

## TCMB'NİN KÜRESEL KRİZ SONRASI DENEYSEL NİTELİKTE PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI ÜZERİNE BİR İNCELEME<sup>1</sup>

İlhan EROĞLU<sup>2</sup>

Fatih YETER<sup>3</sup>

### ARTICLE INFO

#### Article history:

Received 9 November 2022

Accepted 24 December 2022

#### JEL classification:

E58

E42

F32

#### Keywords:

Central banking

Macro-prudential policies

Capital flows

### ÖZET

2008 Finans Krizi, küresel konjonktürde Gelişmiş Ülkeler (GÜ) ile Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ) arasında krizden çıkış ve krizin etkilerinin sterilize edilmesi noktasında bir gruba ayrışmaların meydana geldiği görülmüştür. Söz konusu bu ayrışmanın keskin bir şekilde oluşması uluslararası sermaye hareketlerinin de yoğun olarak, görece daha hızlı toparlanan GOÜ'lere yönelmesine neden olmuştur. Bu ülkelerde kısa süre içerisinde artan iktisadi aktivite dolayısıyla makro iktisadi risklerin arttığı görülmüştür. Sermaye hareketlerinin yoğun bir şekilde yöneldiği ülke ekonomilerinden biri olarak Türkiye Ekonomisinde de kriz sonrası bu risklerin arttığını gözlemleyen Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), amaç fonksiyonunu genişleterek fiyat istikrarı yanında finansal istikrarı da tesis edebilmek için makro ihtiyati politikalar oluşturmuştur. TCMB bu makro ihtiyati politikalarının ana temasında sermaye hareketleri ve kredi genişlemesini kontrol altına alarak Türkiye ekonomisinde ani duruş riskini bertaraf etmeyi amaçlamış ve zorunlu karşılıklar ve faiz koridoru gibi para politikası araçlarının aktif bir şekilde kullanıldığı yeni politika bileşimini uygulamaya sokmuştur. Bu çalışmada Kasım 2010 ile Haziran 2012 dönemi arasında TCMB'nin yeni para politikası bileşimi genel hatlarıyla ortaya konularak politika etkinliği üzerine bir değerlendirme yapılacaktır.

### MAKALE BİLGİSİ

#### Makale Geçmişi:

Geliş Tarihi 9 Kasım 2022

Kabul Tarihi 24 Aralık 2022

#### JEL kodu:

E58

E42

F32

#### Anahtar kelimeler:

Merkez Bankacılığı

Makro İhtiyati Politikalar

Sermaye Akımları

### ABSTRACT

During the 2008 global financial crisis, there was a divergence between advanced economies and emerging market economies (EMEs). The sharp formation of this divergence caused the international capital flows to intensively turn to EMEs. In these countries, macroeconomic risks increased due to the increasing economic activity in a short period of time. Flows of capital intensely as one of the orientation in which the country's economy after the crisis in Turkey's economy observe that increases these risks CBRT has established macro-prudential policies to be able financial stability of the facility besides price stability by expanding its objective function. In the main theme of these macro prudential policies, the CBRT aimed to eliminate the risk of sudden stop in the Turkish economy by controlling capital movements and credit expansion, and implemented a new policy mix in which monetary policy instruments such as required reserves and interest rate corridor were actively used. In this study, the new monetary policy composition of the CBRT will be outlined between November 2010 and June 2012 and an evaluation will be made on the effectiveness of the monetary policy.

<sup>1</sup> 20-21 Nisan 2019 tarihinde İstanbul'da gerçekleşen ICOMEP Kongresi'nde sözlü olarak sunulan "TCMB'nin Geleneksel Olmayan Para Politikası Deneyimi Üzerine Bir İnceleme" başlıklı bildirisinin tam metnidir.

<sup>2</sup> Prof. Dr., Tokat Gaziosmanpaşa Üniversitesi, İ.İ.B.F., [ilhan.eroglu@gop.edu.tr](mailto:ilhan.eroglu@gop.edu.tr) ORCID: 0000-0003-4711-1165

<sup>3</sup> Öğr. Gör., Tokat Gaziosmanpaşa Üniversitesi, Pazar MYO [fatih.yeter@gop.edu.tr](mailto:fatih.yeter@gop.edu.tr) ORCID: 0000-0001-8769-9122

DOI: 10.53839/aifd.1201782

## 1.GİRİŞ

Küresel finans krizinin ilk aşamasında Gelişmiş Ülkelerin (GÜ) merkez bankaları iktisadi aktiviteyi hızlandırmak ve krizden çıkışın daha hızlı gerçekleşmesi adına kısa vadeli faiz oranlarını hızlı bir şekilde indirmiş olmalarına rağmen amaçlanan politika etkinliği sağlanamamıştır. Bu bağlamda, geleneksel para politikasının manevra alanının kalmadığı nokta olarak kısa vadeli faiz oranlarının teknik olarak indirilebilecek en alt seviyesi olan %0 -0,25 seviyesine gelinmiş, ancak krizden çıkış için istenilen iktisadi canlanma bir türlü sağlanamamıştır. Bu durum karşısında krizin iyice derinleşmeye başlaması ile geleneksel olmayan para politikalarına başvurulmuş ve GÜ merkez bankaları, bilançolarını olağanüstü oranlarda büyütürük miktarsal genişlemeye gittikleri görülmüştür. Hatta merkez bankaları kriz sürecinde piyasa içerisinde yer alan bir iktisadi aktör gibi davranarak “piyasa yapıcı” rol oynamış ve finansal piyasalardaki toksik varlıkların temizlenmesi görevini üstlenmişlerdir.

Gelişmekte Olan Ülkeler (GOÜ) içerisinde yer alan Türkiye’de krizden görece daha hızlı çıkış sağlayan ülke ekonomilerinden biri olarak uluslararası kısa vadeli sermaye hareketlerinin yöneldiği ülkelerden birisi olmuştur. Bu dönemde uluslararası sermaye hareketlerinin girişi ile TL’de aşırı değerlenme ve buna bağlı olarak ithalatın ve cari açığın artmasına ve cari açığın finansman kaynağının kısa vadeli spekülasyon özellikli yabancı portföylerinden oluştuğu görülmektedir. Bu durum Türkiye ekonomisinde ani duruş riskini artırmış ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) geçmiş kriz tecrübeleri ile ani duruş riskine karşı iktisadi aktivitenin daha sağlam temellerde yürütülmesi için makro ihtiyati politika çerçevesi oluşturmuştur. Bu makro ihtiyati politika çerçevesinde fiyat istikrarı amacından ödün vermeden finansal istikrarı tehdit eden iki olguyu ara hedef olarak belirlemiştir. Bunlar kısa vadeli sermaye akımlarını ve kredi genişlemesini kontrol altına almak şeklinde belirlenmiştir. Bu iki ara hedefe ulaşmak için zorunlu karşılıklar ve faiz koridoru gibi geleneksel olmayan para politikası araçları aktif bir şekilde kullanılmıştır.

Bu çalışmanın ana teması TCMB’nin geleneksel olmayan para politikası deneyimi olarak 2010 yılının son çeyreğinde uygulamaya başladığı makro ihtiyati politikalarının etkinliği üzerinde durmaktadır. Finansal istikrar gibi herhangi bir sayısal hedefe dayanmayan ve sübjektif bir olgunun iktisadi düzenin diğer paydaşları tarafından finansal istikrarı tehdit eden unsurların doğru anlaşılması, belirlenmesi ve bu amaca yönelik atılacak adımların koordineli bir şekilde atılması ile makro ihtiyati politikaların daha etkin sonuçlar vereceği bu süreçte görülmüştür. Diğer taraftan küçük ve dışa açık bir ekonomi de küreselleşme ve finansallaşmanın had safhada olduğu küresel iktisadi sistemde dışsal faktörlerden bağımsız etkin bir para politikası yürütülmesinin zor olacağına karşı şerhi düşülmesi gerekmiş ve küresel ekonomideki gelişmelere bağlı olarak proaktif para politikasının uygulanması gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.

Çalışmada öncelikle küresel finans krizinin parasal aktarım kanalları etrafında bir çözümlemesi yapılarak bu süreçte GÜ’lerde uygulanan geleneksel para politikalarının etkinliği sorgulanacak ve küresel kriz sonrası artan finansal riskler ve kriz tecrübeleri ile literatürde artan geleneksel olmayan para politikaları bağlamında makro ihtiyati politikaların teorik yapısı tartışılacaktır. Son olarak TCMB’nin kriz sonrası aşırı ısınan Türkiye ekonomisinde ortaya çıkan makro iktisadi riskler ortadan kaldırmak amacıyla oluşturulan yeni para politikası bileşimi genel hatlarıyla ifade edilerek para politikasının etkinliğine dair tarihsel bir çıkarım elde edilecektir.

## 2. 2008 KÜRESEL FİNANS KRİZİNDE GELENEKSEL PARA POLİTİKALARININ ETKİNLİĞİ SORUNU

Modern para politikası ve onun teorik temellerinde ve uygulamada 1980’lerden itibaren genel bir uzlaşının olduğu görülmektedir. Yeni Neoklasik Sentez olarak da adlandırılan bu yeni uzlaşının; Yeni Keynesyen, Rasyonel Beklentiler, Monetarist ve Reel Konjonktür teorileri üzerinden gerçekleştiği görülmektedir. Bu “Yeni Uzlaşım”ın anahtar kavramı, merkez bankacılığının ve para politikasının temel amacının ekonomide düşük ve

istikrarlı bir enflasyon oranının yakalanması şeklinde tanımlanabilir (Goodfriend, 2005; 249 – 250). İkinci uzlaş olarak merkez bankalarının temel amaç olarak belirlediği fiyat istikrarının yakalanmasında politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarının kullanılmasıdır (Fontana, 2009: 19). Üçüncü uzlaş olarak ise para politikasının etkinliğini belirleyen başka bir unsur olarak beklentiler ve beklenti yönetimi gelmektedir. Bu amaç doğrultusunda enflasyon beklentilerinin yönetilmesi ve yönlendirilmesi adına enflasyon ile güçlü bir bağı olan nominal bir değışkene ait sayısal bir taahhüdün verilmesi ve belirli kurallar içerisinde para politikasının uygulanmasıdır (Woodford, 2003: 2). Ayrıca modern para politikası üzerinde politika uygulayıcılarının iletişim kanalını etkin bir şekilde kullanarak iktisadi aktörlerin güvenini sağlayacak kurumsal yapının oluşturulması, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkesi içerisinde hareket etmesi de beklenti yönetimi ile yakından ilişkili olduğu görülmekte ve geleneksel para politikası anlayışında önem kazanmaktadır.

2008 Küresel Finans krizi öncesi yaklaşık 30 yıllık süreçte, özellikle de 1990'lardan itibaren "Great Moderation" (Büyük Uyumluluk) olarak adlandırılan dönemde para politikası, başat iktisat politikası olarak görülmüştür. Bu dönemde GÜ merkez bankalarında uygulanan geleneksel para politikası anlayışının etkin bir portre çizmesinde düşük ve istikrarlı enflasyon oranlarının ve görece daha yüksek büyüme oranlarının yakalanmış olmasının önemli rolü bulunmaktadır (Borio, 2014: 193).

2008 Küresel Finans Krizi'nde geleneksel para politikası anlayışının etkin olamayışının yöntem olarak parasal aktarım kanalları üzerinden ifade edilmesi mümkündür. Başka bir deyişle kriz sürecinde ortaya çıkan deflasyonist iktisadi konjonktürde geleneksel para politikasının etkin olamayışında parasal aktarım kanallarının çalışmamasından kaynaklandığı görülmektedir. Bu itibarla krize giden sürecin öncelikle faiz kanalı ile başladığı, kredi kanalı ile devam ettiği, varlık fiyatları kanalı ile krize zemin oluşturan finansal piyasalara taşındığı ve son olarak krizin küresel boyutta yer alması noktasında döviz kuru kanalının

etkin olduğu söylenebilir (Eroğlu ve Eroğlu, 2012: 8562 – 8563). 2000'lerin başında iktisadi durgunluk içerisindeki ABD Ekonomisinde FED'in efektif federal fon oranlarını %6,5'den %1 oranına indirmesi sürecinde faiz kanalı kullanılmış ve iktisadi aktivitenin hızlanması amaçlanmıştır. Bu süreç ile beraber kredi kanalı aktif şekilde çalıştırılmış ve büyümekte olan mortgage piyasası vasıtasıyla aşırı kredi genişlemesine gidildiği görülmüştür. Buna göre, kredi piyasasında biriken riskler aynı zamanda bu piyasaya entegre finansal ürünler piyasasına da taşınmış ve aşırı kârlılık gösteren türev ürünleri piyasasındaki varlık fiyatlarında büyük balonların oluşmasına yol açmıştır. Artan riskler karşısında politika yapıcılar tekrar faiz kanalı ile aşırı ısınan ABD ekonomisini bu defa soğutmaya çalışmıştır. Bu durumda faiz oranları hızlı bir şekilde artırılmış ve kredi kanalı ile kredi piyasasında ani daralmalar yaşanmıştır. Kredi piyasasındaki daralma varlık fiyatlarındaki düşüşleri ve buna bağlı olan türev ürünleri piyasasında hızlı bir çöküşü beraberinde getirmiştir. ABD ekonomisinde finansal piyasalardaki bu çöküş, döviz kuru kanalı ile küreselleşen finansal piyasalarda başta Avrupa Ülkeleri olmak üzere birçok ülkeye bulaşıcı hastalık gibi yayılmaya başlamış ve krizin küresel nitelikte olmasına neden olmuştur (Oktar vd., 2013:11).

Geleneksel para politikası anlayışında nihai amaç olarak fiyat istikrarının sağlanması, daha çok enflasyonist ortamdan fiyat istikrarına doğru politika uygulanması şeklinde gerçekleşmektedir. Kriz sürecinde ise ortaya çıkan deflasyonist iktisadi konjonktürde geleneksel para politikasının etkin olamayışında parasal aktarım kanallarının çalışmamasından kaynaklanmaktadır. Yaşanan gelişmeler karşısında GÜ merkez bankalarının krize müdahalede gecikmeleri, piyasalarda bir güven bunalımına yol açmıştır. Zira kriz sürecinde faiz oranları teknik olarak indirilebilecek en alt seviye olan %0 - 0,25 seviyesine indirilmesine rağmen faiz kanalının çalıştırılmadığı görülmektedir. FED'in düşük faiz politikasını uzun süre devam ettireceği ve böyle bir konjonktürde iktisadi aktörlerin daha temkinli davranmalarına neden olmuştur. Bu durumda devam eden iktisadi belirsizlikler

bankaların ellerindeki varlıkları kredi ve varlık piyasasından değerlendirmek yerine riskin daha az olduğu tahvil piyasalarında kullanılmıştır. FED'in %0 faiz politikası ile iktisadi aktiviteyi canlandırma faaliyetleri kapsamında likidite erişim maliyetlerinin azaltılmasına rağmen 2010 yılı başında ABD'de kredi piyasasının genişlemesi bir yana yaklaşık 400 milyon dolar kadar daraldığı görülmüştür. Bu koşullar altında kredi ve varlık fiyatları kanallarına bir türlü işlerlik kazandırılmamıştır (Evans, 2009; Aslanoğlu, 2011: 41). Böylece beklenti kanalı tersine işleyerek beklentilerin kötüleşmesine bağlı olarak krizin daha uzun süreceği beklentisini oluşturmuştur. Bu durum krizin daha da derinleşmesine yol açmış ve ciddi talep daralmalarına, üretim ve likidite daralmalarına neden olmuştur (TCMB, 2009: 3 -4). Sonuç olarak geleneksel para politikası %0 faiz politikası kısıtı altında likidite tuzağına girdiği görülmüş ve politika etkinliği bir türlü sağlanamamıştır. Bu itibarla geleneksel olmayan para politikaları devreye sokularak iktisadi aktivitenin hareketlendirilmesi amaçlanmıştır. GÜ merkez bankaları geleneksel olmayan para politikaları ile miktarsal genişleme, piyasalarda toksik kâğıt olarak nitelenen finansal ürünleri satın alarak, piyasa içi aktör gibi davranarak piyasaların tekrar çalışmasını sağlamak amacıyla, adeta "çılgın bir parti sonrasında ortalığı toplayan, temizleyen kişi" görevini üstlenmiş ve piyasaların sterilizasyonunu sağlamaya çalışmışlardır.

### **3. MERKEZ BANKALARININ NİHAİ AMAÇ SETİNİN GENİŞLETİLMESİ VE MAKRO İHTİYATİ POLİTİKALAR**

Küresel Finans Krizi sonrasında para politikaları üzerindeki uzlaş; merkez bankalarının tek amaç-tek araç bağlamında politika etkinliğini kriz sürecinde sağlayamadığı görüşüdür. Buna göre, merkez bankalarının küresel kriz üzerine çıkardıkları en önemli ders olarak; fiyat istikrarının ekonomik istikrarı sağlama ve sürdürme noktasında tek başına ve her zaman yeterli olamayacağını anlaşılmıştır. Politika yapıcılar kriz sonrası konjonktürde fiyat istikrarının yanında finansal istikrarının da tesis edilebilmesi için bu piyasaların devamlı denetlenmesi ve gözetilmesi,

risk unsuru taşıyan değişkenlerin tespit edilmesi ve bu riskleri azaltacak makro ihtiyati tedbirlerin alınması gerekliliği üzerinde durmuşlardır. Kriz öncesi büyük uzlaşının teorik temeli olan Yeni Neoklasik Sentez; piyasalarda meydana gelecek risklerin ancak piyasa şartları içerisinde süpürüleceği ve piyasaların kararlı ve dengeli yapıda olduğu, mevcut riskler üzerinde müdahalenin de ancak mikro ihtiyati politikalar düzleminde; spesifik ve noktasal operasyonlar şeklinde olması gerektiğini savunmuştur. Ancak krizle beraber risk unsurlarının mikro düzeyde olmadığı, kimi zaman makro değişkenler üzerinde de olabileceği ve bu risklerin sistemik bir risk unsuru taşıyabileceği anlaşılmıştır (Borio, 2011: 194). Finansal sistemin tümünü zora sokacak makro finansal risklerin de ancak makro ihtiyati politikalar ile azaltılabileceği konusunda genel bir uzlaş oluşmuştur. Buna karşılık Blanchard vd. (2010), Galati and Moessner (2010) ve Lim vd. (2011)'e göre, söz konusu makro ihtiyati politikaların oluşturulmasında ve uygulanmasında yetkili kurumun merkez bankaları ya da siyasal yetkiden bağımsız başka kurumların olması noktasında genel bir uzlaş bulunmamaktadır.

Vinals (2011)'e göre, makro ihtiyati politikaların tanımı; finansal hizmetlerin aksamasına sebep olan makro değişkenlerdeki risk unsurlarının ortaya çıkması durumunda bu risklerin iktisadi sistemin tümü üzerinde bir tehdit oluşturması halinde, risklerin belirlenmesi ve ortadan kaldırılması ara hedefi ile uyumlu araçların belirlenmesi ve politikalarının uygulanması süreçlerinin tamamına makro ihtiyati politikalar denilmektedir. Tanımdan da anlaşılacağı üzere makro ihtiyati politikalar "konjonktür karşıtı politikalar olarak değerlendirilmesi gerekmektedir. Çünkü risklerin yayılma noktaları riskin sistemik bir risk oluşturması ihtimaline karşılık zamana ve konjonktüre göre değişiklik gösteren operasyonel politikalar olmaktadır. Bu itibarla makro ihtiyati politikaları iktisat politikasının bir unsuru olarak değil, iktisat politikalarının etkinliğini artıracak ve söz konusu politikaların daha sağlam temellerde ilerlemesini ve sonuçlar alınmasını sağlayacak

“tamamlayıcı politikalar” olarak görülmesi gerekmektedir (TCMB, 2011: 73).

#### 4. TCMB’NİN YENİ POLİTİKA BİLEŞİMİ: İKİ NİHAİ AMAÇ - ÜÇ ARAÇ - İKİ ARA HEDEF

Geleneksel para politikasının kriz sürecinde etkin olamaması sonrasında para politikasında yeni arayışlar; GÜ merkez bankalarını geleneksel olmayan para politikası uygulamalarının hayata geçirilmesini gerektirmiştir. GÜ merkez bankalarından FED’in başını çektiği ve diğer GÜ merkez bankalarının da takip ettiği geleneksel olmayan para politikasının temel uygulaması miktarsal genişleme programları olmuştur. Krizin derinleşmesine bağlı olarak uygulamaya sokulan miktarsal genişleme programlarının uzun süre devam ettirilmesi ile merkez bankalarının bilançoları olağanüstü seviyelere ulaşmasına ve kriz sonrası yeni bir dönem olarak; “uluslararası finansal piyasalarda likidite bolluğu” dönemini başlatmıştır. Artan likiditenin görece krizden daha çabuk çıktığı düşünülen, risk algısının azaldığı GOÜ'lere doğru yönelmesine neden olmuş ve bu ülkelere yoğun kısa vadeli yabancı sermaye hareketlerinin yönelmesi ile bir takım makro finansal riskler ve bu riskleri bağlı olarak ani duruş riskini (sudden stop) ortaya çıkarmıştır (TCMB, 2013: 21).

Türkiye Ekonomisi de kriz sonrası konjonktürde kısa vadeli küresel sermaye akımlarının yöneldiği

ülkelerden biri olmuş ve makro finansal risklerin ortaya çıkmasında söz konusu sermaye akımlarının başlıca faktör olduğu görülmektedir. Buna göre kısa vadeli sermaye hareketlerinin ülkeye ani girişi ile artan döviz likiditesi TL'nin aşırı değerlenmesine ve bu değerlendirme baskısı ile artan TL likiditesi bankaların likiditeye erişim maliyetlerinin düşmesi, bankaların kredi verme iştahlarını artırmıştır. Söz konusu bu dönem içerisinde yıllık kredi büyüme hızı %7 seviyesinden yaklaşık %40 seviyelerine kadar, 12 ay gibi bir süre içerisinde çıkarak; ani ve aşırı kredi genişlemesi yaşanmıştır. Benzer ani ve aşırı artışlar döviz kuru kanalı ile de gerçekleşmiştir. Küresel sermaye akımlarının yoğun bir şekilde ülkeye yönelmesi beklenildiği gibi döviz kuru üzerinde aşağı yönlü hareketin görülmesini sağlamıştır. Ancak döviz kurundaki bu hareket tüketicinin kredi genişlemesi ile beraber iç talep patlamasına yol açmıştır. İç talepteki bu artış toplam ithalatı artırırken döviz kurundaki aşağı yönlü hareket ve Euro bölgesinde krizin etkilerinin hala devam ediyor olması dış talepte toparlanmanın daha cılız bir şekilde gerçekleşmesine sebep olmuştur (Başçı ve Kara, 2011:2). İç ve dış talepteki bu keskin ayrışma Türkiye ekonomisinde daha önce görülmemiş biçimde cari açığın artmasına neden olmuştur. Buna göre 2010 yılında cari açığın GSYH'ya oranı %2,3 seviyesinden %9,7 seviyesine kadar yükselmiştir (Başçı, 2014:116).

**Şekil 1:** Makro Finansal Risklerin Ortaya Çıkışı



**Kaynak:** Yeter, 2017: 144

Türkiye ekonomisinde makro iktisadi değişkenlerde meydana gelen tüm bu aniliklere ve aşırılıklara karşı oluşan riskleri ortadan kaldırmak ve gerekli tedbirleri almak amacıyla TCMB temel amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek görevinin yanında finansal istikrarı da gözeterek para politikası duruşuna geçmiştir. Kasım

2010'dan itibaren uygulamaya sokulan yeni politika bileşiminde TCMB'nin geleneksel politika aracı olarak kullandığı kısa vadeli faiz oranlarının yanı sıra; faiz koridoru ve zorunlu karşılıklar uygulamasına aktif bir şekilde kullanmaya başlamıştır (TCMB, 2013: 20).

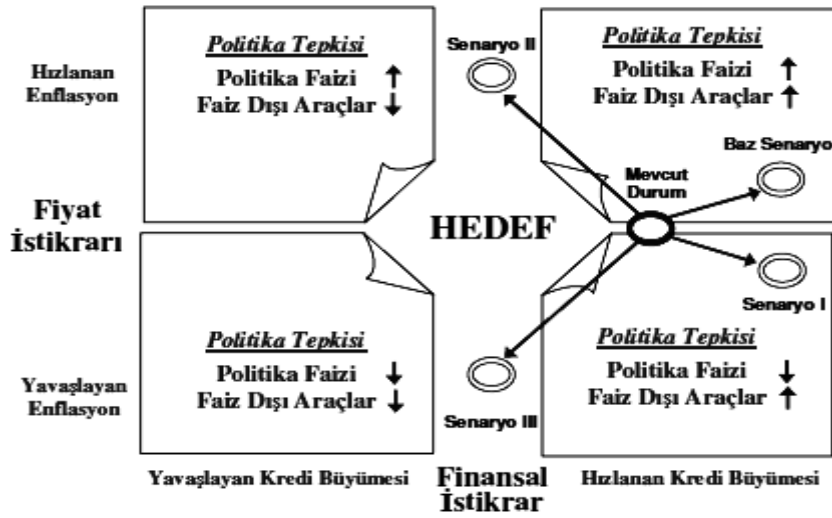
TCMB'nin ekonomide ortaya çıkan riskler karşısında aldığı bu tedbirleri makro ihtiyati tedbirler olarak nitelemek daha doğru olmaktadır. Finansal istikrar fiyat istikrarı gibi herkesin ortak olarak kullandığı ve faydalandığı bir kamu malı olmaktadır. Bu itibarla herkesin ortak paydası olan ve finansal istikrarı tehdit eden unsurlar belirli bir kurum ya da kişiyi değil, toplumun tamamını ilgilendiren kurumsal bir öge olduğu düşünülmektedir. Bu durumda alınacak tedbirlerinde spesifik ve noktasal önlemler olarak mikro ihtiyati tedbirler yerine, iktisadi sistem üzerindeki makro risklerin belirlenmesi ve bu

risklerin bertaraf edilmesi adına makro ihtiyati tedbirleri içermesi gerekmektedir (Eroğlu ve Yeter, 2018: 296 – 297). Sonuç olarak; TCMB, bu dönem içerisinde finansal istikrarı tehdit eden iki makro finansal risk belirlemiş ve bu riskleri karşı da iki ara hedef belirlemiştir. Bunlar (Başçı ve Kara, 2011:4);

(i) "Kısa vadeli sermaye akımlarının oynaklığını azaltmak ve buna bağlı olarak TL'deki aşırı değerlenmenin önüne geçmektir.

(ii) Aşırı kredi genişlemesinin önüne geçerek daha makul seviyelerde oluşmasını sağlamak.

**Şekil 2:** Konjonktüre Göre Para Politikası Duruşları



**Kaynak:** (Başçı, 2010: 17)

TCMB'nin söz konusu bu iki ara hedefe aynı anda ulaşabilmesi için kısa vadeli faiz oranları dışındaki araçları (faiz koridoru ve zorunlu karşılıkları) kullanması politika etkinliği için gerekli bir durumdur. Tek başına kısa vadeli faiz oranları araç olarak kullanıldığında TL deki aşırı değerlenmenin önüne geçmek ve dolayısıyla sermaye hareketlerinin volatilitelerini düşürmek için faiz oranlarının aşağı çekilmesi gerekirken, bankaların kredi verme iştahını törpülemek için ise faiz oranlarını yukarı çekilmesi gerekmektedir. Bu durumda kısa vadeli faiz oranlarının tek başına TCMB'nin politika etkinliğini sağlayamayacağı açıktır, dolayısıyla geleneksel olmayan politika araçlarına başvurulması gerektirmiştir (Özatay, 2011: 30; Kara, 2012: 7). TCMB'nin yeni politika bileşiminde faiz dışı araçlarının kullanılması

gerekliliğine karşın bu araçların hangi yönde kullanılması gerektiği konusunda enflasyonun yavaşlama-hızlanma ve kredi büyümesindeki yavaşlama-hızlanma durumlarına göre 4 farklı senaryo belirlenmiştir. Bu senaryolar içerisinde konjonktürdeki gelişmelere göre senaryo I olarak adlandırılan hızlanan kredi büyümesi ve yavaşlayan enflasyon geçerli olmuştur. Senaryo I'e göre politika tepkisi politika faizi aşağı yönlü ve faiz dışı araçlar yukarı yönlü oluşturulmuştur (Başçı, 2010: 18).

**Faiz Koridoru Uygulaması:** Kriz sonrası küresel konjonktürdeki belirsizliklere karşı; sermaye hareketlerinde ortaya çıkacak ani değişimlere daha çabuk politika tepkisi verebilmek adına faiz koridoru uygulanmaya çalışılmıştır. Bir haftalık repo faiz oranının gecelik borç alma ve gecelik borç

verme faiz oranı arasında belirlenirken, piyasa faizlerinin politika faiz oranına yakınsaması sağlanmış olmaktadır. Ayrıca faiz koridoru üst banttan genişletilerek bankaların fonlama maliyetlerindeki belirsizliğin yukarı yönlü artırılması hedeflenmiştir. Bu durumda TCMB'nin fonlama maliyetindeki yukarı yönlü artış ile bankaların kredi verme iştahları törpülenmiş olacaktır (TCMB, 2013: 14). Bu dönemde faiz koridoru uygulanmasının aktif şekilde çalışması için döviz kuru kanalı ile kredi kanalı aynı anda etki edilmeye çalışılmıştır. Buna göre kısa vadeli sermaye akımlarını kontrol altına almak için faiz koridoru 400 baz puan aşağı yönlü düzenlenerek sermaye hareketlerinin beklenen getiri oranları azaltılmaya çalışılmıştır. Ancak faiz oranlarının aşağı yönlü düzenlenmesi kredi fonlama maliyetlerini de azaltacağından kredi büyümesini artırıcı etkisi oluşacaktır. Bu durumda TCMB'nin makro ihtiyati politika seti içerisinde kredi kanalında istenilen yönde etki etmesi açısından faiz koridoru ile eşanlı olarak zorunlu karşılıklar politikası uygulamaya sokulmuştur (Başçı, 2014:117 – 118).

**Zorunlu Karşılıklar Uygulaması:** Bankaların kredi verme eğiliminin ve sektördeki risklerin azaltılması asıl olarak zorunlu karşılıkların artırılması ve vadeye göre farklılaştırılması ile gerçekleştirilmek istenmiş ve bu dönem içerisinde zorunlu karşılıkların agresif bir şekilde artırılması sonucunda bankacılık sisteminde krediye dönüşebilir fonların azaltılması amaçlanmıştır. Zorunlu karşılıkların maliyet ve likidite kanalı üzerinden kredi verme eğilimleri etkilendiği görülmektedir. Maliyet kanalı üzerindeki etkinin sınırlı düzeyde kalacağı önceden tahmin edilmiş, zira kredi faiz oranlarındaki sınırlı artışlar, Türkiye'deki kredi piyasasının rekabetçi bir piyasa olduğu da düşünüldüğünde kredi maliyetlerindeki cüzi artışların bankaların kredi verme iştahlarını törpüleyemeyeceği ve asıl etkinin likidite kanalı üzerinde olacağı düşünülmektedir (Alper ve Tiryaki, 2011:4-5; Kara, 2012:12). Likidite kanalından etkisinin olabilmesi için bankaların zorunlu karşılıkların artırılması ile azalan krediye çevrilebilir fonların ikame edilebilirlik derecesinin

bağlı olmaktadır. Bankalar ortaya çıkan likidite açığını -enflasyon hedeflemesi altındaki bir merkez bankasının taahhüt ettiği faiz oranlarında bankaları fonlama zorunluluğu olduğu düşünüldüğünde- açık piyasa işlemleri üzerinden kapatabiliyor olmasıdır. Burada kilit nokta zorunlu karşılıkların vadeye göre farklılaştırılması ile mevduatların daha uzun vadelere yönelmesini sağlamak ve böylece bankalar artan likidite açıklarını daha kısa vadeli fonlar ile ikame etmesi vade uyumsuzluğunu artıracak ve bankalar ikame edemediği likiditesine bağlı olarak kredi verme eğilimleri azalmış olacaktır (Alper ve Tiryaki 2011: 6). Ancak zorunlu karşılıkların vadeye göre farklılaştırılması istenen düzeyde mevduatların uzun vadeye yayılmasını sağlayamamış ve mevduatların ortalama vadesi yaklaşık 50 gün ile sınırlı kalmış ve böylece zorunlu karşılıklardan ortaya çıkan likidite açığı kısa vadeli fonlar ile ikame edilebilirlik imkânı ortaya çıkmıştır.

**Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM):** Zorunlu karşılıklar politikası içerisinde yer alan ROM'un kriz sonrası koşullarda yabancı sermaye akımlarının giriş ve çıkışlarında döviz kuru üzerindeki etkilerini azaltmak amacıyla bir nevi "otomatik dengeleyici" olarak kullanılması amaçlanmıştır. Kısa vadeli sermaye girişlerinin ülkeye girişinin yoğun olduğu dönemlerde Zorunlu karşılıkların bir kısmının yabancı para (YP) ve altın cinsinden ayrılması ile TL likiditesinin artırılması ve döviz likiditesinin azaltılması amaçlanmıştır. Böylece TL üzerindeki aşırı değerlenme baskısı artırılmış ve bankaların döviz rezervlerini artırması özendirilmiş olmaktadır. Diğer taraftan sermaye hareketlerinde tersine bir akım oluşması durumunda ise Rezerv Opsiyon Katsayısı (ROK) azaltılarak TL likiditesi azaltılırken YP likiditesinin artırılması amaçlanmıştır ve döviz kuru üzerindeki yukarı yönlü baskı azaltılmaya çalışılacaktır (Alper vd., 2012: 5; TCMB, 2013b:16). Eylül 2011 – Eylül 2012 döneminde sermaye hareketlerinin ülkeye yoğun girişi sonrasında ROM'un otomatik dengeleyici özelliği uygulamada ortaya çıkarken (Ermişoğlu vd., 2013: 6), sermaye çıkışlarının yaşandığı dönemlerde bankaların YP kaynak maliyeti kadar TL kaynak maliyeti de yükselen faiz

oranları neticesinde artmakta ve ROM'un döviz kuru üzerinde belirgin bir etkisi bulunmamaktadır (Aslaner vd., 2014:13 - 14).

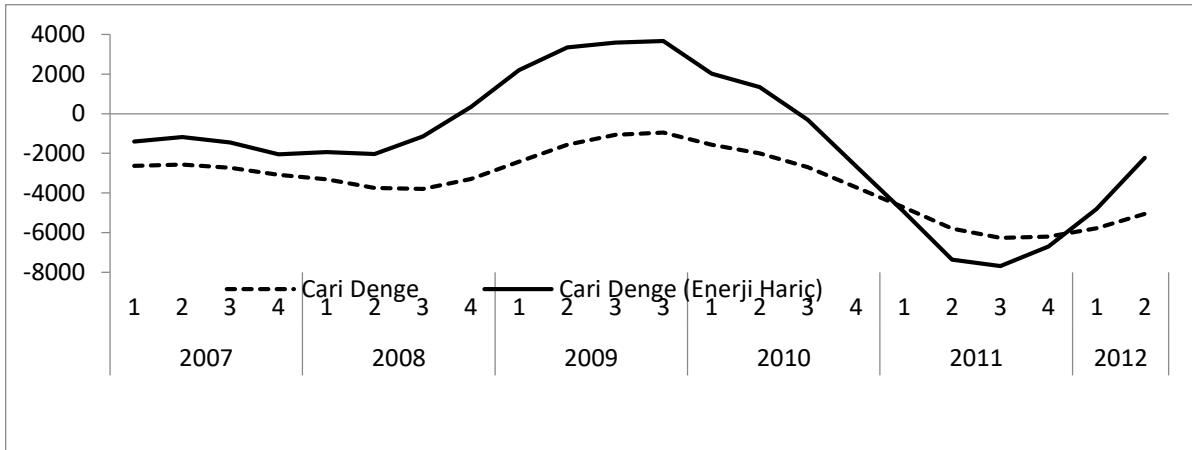
## 5. TCMB'NİN GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARININ PERFORMANSININ DEĞERLENDİRİLMESİ

Yabancı sermaye hareketlerinin giriş ve çıkışlarının serbest olduğu 1989 yılından itibaren Türkiye ekonomisi kimi zaman dışsal faktörlerin etkili olduğu, kimi zamanda içsel faktörlerin etkili olduğu iktisadi dalgalanmalara maruz kalmış, krizin ana nedeni olmasa da krizlerin tetikleyicisi olarak ani sermaye çıkışları sonucunda krizin maliyetleri daha ağır olmuştur. Buna göre, TCMB'nin 2001 krizi sonrası etkin kurumsal yönetişimin odak noktasında olduğu yasal düzenlemeler sonrası politika etkinliğini artıracak unsurlar artmış ve ayrıca geçmiş kriz tecrübeleri ile 2010 yılı sonrasındaki konjunktürde ekonomide aşırı ısınmaya bağlı yumuşak bir inişi gerçekleştirecek Makro ihtiyati politika çerçevesi ilk kez oluşturulmuş ve uygulamaya sokulmuştur (Kara, 2012b: 23). Daha önce ifade edildiği gibi faiz koridoru, zorunlu karşılıklar, rezerv opsiyon mekanizması gibi geleneksel olmayan para politikası araçlarının etki etmek istedikleri ara hedefler; sermaye hareketlerinin oynaklığını azaltmak ve aşırı kredi genişlemesini kontrol altına almak şeklinde belirlenmiştir. TCMB'nin bu dönem içerisinde uyguladığı makro ihtiyati politikaların performansı, cari işlemler dengesinin seyri, cari açığın finansman kalitesinde değişim ve yıllık kredi

büyümesi oranları üzerinden değerlendirilmektedir.

Grafik 1'de Türkiye'nin kriz öncesi ve kriz sonrası kapsayan cari işlemler dengesinin değişimi verilmektedir. Kriz sürecinde cari işlemler dengesi iç ve dış talepte meydana gelen ani düşüş sonrası dış ticaret hacmi daralırken eş anlı olarak cari işlemler açığı pozitif seyrederek cari işlemler fazlası meydana gelmiştir. Türkiye'de hane halkının düşük borçlanma yapısı ve sağlam bankacılık sektörü ile parasal aktarım kanallarının etkin çalışması neticesinde krizden çıkış GÜ ekonomilerinde göre daha hızlı gerçekleşmiş ve ekonomik aktivite hızla artmıştır. Bu durum iç piyasada talep patlamasını meydana getirmiş ve toplam ithalatın da hızla artmasına neden olmuştur. Türkiye'nin toplam ihracatı içerisinde önemli bir pay alan Euro Bölgesinde krizden çıkışın daha uzun süreceği beklentileri dış talepteki toparlanma çok zayıf seyretmiştir. Bu itibarla iç ve dış talepteki keskin ayrışma cari işlemler açığının hızlı bir şekilde artmasına neden olmuş ve bu dönem içerisinde cari işlemler dengesindeki artan açık Türkiye Ekonomisinde başlıca makro iktisadi risklerden biri olmuştur (Kara 2012b: 20). 2010 yılı sonrasında TCMB'nin makro ihtiyati politikaları ile beraber bu politikaları destekleyici diğer kurum ve kuruluşlar tarafından uygulamaya sokulan mikro tedbirler neticesinde iki aylık gecikmeli etki sonrasında iç talebin daha steril olması sağlanarak cari işlemler dengesinde açık azalma eğilimine girmiştir (Grafik 1).

**Grafik 1:** Cari İşlemler Dengesi (Milyon ABD Doları)



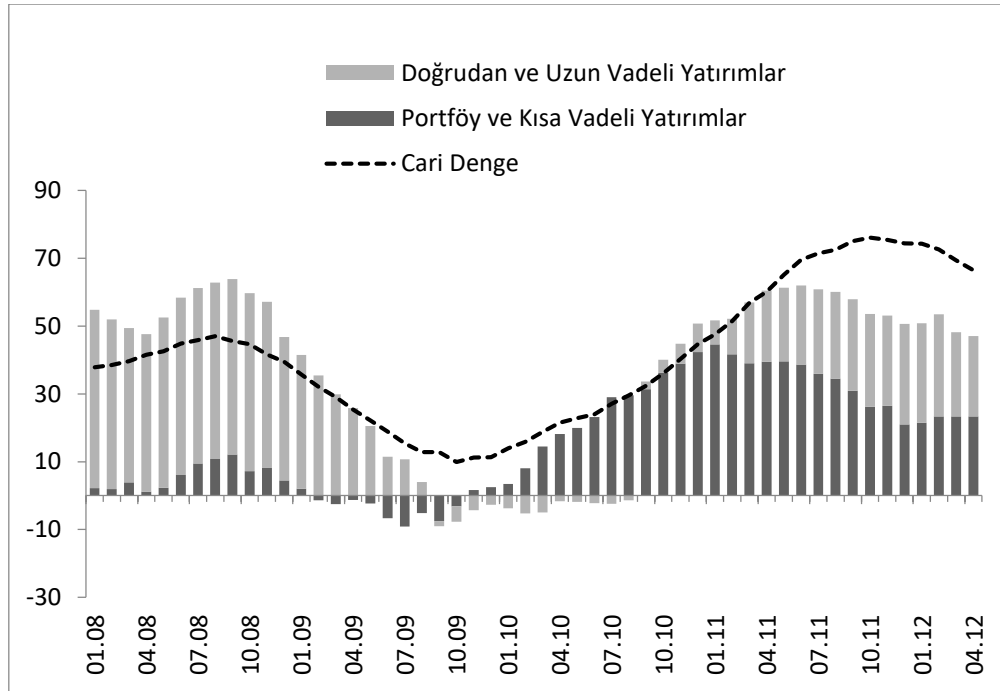
**Kaynak:** <https://evds2.tcmb.gov.tr> (Cari denge verileri üç aylık hareketli ortalama verileridir.)



Türkiye ekonomisinde cari işlemler dengesinde ortaya çıkan açık kadar söz konusu bu açığın finansman kalitesindeki bozulma da bir başka makro iktisadi risk olarak ortaya çıkarmakta ve sermaye hareketlerinin ani duruş riskini artırmaktadır. Kriz öncesi cari açığın finansman kalitesi cari açığın sürdürülebilirliği ve ani duruş riskinin daha az olması açısından daha çok doğrudan ya da uzun vadeli yatırımlar şeklinde gerçekleştiği görülmektedir. Kriz sürecinde ise cari açığı düşüşle beraber eş zamanlı olarak yabancı sermaye girişlerinin de ister uzun vadeli ya da doğrudan ister portföy ya da kısa vadeli sermaye girişleri olsun keskin bir düşüş gözlenmiş hatta sınırlı da olsa bir miktar yabancı sermaye çıkışları

da gerçekleşmiştir. Kriz sonrası süreçte cari açığın finansman kalitesindeki bozulma yabancı sermaye girişlerinin neredeyse tamamı daha çok spekülasyon nitelikte olan kısa vadeli nitelikteki sermaye girişlerinden meydana gelmiştir. Bu itibarla ortaya çıkan tablo da bozulan cari açığın finansman kalitesi sermaye girişlerindeki ani duruş riskini artırmıştır. 2010 yılı sonunda yeni politika bileşimi çerçevesinde makro ihtiyati politikaların devreye girmesiyle beraber kısa vadeli sermaye girişlerindeki yukarı yönlü oynaklık azalırken uzun vadeli nitelikteki yabancı sermaye girişlerinin artmıştır. Buna rağmen cari açığın finansman kalitesindeki iyileşme kriz öncesi seviyesine ulaşamadığı görülmüştür (Vural, 2013: 82).

**Grafik 2:** Cari Açığın Finansman Kaynakları (Milyar ABD Doları)



**Kaynak:** <https://evds2.tcmb.gov.tr> (Kısa vadeli sermaye yatırımları bankacılık ve reel sektörün kısa vadeli net kredileri ile bankalardaki mevduat kaleminin toplamından oluşmaktadır. Uzun vadeli yatırımlar bankalar ve reel sektörün uzun vadeli net kredileri ile bankalar ve Hazine'nin yurt dışına ihraç ettikleri tahvilleri kapsamaktadır.)

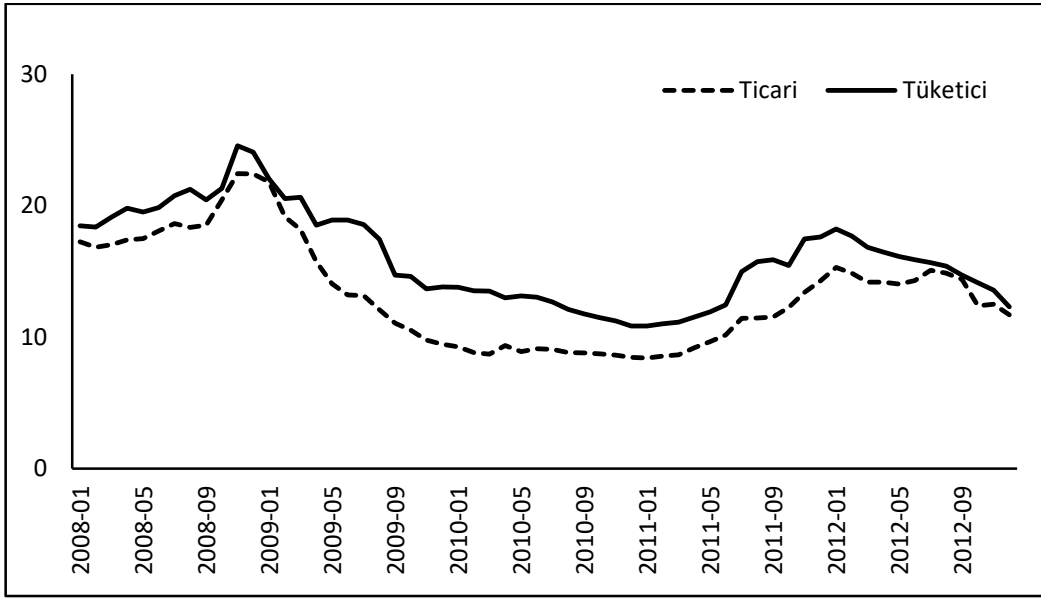
Yabancı sermaye hareketlerinin iktisadi toparlanmanın GÜ'lere görece olarak daha hızlı gerçekleşmesi bankaların kredi verme davranışlarını da etkilemiştir. Bankalar likidite bolluğunun yaşandığı ortamda krediye çevrilebilir fonlarındaki ciddi artışlar bankaların borçlanma maliyetini düşürürken bir taraftan da kredi faiz oranlarını ve dolayısıyla kredi maliyetlerini de

aşağı çekmiştir. Bu durumda düşük hane halkı borçlanma seviyesi kredi taleplerinin de artmasına neden olmuştur. Aynı zamanda TL'deki aşırı değerlenme ithal tüketim ve girdi maliyetlerinin de düşmesini sağlayarak iç talepteki aşırı genişlemeyi destekleyen öğelerden bir başkası olarak karşımıza çıkmaktadır. Tüm bunlar neticesinde oluşan konjunktürde Türkiye Ekonomisinde ortaya çıkan

bir başka makro iktisadi risk aşırı kredi genişlemesi olduğu görülmektedir. Kara vd. (2013)'e göre yapılan çalışma da seçilen ülke ekonomilerinin %55 düzeyindeki toplam kredilerin yıllık artış hızının izleyen dönemler itibariyle %14 - 21 arasında olduğu gözlemlenmiştir. Ancak Türkiye için toplam

kredilerdeki yıllık artış hızının küresel kriz sonrası aşırı oynak konjonktür ve cari açık gibi ek makro iktisadi risklerde dikkate alındığında belirlenen aralığın alt sınırına daha yakın olması ve yaklaşık olarak makul yıllık kredi büyüme oranının %15 olması ifade edilmiştir.

**Grafik 3:** Tüketici - Ticari Kredileri Yıllık Faiz Oranları



**Kaynak:** <https://evds2.tcmb.gov.tr> (Tüketici (ihtiyaç+taşıt+konut) kredi faiz oranları ile ticari kredi faiz oranları bankalarca açılan TL kredilere uygulanan ağırlıklı ortalama faiz oranlarının aylık ortalamasını göstermektedir.)

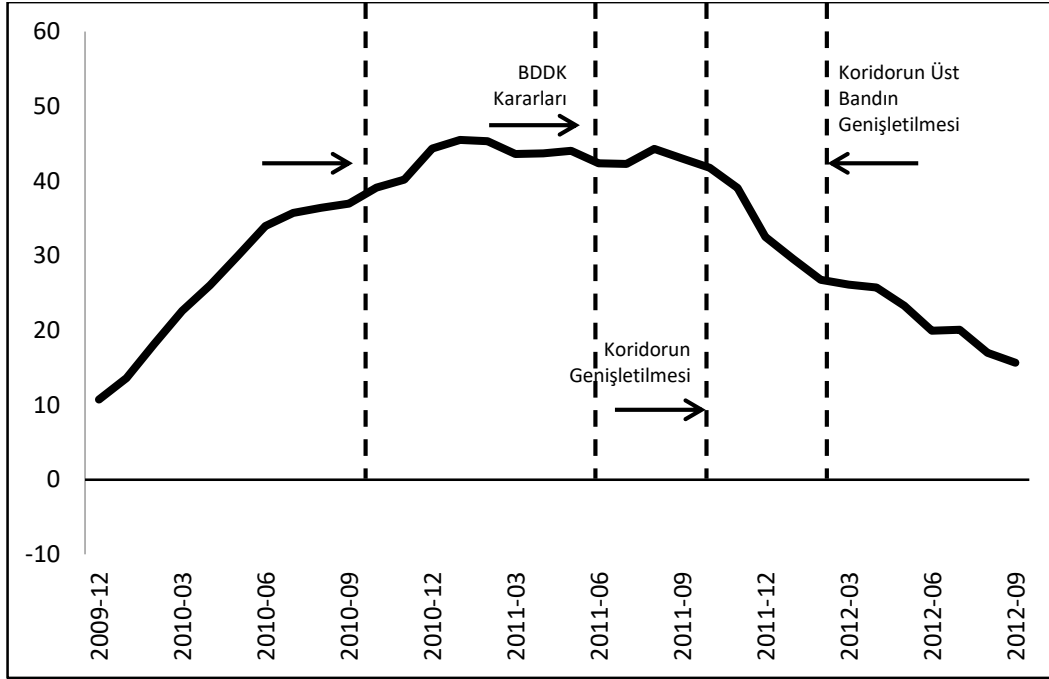
TCMB'nin kriz sonrası dönemde makro ihtiyati politika çerçevesinde belirlediği ara hedeflerden bir diğeri de kredi genişlemesini kontrol altına almak olduğu görülmektedir. Ara amaç ekseninde zorunlu karşılıklar politikası aktif bir şekilde kullanılmaya çalışılmıştır. Buradaki kilit nokta bankaların kredi verme eğilimlerini azaltacak şekilde zorunlu karşılıklar politikasını kurgulanmasıdır. Bu doğrultuda zorunlu karşılıklarla bankalardan çekilen likiditenin ikame edilebilirlik derecesinin azaltılması ile belirlenen ara hedefe ulaşılmış olacaktır. Bu durumda banka mevduatlarının zorunlu karşılıkların vadeye göre farklılaştırılmasına rağmen kısa sayılabilecek bir vade olarak yaklaşık 50 günlük olması, enflasyon hedeflemesi altındaki merkez bankasının taahhüt ettiği politika faiz oranlarından piyasayı fonlaması vade uyumsuzluğuna bağlı faiz riskini sınırlı bir şekilde artırmış ve zorunlu karşılıkların ikame

edilebilirliği azaltılamamıştır. Bu durum da bankaların kredi verme iştahları azaltılamamış ve zorunlu karşılıklar politikası bu dönem içerisinde ara hedefle uyumlu bir seyir izleyememiştir (Özatay, 2011: 38 -39). Ancak TCMB'nin kredi genişlemesini kontrol altına almak için dolaylı bir yoldan zorunlu karşılıklar politikası ile yapmaya çalıştığını, bankaların kredi verme eğilimlerini doğrudan etki edecek kredi karşılık oranlarını Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) Haziran 2011'de artırarak kredi büyüme hızının azalmasını sağlamıştır (Akkaya ve Gürkaynak, 2012: 104 -105). Özatay (2012)'ye göre ise BDDK'nın bu politika hamlesinin kredi verme eğilimlerini azalttığı yönündeki görüşe kuşku ile bakmaktadır. Zira BDDK kararları ile neredeyse eş zamanlı sayılabilecek Euro bölgesindeki borç krizinin iyice derinleşmeye başlaması küresel risk iştahını törpülemiş ve

yabancı sermaye hareketlerinin azalması ile faiz oranları artışa geçmiştir. Bu durumda “kredi maliyetlerindeki artışta söz konusu dışsal faktörlerde etki olmuş olabilir ve kredi büyüme hızını azalmasını sağlamış olabilir” savını öne

sürmektedir. Diğer taraftan TCMB bu dönem içerisinde zorunlu karşılıklar politikası ve BDDK kararları neticesinde kredi büyüme hızının azaldığı görüşünü savunmaktadır (TCMB, 2011: 3).

**Grafik 4:** Kredilerin Yüzde Olarak Yıllık Artış Hızı



**Kaynak:** <https://evds2.tcmb.gov.tr> (Mevduat bankalarının toplam kredilerinin yıllık yüzdelik değişimlerini göstermektedir.)

TCMB'nin bu dönem içerisinde gerçekleştirdiği makro ihtiyati politika çerçevesinin tek başına konjunktür karşıtı bir politika olarak yeterli olmadığı para politikasının hareket alanını genişletici, esnekliğini ve etkinliğini artırıcı bir şekilde finansal istikrarı koruma ve tesis etmede sorumlu diğer kamu kurum ve kuruluşlarının da eşgüdüm ile hareket etmesi gerektiği hususuna dikkat çekmek gerekir (TCMB, 2010: 5 – 6).

## 5. SONUÇ – DEĞERLENDİRME

Küresel finans krizi sürecinde krizden çıkış GÜ'ler ile GOÜ'ler arasında keskin ayrışmaya sebep olmuş ve küresel iktisadi sisteminde iki farklı iktisadi konjunktür meydana gelerek uluslararası sermaye hareketleri, krizden çıkışın daha çabuk olduğu GOÜ'lere yönelmiştir. Bu süreçte ortaya çıkan konjunktürdeki ayrışmalar GÜ merkez

bankalarının politika uygulamaları ile GOÜ merkez bankalarının politika uygulamaları arasında da yönetsel farklılıkların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Kriz önce merkez bankacılığı ve onun politika uygulamalarını içeren geleneksel para politikası içerisinde kısa vadeli faiz oranlarının odağındaki politika düzlemi içerisinde gerçekleşmiştir. Kriz sonrasında ise GÜ merkez bankalarının geleneksel olmayan para politikası anlayışının merkezinde “miktarsal genişleme programları” yer almaktadır. Ancak GOÜ merkez bankalarında ise kısa vadeli sermaye hareketlerinin ani ve yoğun girişine bağlı olarak ülke ekonomisinin iktisadi ve finansal yapılarına göre ortaya çıkan makro iktisadi kırılma noktaları bertaraf etmek adına para politikalarının odağında “makro ihtiyati politikalar”ın yer aldığı

görülmektedir. Bu genel konjonktür içerisinde Türkiye Ekonomisi de yoğun sermaye hareketlerinin olduğu GOÜ'lerden biri olarak bir takım makro finansal riskler ile karşı karşıya kalmıştır. TCMB'nin bu süreçte geçmiş kriz tecrübeleri içerisinde daha pro-aktif politika izlemiş ve Türkiye'de ilk kez finansal risklere karşı kapsamlı bir makro ihtiyati politika oluşturmuştur. Faiz koridoru ve zorunlu karşılıklar gibi geleneksel politika araçları dışında araçları eş anlı ve aktif bir şekilde bu dönem içerisinde kullanarak deneysel nitelikte bir politika çerçevesi belirlemiştir. Bu açıdan TCMB'nin yeni politika bileşimi iktisadi sorunları gözetleme, tespit etme, politika oluşturma ve uygulama gibi kurumsal sorumluluk bilinci içerisinde hareket etmesi takdir edilmesi gerekir. TCMB iktisadi koşullarda aşırı ısınmaya bağlı sorunları ilk gören kamu kurumu olmasına rağmen uygulanan makro ihtiyati politikanın etkinliği tartışmalı bir konudur. Zira para politikasının etkinliğini belirleyici unsurların en başında belirlenmiş olan ara hedef ile bu hedefe ulaşma da kullanılan araç ya da araçlar arasında uyum olması gerekliliğidir. Bu itibarla özellikle "kredi genişlemesini kontrol altına almak" ara hedefi için seçilen zorunlu karşılıklar aracı bankaların kredi verme eğilimlerini etki etmede başarılı olamadığı görülmüştür. Ancak TCMB'nin mevcut konjonktüre karşı aldığı önlemlerin etkinliğinin bir diğer belirleyicisi olarak finansal istikrarı sağlama ve sürdürme sorumluluğu olan diğer kamu kurum ve kuruluşların da mevcut finansal riskleri görüp eşgüdüm içerisinde hareket ediyor olması gereklidir. TCMB'nin aldığı tüm önlemlere karşılık Haziran 2012 sonrası başta BDDK olmak üzere diğer kamu kurum ve kuruluşların aldığı önlemler neticesinde makro iktisadi riskler azaltılması noktasında sonuç alınmaya çalışılmıştır. Son olarak TCMB'nin politika etkinliğini belirleyici bir başka unsur da GÜ merkez bankalarının (FED, ECB, BoJ) politikalarının küresel iktisadi konjonktürü etkilemeleridir. Bu durumda Türkiye gibi dışa açık küçük bir ekonomi de esnek kur sistemi altında bağımsız bir politika gerçekleştirmek mümkün görünmemektedir.

## KAYNAKÇA

Akkaya, Yıldız. ve Gürkaynak, R. S. (2012). Cari Açık, Bütçe Dengesi, Finansal İstikrar ve Para Politikası: Heyecanlı Bir Dönemin İzi. *İktisat İşletme ve Finans* 27(315):93 – 119.

Alper, Koray. ve Tiryaki, S. Tolga. (2011). Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri. *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ekonomi Notları*, Sayı: 2011-08. [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr). (07.09.2017).

Alper, Koray., Kara, Hakan. ve Yörükoğlu, Mehmet. (2012). Rezerv Opsiyon Mekanizması. *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ekonomi Notları*, Sayı: 2012-28. [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr). (07.09.2017).

Aslaner, Oğuz., Çıplak, Uğur., Kara, Hakan. ve Küçüksaraç, Doruk. (2014). Reserve Option Mechanism: Does it Work as an automatic Stabilizer? *CBRT Working Paper No: 14/38*.

Aslanoğlu, Erhan. (2011). Küresel Ekonomik Kriz ve İktisat Politikaları. Ed: G. Özgür, H. Yetkiner. *Zor Zamanlarda İktisat*(ss. 36 – 44).

Başçı, Erdem. (2010). Merkez Bankası ve Finansal İstikrar “Sermaye Hareketleri ve Döviz Kuru Politikaları” Türkiye Ekonomi Kurumu Paneli 11 Aralık 2010. *Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayını*. [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr). (07.09.2017).

Başçı, Erdem. ve Kara, Hakan. (2011). Finansal İstikrar ve Para Politikası. *Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Çalışma Tebliği No:11/08* [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr) (06.05.2017).

Başçı, Erdem. (2014). Küresel Krizle Birlikte Merkez Bankalarının Değişen Politikaları. Ed.: A.Arı. *Prof. Dr. İlker Parasız'a Armağan Bir Duayen ile İktisat ve Finansı Çok Boyutlu Düşünmek* (ss. 115 – 121). Ankara: Efil Yayınevi.

Borio, Claudio (2014). Central Banking Post-Crisis: What Compass for Uncharted Waters?. Ed: C. Goodhart, D. Gabor, J. Vestergaard and İ. Ertürk. *Central Banking at a Crossroads Europe and Beyond* (ss. 191-216). London: Anthem Press.

Eroğlu, İlhan. and Eroğlu, Nadir. (2012). “Monetary Transmission Channels and An Assessment With in the Framework of the 2008 Global Financial Crisis”,

*African Journal of Business Management*, Vol.6 (29), pp.8554–8563.

Eroğlu, İlhan ve Yeter, Fatih. (2018). 2008 Finansal Kriz Sonrası Yeni Riskler ve TCMB Yeni Para Politikaları. Ed.: İ. Eroğlu, B. Demirel, T. Dağlaroğlu, *1923'den Günümüze Türkiye'de Para – Kredi ve Kur Politikaları* (ss. 287– 346). Bursa: Ekin Basın Yayın Dağıtım.

Evans, Charles. L. (2009). Monetary Policy Normalization: If Not, Now When? <https://www.chicagofed.org/publications/speeches/2014/10-13-14-charles-evans-monetary-policy-normalization-national-council-teacher-retirement> (01.09.2017)

Fontana, Giuseppe. (2006). The “New Consensus” View of Monetary Policy: A New Wicksellian Connection?. *The Levy Economics Institute of Ballard College*. Working Paper No: 476.

Galati, Gabrielle. and Mossner, Richhild. (2010). Macroprudential Policy – a Literature Review. *DNB Working Paper, no:267*, December

Goodfriend, Marvin. (2005). The Monetary Policy Debate Since October 1979: Lessons For Theory and Practice. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. 87(2). 243-262.

Kara, Hakan. (2012). Küresel Kriz Sonrası Para Politikası. *Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Çalışma Tebliği No:12/17* [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr) (06.05.2017).

Lim, Cheng H., COLUMBA, Francesco., COSTA, Alejo., KONGSAMUT, P., OTANI, A., SAIYİD, M., WEZEL, T. and WU, X. (2011). Macroprudential Policy: Instruments and How to Use Them?. *International Monetary Fund*, Working Paper 11/238.

Oktar, Suat, EROĞLU, Nadir ve EROĞLU, İlhan (2013). “2008 Global Finans Krizi, Parasal Aktarım Kanalları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) Deneysel Politika Çabaları”, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi*, Yıl 2013, Cilt XXXV, Sayı II, S. 1-28

Özatay, Fatih. (2011) Merkez Bankası'nın Yeni Para Politikası: İki Hedef-Üç Ara Hedef-Üç Araç, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, 26 (302): ss.27-43

TCMB, (2009). *2010 Yılında Para ve Kur Politikası*. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayını. [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr). (08.09.2017).

TCMB, (2010). *2011 Yılında Para ve Kur Politikası*. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayını. [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr). (08.09.2017).

TCMB, (2011). *2012 Yılında Para ve Kur Politikası*. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayını. [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr). (08.09.2017).

TCMB, (2013). *Parasal Aktarım Mekanizması*. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yayını. [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr). (02.09.2017).

Üçer, Murat. (2011). Son Para Politikası Uygulamaları Üstüne Gözlemler. *İktisat İşletme ve Finans*, 26 (302): 45 – 51.

Viñals, Jose. (2011). Macprudential Policy: An Organizing Framework:Background Paper. *International Monetary Fund*, Monetary and Capital Markets Department, March 14.

Vural, U. (2013). *Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi*. (Uzmanlık Yeterlilik Tezi) Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü.

Woodford, Michael. (2003). *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton, NJ:Princeton University Press.

Yeter, Fatih. (2017). *2008 Küresel Finans Krizi Sonrası Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Para Politikası Uygulamaları Üzerine Bir İnceleme*. (Yayınlanmamış Master Tezi). Tokat Gaziosmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.