlarda kullanımı sağlanabilmiştir (Vural, 2013: 30-31).

Uygulanan önemli bir politika aracı olarak zorunlu karşılıklar ise; TCMB’nin belirlediği orandaki banka mevduatlarının bir bölümünün MB’de tutulma zorunluluğudur. Zorunlu karşılıklar temel olarak; bankaların ödemede karşılaştığı zorluklara karşın tedbir maksadıyla ihtiyati amaçlı, makroekonomik göstergelerdeki bozulmalara karşın MB’nin istikrarı sağlayabilmesi maksadıyla parasal kontrol amaçlı ve likidite arzının dengelenmesi maksadıyla likidite yönetimi amaçlı olmak üzere üç amaç doğrultusunda kullanılmıştır (Alper ve Tiryaki, 2011: 1-10). Zorunlu karşılık uygulaması sermaye girişinin yoğun olduğu dönemde kredi arzının yükselmesinin sınırlanması ve piyasadaki para miktarının kontrol edilmesi açısından etkili bir araçtır (Serel ve Özkurt, 2014: 69).

Rezerv opsiyon mekanizması ise bankaların TCMB’de tuttuğu zorunlu karşılıkların belirli bir yüzdesinin altın ve döviz cinsinden tutulmasını sağlamaktadır. Bu uygulama ile isteğe bağlı olarak altın ya da döviz tutabilmek likidite yönetimi bakımından bankalara esneklik kazandırmaktadır. Bu şekilde sermaye girişlerinden doğabilecek olumsuzluklar giderilmekte ve bankaların gönüllü döviz birikimi sağlanmış olmaktadır (Küçüksaraç ve Özel, 2012).

3.3. Uygulanan Politikaların Finansal İstikrara Etkisi

Finansal istikrarın oluşturulmasında uygulanan politikalarda TCMB'nin ne kadar etkili olduğunun anlaşılabilmesi açısından politikaların finansal ve reel ekonomiye yansımalarını gösteren verilerin incelenmesi gerekmektedir. Bu bağlamda cari açık ve sermaye girişlerini gösteren grafik Şekil 3'de olduğu gibidir. Buna göre 2010 yılında başlayan yeni politika araçlarının 2011 sonundan başlayarak cari açıkta azalmalar oluşturduğu görülmektedir. Aynı şekilde toplam sermaye girişleri içerisindeki kısa vadeli sermaye girişi payının azaldığı, uzun vadeli sermaye girişleri ise arttığı görülmektedir (Kara, 2016: 90).

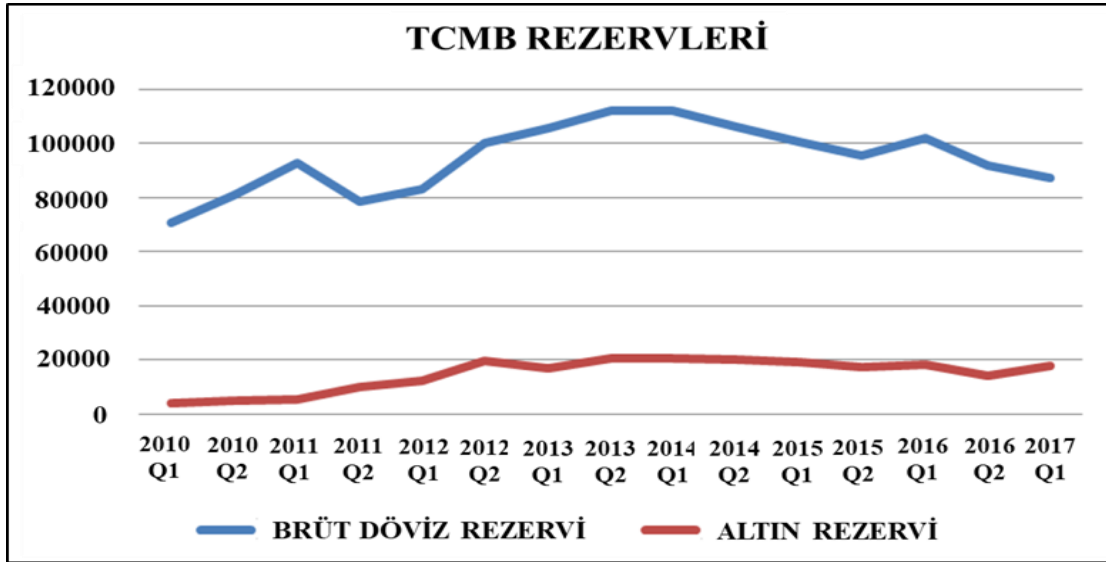


Şekil 3. Net Sermaye Girişleri ve Cari Açık (Milyar USD)

Kaynak: Kara, H. (2016). A brief assessment of Turkey's macroprudential policy approach: 2011-2015. *Central Bank Review*, 16(3): 90.

TCMB'nin araçları arasında rezerv opsiyon mekanizması ilk olarak Eylül 2011'de uygulanmaya başlamış, brüt döviz ve altın rezervlerinde bu dönemden başlayarak 2014 ikinci yarısına kadar artış görülmüştür. TCMB rezervleri durumu Şekil 4'de gösterilmiştir.

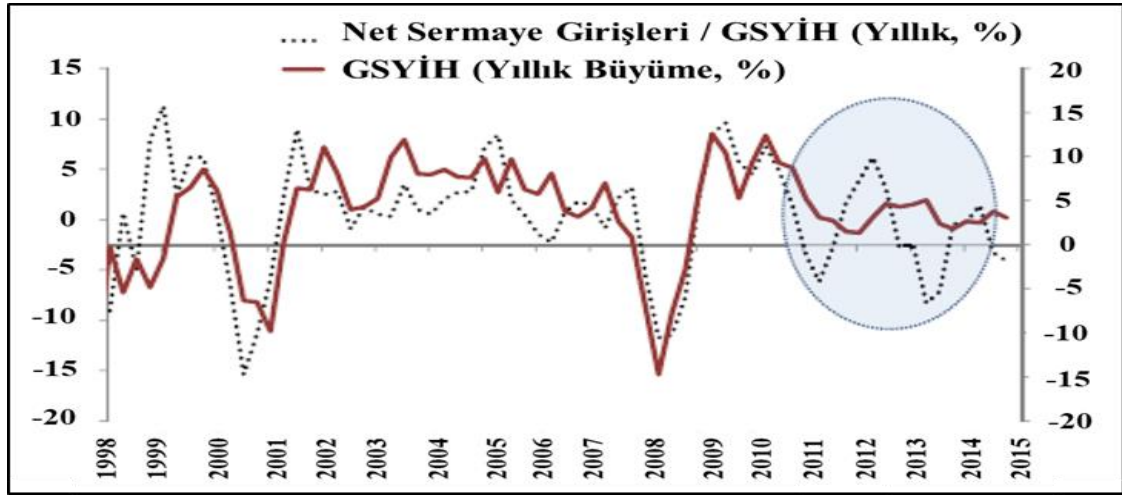
Finansal sistemdeki herhangi bir unsurun sermaye akımlarına duyarlılık durumuna bakılarak makro ihtiyati politikalar bakımından fikir edinilebilir. Bu kapsamda Türkiye'deki makro ihtiyati politikaların başarı durumunun anlaşılabilmesi için, yurtiçi ekonomik faaliyetlerinin sermaye akımlarına duyarlılık durumuna bakılabilir.



Şekil 4. TCMB Brüt Döviz ve Altın Rezervleri

Kaynak: TCMB, *Mayıs 2017 Finansal İstikrar Raporu*, Sayı 24: 22

Makro ihtiyati politikaların aktif olarak uygulanmaya başladığı dönemde Şekil 5’de gösterilen Türkiye’nin Gayrisafı Yurt İçi Hasıla (GSYİH) büyümesi ile sermaye hareketlerinin ilişkisine bakıldığında iki değişkenin de birbirinden uzaklaştığı görülmektedir (Kara, 2016: 91).



Şekil 5. GSYİH Büyüme Oranı ve Net Sermaye Girişleri

Kaynak: Kara, H., Özlü, P. ve Ünalı, D. (2015). *Türkiye için Finansal Koşullar Endeksi*, TCMB Çalışma Tebliği, No: 15/13, 41-73.

3.4. TCMB’nin Uyguladığı Politikaların Başarısının Değerlendirilmesi

Finansal krizlerde uygulanan para politikasının başarısı ile ilgili araştırmalar incelendiğinde Türkiye ve Güney Kore üzerinde araştırma yapan Alp ve Elekdağ (2011), enflasyon hedeflemesi ve serbest döviz kurunun krizin şiddetli durgunluğunu önlediğini ifade

etmektedirler. Çınar, Erdoğan, Gürgür ve Polat (2010) tarafından yapılan çalışmada ise; yüksek büyümeyi sınırlandırabilme riskine karşın TCMB'nin, 2006 yılı itibarıyla yaşanan kredi genişlemesi karşısında başlattığı ve 2007 son çeyreğine kadar kararlılıkla sürdürdüğü, parasal sıkılaştırma ile riskli kâğıtlardaki büyümenin sınırlandırılmasının başarıyı getirdiği belirtilmektedir. Ayrıca bankacılıkta mevcut güçlü bilanço yapısının ve serbest kur uygulamasının da finansal kriz etkilerini hafifletilmede önemli rol oynadığı vurgulanmıştır.

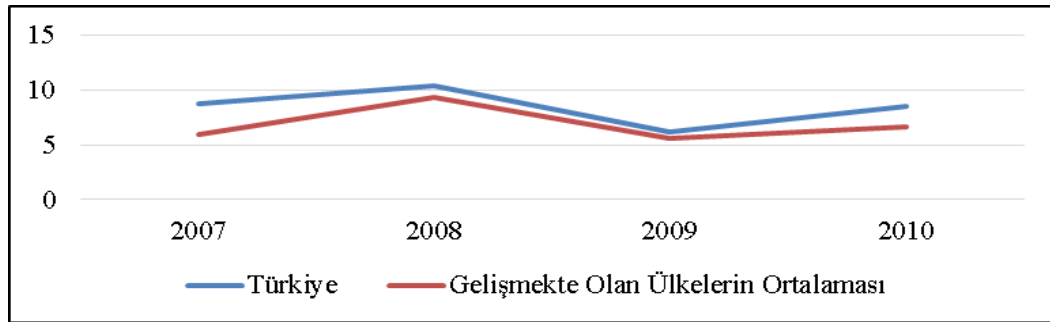
TCMB tarafından uygulanan politikadaki başarı durumu incelendiğinde hedeflere ulaşılabilme durumuna bakmak gerekmektedir. TCMB, temel olarak fiyat istikrarını hedeflemişse de 2008 sonundan 2010'a kadar ki süreçte yurtiçi kredi hacminin artırılarak sonrasında düşürülmesini ve sonuç olarak da finansal istikrarı hedeflemiştir. TCMB'nin Tablo 1'de gösterilen 2008-2011 yılları enflasyon hedefleri incelendiğinde; 2009 ve 2010'da hedeflenenin gerçekleştiği, ancak 2008 ve 2011'de hedeften sapıldığı görülmektedir.

Tablo 1. Türkiye'de Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları (2008-2011)

	2008	2009	2010	2011
Hedef (%)	4	7,5	6,5	5,5
Gerçekleşme (%)	10,1	6,5	6,4	10,45

Kaynak: Dünya Bankası (<https://data.worldbank.org>), 15 Ocak 2020.

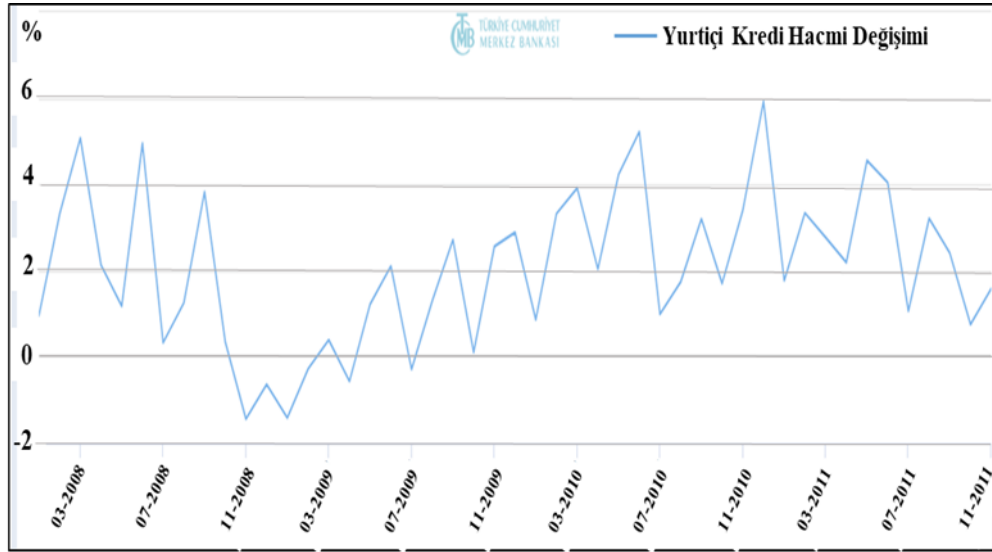
Türkiye ekonomisinin krizden önceki dönemde yüksek enflasyon yaşadığı dikkate alındığında, TCMB tedbirlerinin finansal kriz sürecinde enflasyon bakımından başarılı olduğu söylenebilir. Bu konudaki başarı durumuna ilişkin değerlendirmenin gelişmekte olan diğer ülkelerle karşılaştırılarak da yapılması mümkündür. Şekil 6'da görüldüğü üzere ekonomik yapıları açısından Türkiye ile benzer olan ülkelerin enflasyon oranları Türkiye ile paralellik göstermiştir. Sonuç olarak TCMB'nin finansal krizdeki para politikalarının başarılı olduğu söylenebilmektedir.



Şekil 6. Türkiye'de ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Oranları (2007-2010)

Kaynak: Dünya Bankası (<https://data.worldbank.org>), 15 Ocak 2020.

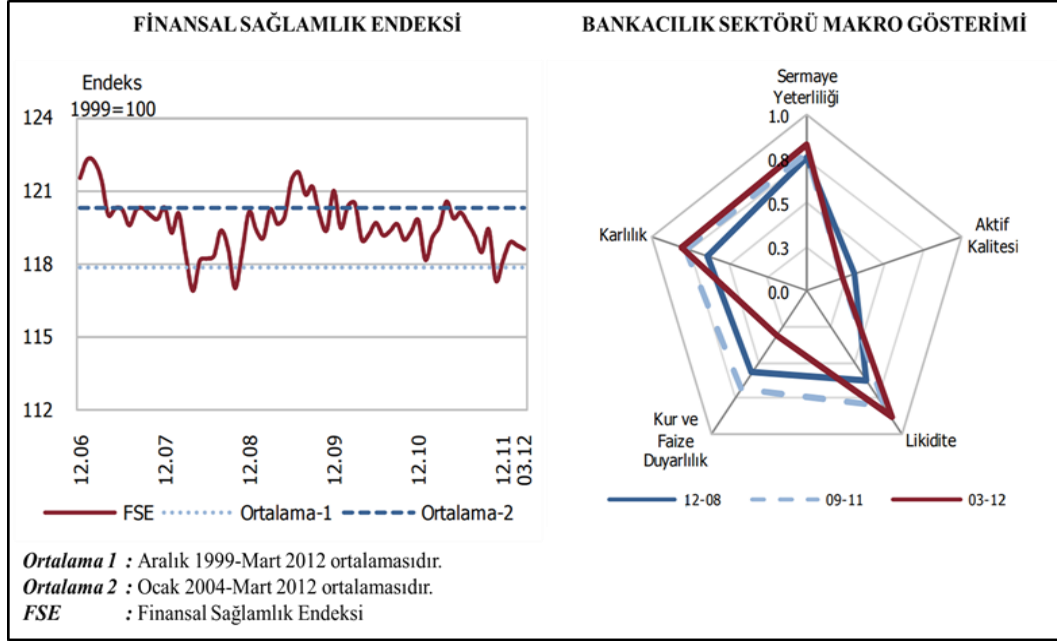
TCMB'nin yurtiçi kredi hacmindeki başarısı Şekil 7'de gösterilen kredi hacmi değişiminden anlaşılabilir. 2008 yılındaki finansal paniğin etkisini göstermeye başladığı dönemde toplam talebi arttırabilmek için TCMB uyguladığı politikalar sayesinde kredileri arttırabilmiştir. Ekonomideki aşırı ısınma ile cari açık sorunu oluştuğunda ise TCMB 2010'dan sonraki bazı dönemlerde kredi artış oranını sınırlandırmıştır. 2010 ikinci yarısı itibarıyla BDDK tarafından yapılan düzenlemelerin de etkisiyle kredi artış oranlarındaki azalma istikrar kazanmış ve TCMB'nin kredi artışlarına yönelik politikalarının başarılı olduğu görülmüştür.



Şekil 7. Yurtiçi Kredi Hacmi Artış Oranları (2008-2011)

Kaynak: TCMB. (2019). *TCMB Data Elektronik Veri Sistemi* https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/collapse_4/5906/DataGroup/turkish/bie_kmyikrhc/ (Erişim: 10.04.2019).

TCMB'nin finansal istikrar açısından başarısında Finansal Sağlık Endeksi (FSE) de bir göstergedir. TCMB'nin hesaplanmış FSE ile bankacılık sektörü makro gösterimi Şekil 8'de gösterilmektedir. Grafikte 2004-2012 yılları ortalaması ile endeks karşılaştırması bulunmaktadır. FSE'nin 2008 son çeyreğinden itibaren düştüğü görülsede sonraki dönemlerde ortalamanın üzerine çıktığı görülmektedir. Bankacılık sektörü incelendiğinde ise 2008'e oranla; sermaye yeterliliği, likidite ve karlılık açısından olumlu gelişmeler gerçekleşirken, aktif kalitesi ile kur ve faize duyarlılık açısından gerileme olduğu görülmektedir.



Şekil 8. Bankacılık Sektörü Makro Gösterimi ve Finansal Sağlamlık Endeksi

Kaynak: TCMB (2012).*Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2012*. Sayı 14: 58

2008 krizi sürecine yönelik diğer finansal göstergeler incelendiğinde; TCMB tarafından döviz kurunda istikrarın sağlanması kapsamında uygulanan politikaların gelişmekte olan diğer ülkeler ile karşılaştırıldığında kurdaki oynaklığı azalttığı görülmüştür. Buna ilave olarak kredi derecelendirme kuruluşlarınca TCMB nezdinde Türkiye ekonomisine verilen kredi notları da finansal sistemin sağlamlığını göstermiştir. Ayrıca ülkeye giren yabancı sermayenin vadesini uzatma çabaları kapsamında 2010 sonu itibarıyla başlatılan politikaların 2011 yılı sonundaki verilere bakıldığında başarılı olduğu görülmüştür (TCMB, 2011).

4. SONUÇ

ABD’de başlayarak tüm dünya geneline yayılan ve tarihteki en büyük krizlerden biri olarak görülen 2008 küresel finansal krizi, ABD finansal piyasalarının ardından reel ekonomiyi de etkilemiştir. Krizin sonuçlarına bakıldığında; finansal istikrar açısından para politikası hedeflerinin yetersiz olduğu ve finansal istikrarı sağlayabilmek için ortaya çıkan yeni bakış açısıyla birlikte makro ihtiyati politikalarda sorumluluğun MB’lere yüklenmesi gerekliliği görülmüştür.

Krizin en önemli nedenlerinden birinin bu bağlamda CDS’ler kanalıyla finansal kesimin kumar oyunları ve dolayısıyla sergilemiş olduğu etik dışı davranışları olduğunu anlaşılmıştır. CDS’leri pazarlayan kuruluşların, kredileri tahvil hâline getirmek suretiyle sigortalayarak denetim şirketlerine yüksek rüşvetler ödediği ve yüksek kredi derecelendirme notları elde ettiği bilinmektedir. Derecelendirme kuruluşlarının etik dışı davranışlarının altında yatan

neden, bu kuruluşların ücretlerinin tahvilleştirmeyi yapanlar tarafından ödenmesidir. Bu durumda, gerçeğin üstünde kredi notu almak için ödemeyi yapan kuruluşlar ile kredi notunu verenlerin davranışları büyük bir ekonomik krizi beraberinde getirmiştir.

Türkiye açısından incelendiğinde 2008 krizi ve sonrasında ABD tarafından uygulanan politikaların ülkede sermaye kanalında etkileri görülmüştür. Türk ekonomisinde ortaya çıkan kredilerdeki hızlı artış ve dış ticaret açığı sonucunda oluşabilecek finansal istikrarın bozulabilme riski ve reel sektöre yönelik olumsuz etkilere karşın TCMB tarafından makro ihtiyati politikalar uygulanmıştır.

Türkiye’de 2001 krizi sonrası gerçekleştirilen reformlar özellikle bankacılık sektörünün dayanıklılık kazanmasını sağlamıştır. Ayrıca finansal istikrar konusunun TCMB Kanunu’na girmesi, Türkiye’nin iç dinamikleri kaynaklı 2001 krizinin finansal sistemi sağlamlaştırması ve bu dönemde atılan adımlar; 2008 krizinden doğan olumsuz etkilerin azalmasına katkı sağlamıştır. 2010 yılından sonra finansal istikrar maksadıyla aktif olarak uygulanan makro ihtiyati politikalar ile 2011’de kurulan “Finansal İstikrar Komitesi” ile birlikte sistemik riskin izlenebilmesi sonucunda ülkedeki resmi altyapının da teşkil edildiği görülmüştür.

TCMB tarafından uygulanan politika araçlarının genel olarak aşırı kredi büyümesinin önlenmesi maksadıyla gerçekleştirildiği görülmektedir. Bu bağlamda; zorunlu karşılık oranlarını yükseltmek vasıtasıyla bankaların kredi miktarlarının düşürüldüğü ya da kredi faizlerini yükseltildiği görülmüş, ayrıca rezerv opsiyon mekanizması uygulamasıyla da piyasadaki likidite kontrol edilmiş ve bankaların döviz biriktirmesi sağlanmıştır. Uygulanan faiz koridoru aracı ise özellikle 2010 sonrasında oluşturulan asimetrik faiz koridoru ile finansal istikrara katkı sağlanmış, faiz koridorunun alt ve üst bantlarıyla oynanarak sermaye giriş-çıkışı kontrolündeki akımlara müdahale edilmeye çalışılmıştır.

Makro ekonomik açıdan bakıldığında, spekülatif amaçla tutulan para reel ekonomiden bağımsız bir hâle dönüşmesini krizin temel nedenlerinden biri olarak gösterilebilir. 1929 Büyük Buhranı başta olmak üzere ekonomilerde birçok kriz yaşanmıştır ve bu durum ne ilk ne de son olarak nitelendirilebilir. Sürekli ve birikimli olarak gelişen teknoloji ve küreselleşme durumu göz önüne alındığında, piyasaların denetimsiz kalmaması gerektiğinin önemi yaşanan krizlere ve ağır ekonomik maliyetlerine bakıldığında su götürmez bir gerçeklik olarak karşımızda durmaktadır. Bu bağlamda hükümetlerin piyasalar üzerinde düzenleyici ve denetleyici tedbirler alması krizlerin yaşanma ihtimalini düşürmekle beraber yaşanacak olan krizlerin etkisini sınırlandıracak ve hızlı bir toparlanma için esnek bir manevra alanı yaratacaktır.

KAYNAKLAR

- Aktan, C. C. ve Şen, H. (2001). Ekonomik Kriz: Nedenler ve Çözüm Önerileri. *Yeni Türkiye Dergisi*, 42, 1225-1230.
- Alp, H. ve Elekdağ S. (2011). *The role of monetary policy in Turkey during the global financial crisis*. IMF Working Paper, WP/11/150.
- Alper, K. ve Tiryaki, S.T. (2011). Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri. *TCMB Ekonomi Notları*, 8, 1-10.
- Başçı, E. ve Kara, H. (2011). Finansal istikrar ve para politikası. *İktisat İşletme ve Finans*. 26 (302), 9-25.
- BDDK, (2012). *Finansal Piyasalar Raporu*. Aralık 2012.
- Borio, C. ve Mathias, D. (2009). *Towards an Operational Framework for Financial Stability: "Fuzzy" Measurement and its Consequences*. BIS Working Papers, No: 284, 1-32.
- Crockett, A. (1997). Why is Financial Stability a Goal of Public Policy?, Symposium of *Maintaining Financial Stability in a Global Economy*, FED of Kansas City, 6-7.
- Çınar, B., Erdoğan, Ö., Gürgür, T. ve Polat, T. (2010). *Küresel Kriz Politika Uygulamaları*. TCMB Ekonomi Notları, 12, 1-11.
- Değertekin, E.A. (2010). Finansal Krizle İlgili Uluslararası Kurumların Yürüttüğü Çalışmalar. *Sermaye Piyasasında Gündem*, 89, 7-19.
- Deniz, G. (2013). *2008 Küresel Krizinin Ekonomik Etkileri ve Kriz Döneminde Alınan Para-Maliye Politikası Önlemleri*. Yüksek Lisans Tezi, Sivas, Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Dünya Bankası (2019). <https://data.worldbank.org/country/turkey?locale=tr>, (Erişim: 10.04.2019).
- Eichengreen, B. (2004). *Financial Instability*. University of California, Copenhagen Consensus, Copenhagen.
- Eğilmez, M. (2009). *Küresel Finans Krizi*. 5. Baskı. Remzi Kitabevi, İstanbul.
- Ersoy, E. ve Ünlü, U. (2016). Tezgahestü Türev Piyasa İşlemleri. *Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 6(1), 143-162
- Houben, A., Kakes, J. ve Schinasi, G. (2004). *Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability*. IMF Working Paper, wp/04/101.
- Kantar, L. (2010). *Mortgage (İpotekli Konut Kredisi) ve 2008 Küresel Krizine Olan Etkileri*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Kara, H. (2012). *Küresel Kriz Sonrası Para Politikası*. TCMB Çalışma Tebliği, No: 12/17.
- Kara, H. (2016). A brief assessment of Turkey's macroprudential policy approach: 2011-2015. *Central Bank Review*. 16(3), 85-92.
- Kara, H., Özlü, P. ve Ünalı, D. (2015). *Türkiye için Finansal Koşullar Endeksi*. TCMB Çalışma Tebliği, No: 15/13, 41-73.
- Kazgan, Gülten, (2012). *2008 Küresel Krizi: Nedenleri, Etik İlkeleri ve İktisat Eğitimi*. Discussion Paper, No. 2012/98, Turkish Economic Association, Ankara: 5.
- Kırcı, H. (2017). *Küresel Finansal Krizden Çıkış Amacıyla Alınan Önlemler ve Sonuçları*. Doktora Tezi, Yıldırım Beyazıt Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Korkmaz, A., Avsallı, H., Korkut, G., Güner H. ve Tetik, A. (2013). Küresel Ekonomik Krizde Dünyada ve Türkiye'de İşsizlikle Mücadelede Uygulanan Politikalar: Başarılı ve Başarısız Ülkeler. *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 5(1), 113-125.
- Küçükiremitçi, O., Genç, Ö., Şimşek, M., Karaca, M. ve Eşiyok, B.A. (2008). *Küresel Mali Kriz ve Reel Sektöre Muhtemel Etkileri*. Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş. Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Müdürlüğü.
- Küçüksaraç, D. ve Özel, Ö. (2012). *Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyonu Katsayılarının Hesaplanması*. TCMB Çalışma Tebliği, No: 12/32.

- Mishkin, F. S. (2000). *Finansal Piyasalar ve Kurumlar*. (Çev. İlyas Şıklar-Ahmet Çakmak-Suat Yavuz), Bilim Teknik Yayınevi: İstanbul.
- Narin, M. ve Kutluay, D. (2013). Küresel Finansal Piyasalarda Değişim ve Yükselen Güçler: BRIC Ülkeleri. *Ankara Sanayi Odası Yayın Organı*, 43-46.
- Padoa-Schioppa, T. (2002). *Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in Between*. Second ECB Central Banking Conference Frankfurt am Main, 3-11.
- Plosser, C. I. (2009). Redesigning Financial System Regulation, New York University Conference *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*, 3-4.
- Schinasi, G. J. (2004). *Defining Financial Stability*. IMF Working Paper, WP/04/187, 6-12.
- Serel, A. ve Özkurt, İ.C.. (2014). Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları ve Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 12(22), 56-71.
- SPK. (2011). *2010 Faaliyet Raporu*, Ankara.
- Şahin, S. Ç. (2011). *Küresel Krizin Türk Bankacılık Sektörüne Etkileri*. Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- TCMB. (2007). *TCMB Yıllık Rapor 2006*. Ankara.
- TCMB. (2011). *2012 Yılında Para ve Kur Politikası*. <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/57800836-adae-4f2b-8a47-c81e9011cef0/2012ParaPolKonusma.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-57800836-adae-4f2b-8a47-c81e9011cef0-m3fC4SP>, (Erişim: 10.04.2019).
- TCMB. (2011). *Finansal İstikrar Raporu Kasım 2011*, Sayı 13. Ankara.
- TCMB. (2012). *Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2012*, Sayı 14, Ankara.
- TCMB. (2013). *Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2013*, Sayı 16. Ankara.
- TCMB. (2014). *TCMB Bülten, Haziran 2014*, Sayı 34, Ankara.
- TCMB. (2017). *Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2017*, Sayı 24, Ankara.
- TCMB. (2019). *Finansal İstikrar* <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Finansal+Istikrar/> (Erişim: 08.04.2019)
- TCMB. (2019). *TCMB Data Elektronik Veri Sistemi* https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket/collapse_4/5906/DataGroup/turkish/bie_kmyikrhc/ (Erişim: 10.04.2019).
- Terzi, N. ve Uluçay, K. (2011). The Role of Credit Default Swaps on Financial Market Stability. *Procedia Social and Behavioral Sciences* 24 (2011)pp. 983–990.
- Tiryaki, G. (2009). Basel Regulations, Economic Capital and Their Implications For The Turkish Banking Industry, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 10(1), 118-133.
- TÜİK. (2019). *TÜİK Yayınlanmış İstatistikler*. www.tuik.gov.tr. (Erişim: 10.04.2019).
- Vural, U. (2013). *Geleneksel olmayan para politikalarının yükselişi*. TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.
- Yavuzarslan, N. (2011). *Finansal İstikrar ve Zorunlu Karşılıklar*. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Yılmaz, D. (2009). Küresel Kriz ve Merkez Bankası, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. *Maliye ve Finans Yazıları*, 1(84), 9-16.
- Yücel, F. ve Kalyoncu, H. (2010). Finansal Krizlerin Öncü Göstergeleri ve Ülke Ekonomilerini Etkileme Kanalları: Türkiye Örneği. *Maliye Dergisi*, (159), 53-69.