

YENİ FİNANSAL YAPI VE PARA POLİTİKALARI

Tuğçe OLCAY

Arş. Gör., Karabük Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü

tugceolcay@karabuk.edu.tr

Özet

Amaç: Finansal istikrar ülke ekonomilerinin geleceği açısından küreselleşmenin ortaya koyduğu dinamiklere cevap verebilecek bir finansal yapının oluşturulması ve finansal istikrarın sağlanması para ve maliye politikası yapıcılar için en önemli hedeflerin başında yer almaktadır. Bu nedenle finansal piyasaların işleyişinde finansal araçlar, ödeme sistemi ve sistemi destekleyen teknolojik altyapı, düzenleyici yasalar ve kurumların tamamı bir bütün olarak istikrar unsuru içinde var olmalıdır. Fiyat istikrarının sağlanmasında temel görevi olan merkez bankaları da yapı içindeki bankalarla oluşan organik bağdan kaynaklı olarak finansal yapının işleyişinde ön olarak sorumluluk yüklenmeye başlamıştır. Bankaların para yaratma sürecinde ve parasal sistem içindeki önemli ve kilit konumdaki rolleri merkez bankalarını finansal yapının işleyişine duyarlı hale getirmiştir. Bu durum merkez bankalarının temel amacı fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarı da sağlayabilecek politikalar üretmesi gerekliliğini ortaya çıkarmaktadır. Küresel krizin ardından belirsizlik artmış ve gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları makro ekonomik ve finansal istikrarı tehdit eder hale gelmiştir. Finansmanın oldukça kısa vadeli ve oynak olduğu bir konjunktürde, küresel risk iştahındaki ani değişimlere karşı ekonominin dayanıklılığını artırmanın gerekliliği önem kazanmıştır.

Yöntem: Yazın taraması yöntemi kullanılmıştır.

Bulgular: Gelişmeler geleneksel para politikası uygulamalarından farklı olarak, risklere ve yaşanabilecek krizlere yeterli tepkiler verilebilmesini olanaklı kılan daha esnek politika arayışlarını öne çıkarmıştır.

Anahtar Kelimeler: Finansal Yapı, Finansal Kriz, Fiyat İstikrarı, Finansal İstikrar, Para Politikaları

NEW FINANCIAL STRUCTURE AND MONETARY POLICIES

Abstract

Objectives: For monetary and fiscal policy-makers, in terms of the future of a country's economy, financial stability is the primary objective to be achieved for the construction of a financial structure which can respond to the dynamics created by globalization and for the constitution of financial stability. For this reason, in the working of financial markets, financial intermediaries, the payment system and the technological infrastructure supporting that system, and regulatory laws and institutions must exist within the element of stability as a whole. Central banks, which have fundamental functions in the constitution of price stability, have begun to take more responsibility in the working of the financial structure through their organic links with the banks within that structure. The key role and importance of banks in the money-creation processes and the monetary system have made central banks more attuned to the workings of the financial structure. This situation shows that the main objective of central banks must necessarily be to produce new policies that will provide not only price but also financial stability. Uncertainty has increased after the global crisis, and capital flow into developing countries has begun to threaten financial and macro-economic stability. The importance of fortifying the economy against fluctuations in the global risk appetite has increased within a conjecture in which financing is often short-term and unstable.

Method: Literature review method has been used.

Results: Contrary to applications of traditional monetary policies, these developments prompted new searches for more flexible policies that enable sufficient responses to risks and possible crises.

Keywords: Financial Structure, Financial Crisis, Price Stability, Financial Stability, Monetary Policies

Giriş

Küreselleşme süreci ile birlikte ülke ekonomilerinin yüksek oranda entegre olmaları para politikasında, finansal yapıda, etkin denetimde ve ödemeler sisteminde değişikliklere neden olmuştur. Fiyat istikrarı ve finansal istikrar hedeflerine yönelik para politikaları araçları ve modellerin daha karmaşık duruma gelmesi merkez bankalarının ara hedefler ile ana hedeflere ulaşma yönündeki para politikalarından vazgeçmelerini gerektirmiştir. Fiyat istikrarı artık merkez bankaları tarafından doğrudan hedeflenmeye başlanırken finansal istikrar da bu süreçte ana amaç haline gelmiştir. Para politikasının etkinliği açısından bağımsızlığının sağlanması ve merkez bankalarının para politikası uygulamalarından sorumlu tutulmaya başlanması zorunluluğu ortaya çıkmıştır.

Fiyat istikrarı ve ekonomik istikrar açısından finansal istikrar öncelikli önemdedir. Finansal istikrarın önceliğine, finansal işlemlerin hacmindeki artışlar, finansal araçların çeşitlerinde ve yapısındaki değişimler, uluslararası finansal sisteme entegrasyon süreci ve yaşanan krizler neden olmaktadır. Finansal yapının unsurları olan para, finansal araçlar, finansal piyasalar, finansal kurumlar ve merkez bankalarından birinin fonksiyonlarını yerine getirmesindeki aksaklık finansal yapının riske girmesi ve istikrarsızlığın yaşanmasına yol açmaktadır. Finansal yapıya olan güven, belirsizliğin azalmasında ve risklerin fiyatlara dahil edilmesinde etkinlik sağlamaktadır. Bu nedenle para politikalarının sorunsuz uygulanabileceği, finansal araçları kullanma yeteneğine sahip, paranın likiditesi en yüksek araç olduğu etkin bir finansal yapılanma gerekmektedir.

Süreç içinde hızlı bir şekilde gelişme gösteren finansal yapının, güven unsurunun oluşmasında, belirsizliğin azalmasında etkin katkı sağlayan bir yapılanma içinde olması gerektiği vurgulanacaktır. Yaşanan küresel krizle küresel dengesizlikler ve bunlara karşı alınan önlemler, para politikalarına yansımaları incelenerek kriz sonrası uygulanan yeni para politikaları ele alınacaktır. Finansal piyasalardaki gelişmelerin para politikalarına yansımaları ve kriz sonrası uygulanan para politikalarının yetersizliği ile yeni para politikalarının krizden çıkıştaki rolü değerlendirilecektir.

1. Finansal Yapının Değişimi ve Gelişimi

Finansal yapı, finansal piyasalar, finansal kurumlar ile finansal araçlar, para ve merkez bankasının birlikte oluşturduğu bütünleşik bir yapı olarak değerlendirilebilir. Finansal yapıyı oluşturan bu temel unsurlardan herhangi birinin işlevinde ortaya çıkabilecek sorun yapının tamamına yansiyabilmekte ve işlevliğini risk altına sokabilmektedir. Finansal yapıyı oluşturan unsurlarda zamanla meydana gelen değişim ve gelişimler finansal yapıyı kolayca kavranamaz, anlaşılabilir bir duruma getirmiştir. Bu karmaşık yapıyı yeteri kadar tanımadan işlem ve uygulama yapan piyasa aktörlerinden kaynaklı riskler ve finansal kırılganlıklar ortaya çıkabilmektedir.

Kaynakların etkin dağılımında ve ekonomik etkinliği sağlamada yetersiz olan takas ekonomilerine göre aksine finansal araçların kullanıldığı ekonomilerde kaynak etkinliği ve ekonomik etkinlik sağlanabilmektedir. Finansal yapının bütün unsurlarıyla yer alacağı böyle bir ekonomik yapılanma için işlemlere aracılık eden ve likiditesi en yüksek araç olan paranın kullanılması, fiyat sisteminin oluşması ve etkin işleme vazgeçilmezdir. İlk işlevi değişim aracı olan para, hesap birimi olarak ve değer saklama aracı olarak da değerinde oluşabilen dalgalanmalar nedeniyle kısa vadeli veya finansal yapının işlemediği dönemlerde diğer işlevlerini yerine getirmektedir. Zaman içinde ekonomik birimler tarafından paranın değerinde oluşabilen dalgalanmaların etkisinde kalmayacak, paranın değer saklama ve işlemlere aracılık etme, değişim aracı olma işlevini ikame eden likiditesi paraya yakın finansal araçlar oluşturulmuş ve kullanıma sokulmuştur. Bu ikame finansal araçlarla, gelecekteki alacak hakkı veya varlığı güvenceye alınmakta ve yükümlülüklerin parayla ödeneceği garantisi yanında kaynakların etkin dağılımında da aktif rol üstlenilmektedir (Schinasi, 2004: 4-5).

Finansal yapı bir bütün olarak para ve finansal araçlarıyla bireysel ve uluslararası düzeyde hizmetler götürmekte, çok taraflı ticari işlemlere kolaylık, etkinlik sağlamaktadır. Para ve finansal araçların bu işlevselliği onların hem özel hem de kamusal mal özelliği taşıdıklarını ortaya koymaktadır. Kamusal mal özelliğine sahip finansal araçların bu özelliğinin itibari paraya göre daha gelişmiş olmasıyla finans topluunda ekonomik işlemlerden daha fazla yarar sağlanmasının ve ekonomik bir alanın ortaya çıkmasının önu açılmıştır. Finansal yapı belli bir miktarın gelecekte ödeneceğini taahhüt altına alan araçlar üzerinden işleyerek ekonomik birimlerce önemli olan itibari paranın güven unsurunu somut hale getirmektedir. Bugünün ekonomilerinde yeni finansal yapıyla, ekonominin işleyişinde ortaya çıkabilecek riskleri fiyatlara dahil ederek risk getirisini asgari

düze çekmek için kurumsal ve piyasa bazlı düzenlemelere yer verilmekte, ekonomik etkinliğe önemli katkılar sağlanmaktadır. Ekonomik değişimlere, gelişen yapısıyla uyum sağlamak ve itibari paranın işlevlerini yerine getirmenin ilerisinde yer alan bir rol üstlenmektedir.

Finansal yapının unsurlarından para, finansal araçlar ve finansal piyasaların yaşadığı değişim ve artan işlevsellikler, yapının diğer unsurları finansal kurumlar ile merkez bankalarında da kendini göstermektedir. Bankalar bu süreçte mevduat kabul eden, kredi veren ve hizmetlerini, ürünlerini genişleten çeşitlendiren kurumlar olmuşlardır. Para piyasası işlemleri olan hazine bonoları, finansman bonoları, repo işlemleri, döviz mevduatı kabul etme işlemlerini gerçekleştirmenin yanında sermaye piyasası işlemlerinden olan devlet tahvili, ticari kredi, hisse senetleri, ipotek senetleri vb. işlemlerde de aracılık yaparak faaliyetlerini çok yönlü çeşitlendirmeye başlamışlardır. Bunların yanında, piyasa yapıcı kurumların ve merkez bankalarının piyasaya müdahalesinde, likidite düzenleme işlemlerinde rol alan aracı kurum görevini yapmaktadırlar.

Finansal yapı içinde faaliyette bulunmak amacıyla uluslararası fon yöneten, hisse senedi ve tahvil piyasası aracı kurumları, uluslararası fon yöneten kuruluşlar, kredi birlikleri, sigorta şirketleri, emeklilik fonları, yatırım fonları, finansman şirketleri, yatırım ortaklıkları gibi oluşumlar yer almaya başlamıştır. Merkez bankaları da ekonominin ve ekonomi politikasının gereklerine uygun şekilde para ve kredi politikalarının yönetilmesi, ülkenin döviz rezervlerinin kontrolü ve idaresi, uluslararası ödemelerde aracılık, takas odası işlemleri, bankaların nakit rezervlerinin takibi gibi görevleri bünyesine katmaya başlamışlardır. Açık piyasa işlemleriyle likidite ve faiz ayarlamaları, istikrarsızlığa neden olabilecek faktörleri etkisiz kılmak için izleme ve denetim yapma, döviz kurunun seyrine göre para politikası geliştirme, kredi ve ödemeler sisteminin çalışmasını sağlama ve fiyat istikrarı sağlayıcı önlemleri alma merkez bankalarının para ve kredi politikalarını yönetmede önde gelen işlevleri olarak sıralanabilir. Finansal yapının temel taşı ve kilit konumunda olan merkez bankalarının küreselleşme süreciyle birlikte para ve kredi politikalarının yönetimini ve hedeflerine ulaşmayı zorlaştırmıştır. Bu açıdan bakıldığında fiyat istikrarının sağlanması, risklerin ortadan kaldırılması önemli ve ulaşılması zorlaşan hedefler olmuştur (Günel, 2006: 72-73).

Finansal yapı içinde risklerin var olması kırılabilirlikleri yaratmakta, finansal istikrarın sürdürülebilir olmaması da ekonomi ve kaynakların etkin dağılımını etkilemek, desteklemek bakımından önemli sorunlar ve sonuçlar ortaya çıkarmaktadır. Ülkeler arasında yapılan karşılaştırma ve değerlendirmelerde, gelişmiş finansal yapı ile ekonomik büyüme arasında önemli bir korelasyon olduğu gözlenmektedir. Ülkelerin bir kısmında finansal yapının temelini bankalar oluşturmakta bir kısmında da diğer finansal unsurların etkinliği görülmektedir. Finansal yapının gelişmişliği veya ekonomik büyüme üzerinde tek başlarına bankacılık ya da sermaye piyasalarının etkilerinin dikkate alınması ekonomik sorunların çözümünde sınırlı fayda sağlamaktadır. Bu konuda temel alınması gereken optimal finansal yapının nasıl olması gerektiğidir. Ülke dinamiklerine ve küresel sisteme uygun gelişmiş bir hukuk alt yapısıyla donanımlı doğrudan ve dolaylı finansman modelleriyle etkin şekilde biçimlendirilmiş bir finansal yapının varlığı verimliliğin artışında, optimum kaynak dağılımında ve sonuç olarak ekonomik büyümede önemli katkılar sağlayabilecektir (Şener, 2012: 176).

2. Küresel Kriz, Küresel Dengesizlikler ve Alman Önlemler

ABD’de 2001 yılı sonlarından itibaren ekonomiyi canlandırmak için düşük kısa vadeli faiz oranlı politikalar izlenme yoluna gidilmiştir. Böylece kredi maliyetleri azaltılmış konut satın alabilmek kolaylaşmış, avantajlı bir duruma gelmiş ve tüketim harcamaları artarak bireysel tasarruflar gerilemiştir. Kredi maliyetlerindeki azalma ve değişken faizli konut kredileri özellikle alt ve orta gelir gruplarını konut satın alma isteğine yöneltmiştir. Hızla artan konut satın alma talebiyle birlikte konut fiyatlarında da hızlı artışlar görülmüştür. Politika faiz oranlarının uzun bir süre oldukça düşük bir düzeyde seyretmesi kredi kullanım artışını ve konut fiyatlarında şişkinliği getirirken finans kuruluşlarının da daha çok kar amaçlı risk alma iştahını getirmiştir. Bunun sonucu olarak bankalar; daha çok kredi kullanılabilmek için riskli olduğu görüldüğü halde alt ve orta gelir gruplarına kredi kullanırmış, kullandırdığı kredi alacaklarını da teminat göstermek yoluyla çıkardığı emlak tahvillerini yüksek faizlerle risk varlığından yüksek kar amaçlayan hedge fonlara pazarlamışlardır. Hedge fonlardan gelenlerde bu kredilendirme döngüsü içinde yer almıştır. ABD Merkez Bankası’nın konut fiyatlarının şişkinliğinden etkilenen ekonomideki olumsuzluğu gidermek, artışa geçen enflasyonu düşürmek amacıyla 2004 yılından itibaren faiz oranlarını yükseltmeye başlaması kriz sürecine girilecek ortamı yaratmıştır.

Merkez Bankası'nın bu uygulamasıyla konut piyasası durgunluğa girmiş, konut fiyatları gerilemiş ve konut fiyatlarındaki artışla yüksek kar beklentisi içine girenlerle değişken faizli kredi kullananlar öngöremedikleri zorluklarla karşılaşmışlardır. Yüksek kar elde etme arzusu ve düşük faiz oranlarının etkisiyle kontrolsüz ve özensiz bir şekilde riskli alt-orta gelir gruplarına kullandırılan konut kredilerindeki geri dönüşlerin gerçekleşmemesi, finansal piyasalarda ortaya çıkan güvensizlik mali sistemin bozulmasına, durma noktasına gelmesine neden olmuştur. 2007 yılından itibaren baş gösteren eşik altı kredi kriziyle tüm ABD finansal sistemi etkilenmeye başlamıştır. İpotekli kredi kullandıran büyük finans kuruluşlarının iflas istemi ve hisse senetlerindeki sert değer kayıpları krizin derinleşmesine yol açmıştır. Hükümetin 2008 Eylül'ünde zordaki finans kuruluşlarına el koymasıyla mali kriz hızla artışa geçmiştir. Merkez Bankası ülkenin en büyük sigorta şirketi Amerikan Uluslararası Grup (AIG)'a mali destek sağlarken, yılların yatırım bankası Lehman Brothers'ın iflası gelmiştir. Yatırım bankalarını bu sonuca götüren ya da çok zor durumlara sokan; ipotekli konut kredileriyle ilişkilendirilmiş menkul kıymetlere yaptıkları büyük yatırımlar, yetersiz risk yönetim uygulamaları ve sermayelerine göre aşırı borçlanmalarıdır.

Konut piyasaları krizi, likidite krizine dönüşmeyi getirmiş ve bankaların risklerini yabancı ülke yatırımcılarına aktarmış olması da küresel boyuta yayılan bir krizin doğmasına neden olmuştur. Kriz, en başta Avrupa olmak üzere küresel boyuta ulaşarak ülke ekonomilerinde üretim, büyüme ve güven endekslerinde yaşanan gerilemeyle, işsizlikteki hızlı artışla yıkıcı bir etki ve tahribat yapmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda borsa çöküşleri, ulusal paraların değer yitirisi, ülke tahvil-bonolarında risk primi yükselişi yaşanmıştır. Ayrıca, yabancı sermaye akımlarında önemli sayılabilecek ölçüde azalmalar görülmüştür.

ABD Merkez Bankası temel politika aracı olarak kullandığı faiz oranlarını sıfır seviyelerine kadar indirmesine rağmen ekonomik durumdaki kötüleşmenin devam etmesi, faiz oranının daha fazla düşürülemediği durumuyla karşı karşıya kalınması sonucunda menkul kıymet ve hazine borçlarını satın almış, bilançosunu genişletmiştir. Böylece krizin etkilerini azaltmaya, derinleşmesini önlemeye çalışmıştır. Hükümet ve Merkez Bankası Finansal sisteme güven kazandırabilmek için çok büyük miktarlarda kurtarma paketlerini uygulamaya koymuşlardır.

Bu küresel krizin klasik bir finans krizi olmaması, karmaşık ve yüksek hacimli türev ürünlerini kapsamaması geçmiş krizlerden en önemli farkı olmuştur. Türev ürünlerinin karmaşık yapısından kaynaklı teknik zorluklar ortaya çıkmış, yüksek hacimli olması da mali destek paketlerinin boyutlarının da o ölçüde artırılmasını gerekli kılmıştır. Risk algulamalarındaki bozulma ve güvensizlikle gelen likidite sıkışıklığı alınan önlemlerle önemli ölçüde giderilirken, varlık fiyatlarındaki hızlı düşüşler sermaye erimelerine, bilançolarda büyük hasarlara ve dolayısıyla birçok banka-yatırım kuruluşunun iflasına veya devlet desteğiyle devamlılığının sağlanmasına yol açmıştır.

Güven kaybının giderilememesi kredi riskinin yüksek seviyelerde devam etmesi sonucunu yaratmış ve kredi koşullarında yaşanan sıkışıklığın sürmesine etki eden bir diğer faktör olmuştur. 2008 yılının son çeyreğinden itibaren küresel mali kriz ülke ekonomilerine etkisini çok hızlı ve yıkıcı bir şekilde göstermiştir. Belirsizlik ortamının artışı kredi mekanizmasının işlerliğini zora sokarken reel kesimin borçlanma olanaklarını sınırlamış ve borçlanma maliyetlerinin önemli ölçüde artışı getirmiştir. Ülke ekonomilerinde büyüme oranları sert bir şekilde gerilemiş, sanayi üretimi büyük ölçüde daralmış, işsizlik artmış, hanehalkı ve reel kesim güven endekslerinde tarihi dip değerler görülmüştür.

Küresel finans piyasalarında ortaya çıkan bu krizden gelişmiş-gelişmekte olan tüm ülke ekonomileri çok ciddi boyutlarda etkilenirken, etkilenme dereceleri ülkeler arasında farklılıklar göstermiştir. Dünya toplam dış ticaretinin daralmasından, ihracatın toplam GSYİH içindeki payı yüksek ve özellikle yatırım ve dayanıklı mal ihracı yapan ülkeler en çok etkilenen ülkeler olmuşlardır. Uygulanan kur rejimine göre de benzer bir farklılık görülmüştür. Sabit veya yönetilen kur rejiminin uygulandığı ülkelerde iktisadi faaliyette ve enflasyon hızında dalgalı kur rejimi uygulayan ülkelere nazaran daha sert bir yavaşlama yaşandığı izlenmiştir. Sabit veya yönetilen kur rejimi uygulamasında, merkez bankalarınca sermaye çıkışında kur seviyesini koruma amacıyla döviz satışından gelen yerli paranın çekilmesi, bunun da piyasa faizlerinin yükselmesine ve likidite koşullarının beklentilerden daha fazla sıkışmasına neden olması diğer bir farklılık olmaktadır. Dalgalı kur rejimi uygulanan, sermaye akışının serbest olduğu ülkelerde ise para birimlerinin değer kaybetmesi ve faiz oranlarının kontrollü bir şekilde gevşetilmesiyle iktisadi faaliyetteki daralmanın boyutunun sınırlandırıldığı, aşırı düzeyde daralmasının önlenildiği görülmektedir (Yılmaz, 2009: 4).

Günümüzde para politikası uygulamalarının temelinde yer alan öngörülerde küresel iktisadi konjonktürde meydana gelen hızlı değişimlerin dikkate alınması önemli görülmektedir. Küresel iktisadi konjonktür elde edilecek her yeni verinin ardından para politikasının güncellenmesini ve esnekliğini gerekli kılmaktadır. Ekonomik kriz sürecinde öngörülenin daha ilerisinde bir yavaşlamanın yaşanacağı varsayılır hale gelmesiyle enflasyon endişelerinin yerini deflasyon riski almıştır. Gelişmiş ülkelerin merkez bankaları finansal krizin boyutlarını kontrol altına alabilmek için faiz oranlarını önemli sayılacak düzeylere çekmişlerdir. Gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları da önceleri döviz kurlarının değer kaybedeceği ve yaşanabilecek finansal istikrarsızlık endişeleri nedeniyle kontrollü bir strateji izlemişlerdir. Devam eden kriz sürecinde toplam talep koşulları hızlı bir şekilde gerileyip enflasyon olasılığındaki azalmanın görülmesiyle son dönemde para politikaları gevşetilmiştir. Finansal dalgalanmaların kriz boyutlarına ulaştığı 2008 yılı Eylül ve sonrası altı aylık süreç içinde ortalama faiz oranlarının gelişmekte olan ülkelerde hızlı bir şekilde indirildiği görülmüştür. Gelişmiş ülkelerin merkez bankaları bu dönem içinde kredi mekanizmasının çalışması, işlerlik kazanabilmesi için teminat kapsamında yer alan menkul kıymet çeşitlerini ve işlem yapabilecek kuruluşları artırmışlardır. Böylece mali kuruluşların ve firmaların bilançolarında yer almış toksit varlıkların tasfiyesinin hızlandırılması ve mekanizmanın işlerliği amaçlanmıştır.

Bu uygulama merkez bankalarının birçoğunun bilanço büyüklüklerini tarihlerindeki en yüksek seviyelere taşımıştır. Merkez bankaları, piyasalara büyük miktarlarda likidite sağlama yoluna gitseler de kredi riski algısının yüksek oranlarda seyrediyor olması bankaları kredi kullandırmada kontrollü davranışa yönlendirmiştir. Bu da aktarım kanallarında tıkanıklıkla birlikte para politikasının etkinliğinin sınırlanmasına yol açmıştır. Ortaya çıkan krizin tüm boyutlarıyla ve ekonomik faaliyette yaşanan gerilemenin de aynı zamanda diğer ülkelere de ulaşması, önlemlerin zamanında ve bir koordinasyon çerçevesinde alınmasının, uygulamasının gerekliliğini ortaya koymuştur. Ülkelerde, özellikle gelişmiş ülkelerde vergi indirimleri ile yeni kamu harcamalarını kapsayıcı mali paketler hazırlanıp uygulamaya geçirilmiştir (Yılmaz, 2009: 6).

3. Küresel Krizin Para Politikalarına Yansımaları ve Değişimler

Günümüz ekonomilerinde para, geleneksel fonksiyonlarını yerine getirmesi yanında merkez bankalarının piyasaya müdahale ve bazı hedefleri gerçekleştirme adına kullanılan bir araç olarak ortaya çıkmaktadır. Para politikası da bu açıdan belirlenen hedeflere ulaşmada merkez bankaları tarafından alınan kararları ve yürütülen politikaları içeren bir kavramdır. Merkez bankaları ülke ekonomilerinde finansal yapı içinde para politikası araçlarını kullanarak belirlediği hedefleri gerçekleştirme doğrultusunda özellikle finansal piyasalardaki bazı dengesizlikleri ortadan kaldırma adına likidite ve faizler üzerinde etkili olmaktadır. Ekonomik birimlerin kararlarını bu bağlamda değiştirerek, bunlardaki değişim ile birlikte de hedeflerine ulaşmayı amaçlamaktadırlar.

Küreselleşme süreci içinde ülke ekonomilerinin birbirleriyle entegre hale gelmeleri ve finansal piyasalardaki serbestleşme sonucunda para politikaları, finansal yapı, izleme, denetleme ve ödeme sistemleri politikaları daha zor anlaşılır olmuştur. Finansal yapının sorunsuz bir şekilde çalışması ve enflasyonist baskıdan arındırılmış bir ekonomik sistemin oluşması her geçen gün olanaksızlaşmıştır. Finansal serbestleşme ardından yüksek getiri amaçlayan uluslararası fonların aktığı finansal piyasalarda hacim ve fiyat olarak dalgalanmalar oluşmuştur. Bu ortamda hedef ve hedefe ulaştıracak para politikası araçları arasında birlikteliği sağlayabilecek bir modelin oluşturulması da güçleşmiştir.

ABD’de ipotekli emlak kredisi piyasalarında başlayıp tüm dünyaya yayılan finansal kriz merkez bankalarının fiyat istikrarını hedefleme uygulaması esnasında ortaya çıkmıştır. Bu krizde başarısızlığın aktörleri merkez bankaları ve finansal piyasalar gösterilirken izleme ve etkin denetim yapması gereken kurumların sorumluluğu da yadsınamaz. Bu kriz sürecinden de anlaşılacağı gibi; ekonomilerdeki genişlemeyle başlayan kredi hacmindeki artışlar finansal varlıkların fiyatlarında yukarı yönlü hareketlendirme ile finansal kesimde canlılık oluşturmuş, kredi talebindeki artışlarda reel kesimde çıktı artışlarını destekleyince ekonomik birimlerin risk alma isteğinde artışları getirmiştir. Risklerde yaşanan artışta kredi piyasasında sıkışıklıklar yaşatmış ve ekonomilerin sıkıntıya girmesine yol açmıştır. Sonuçta finansal kesim zayıflamış ve varlık yükümlülük dengesi bozularak tersine dönen bir süreç yaşanmıştır. Yaşanan bu kriz sürecinde fiyat istikrarının önleyici etkin bir rolü görülmemiştir.

Aksine fiyatlar öngörülenden yüksek seviyelere çıkmış ve fiyat istikrarı hedeflemesi de gerçekleştirilememiştir. Bu geline noktada merkez bankalarının para politikaları uygulamalarında finansal göstergeler ve değişkenler

doğrultusunda modellemeler geliştirerek finansal istikrarı hedefleme gerekliliği öne çıkmaktadır. Para politikasındaki değişimler ve uygulamalarda finansal yapının önemi de artmakta, fiyat istikrarı yanında finansal istikrarın sağlanması da hedefler arasında yer almaktadır. Şüphesiz merkez bankalarının bağımsızlığı, amaçladığı yönde bağımsız para politikası izlemesi de ayrı bir öneme sahiptir (Fischer, 1996: 34-35).

Merkez bankalarının para politikası uygulamalarında finansal yapının sağlıklı işlerliğini dikkate alması makro ekonomik istikrarın sağlanması bakımından da önemlidir. Finansal istikrarsızlık yaratan unsurları ortaya koyarken aynı zamanda para politikası uygulamasını oluşturacağı gösterge ve değişkenlerle finansal istikrarı izlemeli, yönetmelidir. Küresel finansal krizin yaşandığı sürecin sonunda günümüz ekonomilerinde merkez bankaları çeşitli para politikası araçlarıyla temel hedefini fiyat istikrarını sağlamak şeklinde belirlerken gelişmelerin ve koşulların değişimine göre finansal istikrarı da bir hedef olarak dikkate almaktadırlar. Böylece merkez bankaları, finansal risklerin arttığı dönemlerde likidite düzenlemelerine gitmek, ödemeler sisteminde etkinliği ve güvenliği sağlamak, finansal yapının sağlıklı çalışması için izleme ve denetimini yapmak, finansal istikrar sağlayan sürdürülebilir para politikası uygulamak gibi temel fonksiyonları üstlenir olmuşlardır (Parasız, 2007: 221).

Yaşanan küresel kriz ardından ortaya çıkan yeni konjonktür merkez bankalarını alternatif politika arayışlarına yönlendirmiştir. Yeni politika arayışlarında ekonomi politikalarında ve merkez bankası algısındaki değişen yaklaşımın yanında içinde bulunulan olağanüstü küresel iktisadi konjonktürün de önemli bir payı bulunmaktadır. Derinleşen krizin neden olduğu hasar ve ardından gelişmiş ülkelerce uygulanan politikalarla alışılmadık dinamikler ortaya çıkmıştır. Özellikle gelişmiş ülkelerde kamu ve bankacılık sisteminin bilançolarının karşılıklı olumsuz etkileşime girmesi iyileşmeyi yavaşlatmış ve merkez bankacılığının sınırlarını da zorlamıştır. Gelişmiş ülkelerdeki niceliksel genişlemeyle yaşanan kısa vadeli likidite bolluğu ve küresel finans sistemindeki kırılmalıklar sermaye akımlarında ciddi dalgalanmalara neden olmuştur. Küresel krizin ardından belirsizlik artmış ve gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları makro ekonomik ve finansal istikrarı tehdit eder hale gelmiştir. Yaşanan bütün bu küresel kriz sürecinde uygulanan olağanüstü dönem politikaları ve özellikle de para politikasının ne kadar başarılı olduğu sorgulanmaya başlanmıştır. Fiyat istikrarını sağlarken ekonomideki çalkantıları en alt düzeye indirmeyi amaçlayan enflasyon hedeflemesi stratejisi de bu dönemde sorgulanmaya başlanmıştır. Finansmanın oldukça kısa vadeli ve oynak olduğu bir konjonktürde, küresel risk iştahındaki ani değişimlere karşı ekonominin dayanıklılığını artırmanın gerekliliği önem kazanmıştır. Bu gelişmeler geleneksel para politikası uygulamalarından farklı, şoklara ani tepkiler verilebilmesini olanaklı kılan daha esnek politika arayışlarını öne çıkarmıştır (Kara, 2012: 2-4).

Sonuç olarak kriz öncesi dönemde, ülkeler geleneksel para politikaları uygulayarak en çok politika faiz oranlarını kullanmışlardır. Gelişmiş ülkeler faiz oranlarının yanında bankacılık sektörünün güçlendirilmesi yönünde önlemler almış ve düzenlemeler yapmışlardır. Ülkelerin krizin etkilerini en aza indirebilmek için öncelikle geleneksel olan politikalara başvurduğu söylenebilir. Krizin ilerleyen aşamalarında ve günümüzde birden çok amaca ulaşmak için birden çok aracın kullanıldığı esnek enflasyon hedeflemesi kavramı gelişmiştir. Gelişmiş ve gelişmekte olan bazı ülkelerin merkez bankaları, krizi kontrol altına alabilmek için esnek enflasyon hedeflemesini ve geleneksel olmayan para politikası uygulamalarını dikkate almışlardır (Vural, 2013: 19).

4. Uygulanan Para Politikalarının Etkisizliği Üzerine Değerlendirme

Günümüzde merkez bankalarının birçoğunun önde gelen amacı enflasyon oranlarının düşük ve istikrarlı bir seyir izlediği ortamın yani fiyat istikrarının sağlanması olmaktadır. Fiyat istikrarı sağlandığında paranın fonksiyonlarını sorunsuz yerine getirebileceği ortam da yaratılmış olacaktır. Fiyat istikrarı düşük risk primini ve faiz oranlarını getirecek ve böylece maliyetsiz sözleşmeler gerçekleşebilecektir. Bu istikrarlı ortamın yaratılması birçok merkez bankası için birincil temel hedef olmaktadır. Başarı sağlandığında merkez bankasının konumu ve uygulamalarına güven artabilecektir. Fiyat istikrarını sağlayabilmek için merkez bankaları bir takım gösterge, değişken ve endeksler kanalıyla enflasyon ölçümleri yaparlar ve enflasyonu istenilen düzeye çekebilmek amacıyla faiz oranlarını kullanırlar. Ancak; merkez bankalarının ölçüt olarak kullandıkları fiyat endeksleri içinde varlık fiyatlarının bulunmayışı enflasyon ölçümünün güvenilirliği yanında kontrol altındaki enflasyonla finansal ve reel kesim istikrarının sağlanabilirliği de sorgulanmaya açık hale getirmektedir. Çünkü enflasyon oranları varlık fiyatlarındaki değişimlerle ekonomide istihdam ve çıktı üzerinde yarattığı etkileri yansıtmayacaktır. Varlık fiyatların artışından kaynaklı veya borçlanarak yapılacak harcamaların yurt içi fiyat düzeyini çok az

etkilemesi durumunda iktisadi birimlerin kredi borçları artabilecektir. Bankalar da bu kredi borçlanmalarını yurt dışı fonlarla karşılama yoluna gidebileceklerdir. Varlık fiyatlarında yaşanan artış borçlanarak yeni varlık alımını tetikleyebilir. Varlık fiyatlarının tekrar artışını sürdürdüğü ve borçlanmanın arttığı, sürdürülemez hale geldiği bu ortam sistemin çökme riskini de artırabilecektir. Varlık fiyatlarındaki artışlar, şirketlerin hisse senedi ihracı yoluyla artan yatırım harcamalarını ve hane halkının da gayrimenkul fiyatlarının artışının getirisi olan gelir artışının oluşturacağı tüketim harcamalarını artırabilecek ve bu yolla enflasyon hesaplamasında ölçüt alınan endekslerde etkilenebilecektir (Tokucu, s. 43).

İşte merkez bankaları enflasyon hedeflemesi yaklaşımıyla geliştirdikleri para politikalarında varlık fiyatlarının bu etkilerini göz önünde tutmamaktadırlar. Bu durumda da enflasyon üzerinde doğrudan etkisi olmadığı halde mali piyasaların yanında bir bütün olarak ekonomiyi de etkileyebilecek varlık fiyatlarındaki değişimlere para politikaları gereken herhangi bir tepkiyi gösteremeyeceklerdir.

Varlık fiyatlarının artışıyla oluşan döngünün yaratabileceği krizi merkez bankaları enflasyon hedefli para politikası uygulamalarında öngörmeyebilirler. Döngünün genişleme aşamasında kredilerin artışı, varlık fiyatlarının artışı çıktıda dalgalanmalar getirebilirken enflasyonu artırmayabilir. Genişleme aşamasında potansiyel çıktı miktarındaki artış çıktı açığını küçültecek ve artan taleple birlikte toplam arzdaki artış enflasyonist baskıları azaltacaktır. Yine genişleme aşamasında yaşanabilecek verimlilik artışlarıyla gelecek olan emek maliyetlerinde düşme talep artışı kaynaklı enflasyonist baskıyı azaltacaktır. Geline bu nokta merkez bankalarının varlık fiyatlarının yarattığı döngü durumlarında enflasyon oranlarıyla birlikte çıktıdaki artışlara da odaklanılması gerektiğini ortaya koymaktadır.

Merkez bankaları, varlık fiyatlarındaki değişimlerin tüketim ve enflasyon üzerindeki etkilerinin varlığı karşısında herhangi bir denetim ya da müdahaleden, serbest ekonomiye bakış açısıyla değerlendirerek uzak durmaktadırlar. Bunun finansal piyasalar ile birlikte ekonominin genelinde etkili olacağı düşüncesiyle hareket etmektedirler. Merkez bankaları varlık fiyatlarının artışı dışında fiyatların beklenmedik şekilde sert düşmelerinde de yapılacak müdahalelerin sonuçlarını ve ne getirip ne götüreceklerini öngörmektedirler. Merkez bankalarının bir çoğu varlık fiyatlarının sert düşmesiyle ortaya çıkabilecek spekülâtör, yatırımcı ve banka kurtarma operasyonlarına sıcak yaklaşmamaktadırlar. Böyle bir uygulama piyasalarda ahlaki çöküntü yanında daha fazla risk taşıyan davranışların artışına yol açabilecektir. Bütün bunlara rağmen yine de birçok merkez bankası kurtarma operasyonları gerçekleştirerek finansal sisteme likidite aktarımı yapmıştır. Merkez bankalarının fiyat istikrarını hedefleyip varlık fiyat artışları ile genişleyen döngüyü önemsememelerinin altında fiyat istikrarıyla birlikte finansal istikrarın da sağlanabileceğinin kabulü yatmaktadır. Fiyat istikrarı sağlamış bir merkez bankasının finansal istikrarı da sağlayacağı garantisi bulunmadığı gibi istikrarsızlıkları da getirebileceği dikkate alınmalıdır (Tokucu, 2010: 45).

5. Küresel Kriz Sonrası Yeni Para Politikaları

Ülke merkez bankalarının ekonomik büyüme, istihdam artışı ve fiyat istikrarı gibi hedeflerin gerçekleştirilebilmesi amacıyla paraya ulaşılabilirliğin ve maliyetinin belirlenmesinde etkili olan kararların ve uygulamaya koyduğu politikaların tümü para politikası olarak ifade edilebilir. Ülkelerin uyguladıkları para politikalarıyla temel hedeflerinin fiyat istikrarının sağlanması yönünde olduğu görülmektedir. Fiyat istikrarı, para politikasının uzun dönem temel amaçları olan ekonomik büyüme ve istihdam artışının sağlanabilmesi için karar alma süreçlerinde etkili olmayacak ölçüde düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranı olarak özetlenebilir.

Yaşanan küresel kriz finansal istikrar göz ardı edildiğinde orta ve uzun dönemde makroekonomik istikrara ve fiyat istikrarına tehdit oluşturabileceğini ortaya koymaktadır. Küresel platformlarda finansal yapıda biriken riskleri, varlık fiyatlarındaki şişkinliği merkez bankalarının tamamen göz ardı etmemesi gerektiğine ilişkin görüşler giderek yayılmakta ve destek bulmaktadır. Ancak, merkez bankalarının tek bir araçla birden fazla değişkeni kontrol edebilmesi olası görülmemektedir. Fiyat istikrarını ve finansal istikrarı dengede tutabilecek faiz oranı her zaman aynı olmayabilmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde fiyat istikrarı ve finansal istikrar için gerekli olan faiz oranları arasında yüksek farklar gözlenebilmektedir. Gelişmekte olan ülkelere küresel büyüme dönemlerinde risk iştahının artmasıyla sermaye akımları hız kazanmakta, vade ve kur uyumsuzluğu artmakta, reel kur değerlenmesi ve hızlı kredi genişlemesiyle kaynak dağılımı bozulmakta ve finansal istikrarı tehdit eden risklerin birikmesinin yolu açılabilir. Bu

konjonktürel ortamda doğal bir politika seçeneği olarak kısa vadeli faizler düşük düzeylerde tutulmak suretiyle sermaye girişlerinin hızı düşürülebilmekte makrofinansal dengesizliklerin azaltılması sağlanabilmektedir. Faiz oranlarının uzun süre düşük düzeylerde tutulması da hızla büyüyen iç talebe destek vererek fiyat istikrarına tehdit olabilmektedir. İç ve dış dengelerin sağlanmasında faiz oranlarında belirgin ölçüde farklılıklar görülebilmektedir. Bu durum fiyat istikrarı amaçlayan bir merkez bankasının aynı anda makrofinansal riskleri de dikkate alan politikalar izleyebilmesi için özellikle hızlı sermaye girişinin olduğu dönemlerde birden fazla politika aracının işlerliğine ihtiyaç duyabileceğini göstermektedir (Başçı ve Kara, 2011: 4).

Küresel krizin ardından para politikasına yaklaşımların önemli ölçüde değiştiği, merkez bankalarının finansal istikrar, kredi genişlemesi ve varlık fiyatlarındaki gelişmeleri de göz önüne alması gerektiği görüşü yaygınlaşmakta ve desteklenmektedir. Makro risk azaltıcı önlemlerin sistematik bir yaklaşımla tasarlanmasına ilişkin çalışmalar devam etmektedir. Merkez bankalarının yerine göre birden fazla aracın bir arada kullanılmasını gerekli kılacak olan bu yeni yaklaşım, neden ve sonuç ilişkisinin doğrulanabileceği daha zor çerçeveyi oluşturmaktadır. Bu yeni yaklaşım geçmişe göre daha karmaşık olmaktadır. Yeni politikaların uygulama aşamasında olabileceği gibi devamında da güçlü bir teori ya da sağlam ampirik bulgularla destekleninceye kadar iletişim güçlükleri görülebilecektir.

Finansal istikrarın öne alınarak gündemde olması enflasyon hedeflemesinin göz ardı edilebileceği şeklinde algılanması riskini yaratmaktadır. Ayrıca, faiz koridoru, zorunlu karşılıklar gibi alışılmamış para politikası araçlarının aktarım kanalları konusunda tanımlanmış kuramsal bir çerçevenin olmayışı da bu araçların etkin kullanıldığı bir para politikası stratejisinin iletişimini zorlaştırmaktadır. Finansal istikrar kavramının hayli geniş bir değişken kümesini kapsaması, istikrara ait riskleri azaltmakta kullanılan politikaların iletişimi, sadece fiyat istikrarını amaçlayan para politikası uygulamalarına göre daha zor olmaktadır. Diğer yandan ölçüt olarak değerlendirilen finansal istikrar göstergeleri ülkeden ülkeye finansal yapılarına göre değişebileceği gibi konjonktüre bağlı olarak farklı dönemlerde farklı göstergeler önemli olabilecektir. Finansal istikrar kavramı mevcut küresel dengesizliklerin bir aktarımı olmakta, yapılan finansal istikrar vurgusu makro bir perspektif içermekte ve döneme özgü tasarlanmış bir iletişim stratejisinin yansıması olduğu görülmektedir (Başçı ve Kara, 2011: 11-12). Küresel krizle artmış olan belirsizlik ortamı ve gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarının makroekonomik ve finansal istikrarı tehdit eder duruma gelmesi geleneksel para politikalarının uygulamaları dışında ekonomik dayanıklılığı artırabilecek, karşılaşılabilecek ani şoklara yeterli tepkiler verebilecek daha esnek politikalara ve enflasyon hedeflemesine gidilmesi zorunluluğunu ortaya çıkarmaktadır.

Genel Değerlendirme ve Sonuç

Finansal yapının sağlıklı ve etkin bir biçimde işlemesiyle, ekonomilerin büyüme, kalkınma ve istikrara ulaşmada, adil gelir dağılımının sağlanmasında önemli etkilerinin bulunduğu söylenebilir. Bunların gerçekleştirilebilmesi için de para ve sermaye piyasalarında yer alan faaliyet içinde bulunan kurumların izlenmesi ve denetimi öne çıkmaktadır. Finansal yapının etkinliğini artırıcı yönde yapılacak düzenlemelerle finansal piyasaların gelişimi ve derinliğine olumlu katkılar sağlanabilecektir. Etkinliği artan finansal yapının getireceği finansal piyasalarda araç çeşitliliğinde artış, işlem maliyetlerindeki azalış tasarrufların yatırıma yönlendirilmesini kolaylaştırıcı yönde etkileyebilecektir. Yeterli, etkin düzenleme ve denetim finansal kuruluşların aşırı risk alma eğilimlerini ve finansal yapının riskliliğini de azaltabilecektir. Finansal yapılarda olası risklerden kaçınılması amacıyla her ülkenin kendine özel düzenlemeler yapması yanında, küreselleşmenin etkisi de dikkate alınarak uluslararası işbirliği ile ortak standartların belirlendiği düzenlemelere de gidilmesi gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Yapılacak düzenlemeler açıkça tanımlanmalı, sınırları belirlenmeli, kamu otoritesinin gücü ile siyasi amaçları doğrultusundaki eğilimleri engelleyebilecek, bağımsızlığı ve finansal istikrarı vurgulayan içerikleri taşır olmalıdır.

Finansal istikrar ülke ekonomilerinin geleceği açısından para ve maliye politikası yapıcıları için en önemli hedeflerin başında yer almaktadır. Bu nedenle finansal piyasaların işleyişinde finansal araçlar, ödeme sistemi ve sistemi destekleyen teknolojik altyapı, düzenleyici yasalar ve kurumların tamamı bir bütün olarak istikrar unsuru içinde var olmalıdır. Fiyat istikrarının sağlanmasında temel görevi olan merkez bankaları da yapı içindeki bankalarla oluşan organik bağdan kaynaklı olarak finansal yapının işleyişinde ön alarak sorumluluk yüklenmeye başlamıştır. Bankaların para yaratma sürecinde ve parasal sistem içindeki önemli ve kilit konumdaki rolleri merkez bankalarını finansal yapının işleyişine duyarlı hale getirmiştir. Bu durum merkez bankalarının temel

amacı fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarı da sağlayabilecek politikalar üretmesi gerekliliğini ortaya çıkarmaktadır.

Finansal yapının kendi içinde istikrarsızlık yaratma ve yayma eğilimi merkez bankalarının müdahalesini ve yapı içinde etkin rol ve sorumluluk üstlenmesini gerekli kılmaktadır. Ekonominin tamamını durgunluğa sürükleyen finansal piyasalardan kaynaklı krizler finansal yapının istikrarsız yapısının bir sonucu olmaktadır. Bu istikrarsızlıklar ve krizlerin yaşanmaması, yaşandığında da mücadelede önemli görev merkez bankalarında ve uygulayacakları para politikalarında olmaktadır. Günümüzün gelişmiş ve gelişmekte olan pek çok ülkesinde temel amaç fiyat istikrarını gerçekleştirmek olurken diğer amaç finansal yapının istikrarının da sağlanması yönünde olmaktadır.

Derinleşen krizin neden olduğu hasar ve ardından gelişmiş ülkelerce uygulanan politikalarla alışılmadık dinamikler ortaya çıkmıştır. Özellikle gelişmiş ülkelerde kamu ve bankacılık sisteminin bilançolarının karşılıklı olumsuz etkileşime girmesi iyileşmeyi yavaşlatmış ve merkez bankacılığının sınırlarını da zorlamıştır. Gelişmiş ülkelerdeki niceliksel genişlemeyle yaşanan kısa vadeli likidite bolluğu ve küresel finans sistemindeki kırılmalıklar sermaye akımlarında ciddi dalgalanmalara neden olmuştur. Küresel krizin ardından belirsizlik artmış ve gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları makro ekonomik ve finansal istikrarı tehdit eder hale gelmiştir. Finansmanın oldukça kısa vadeli ve oynak olduğu bir konjonktürde, küresel risk iştahındaki ani değişimlere karşı ekonominin dayanıklılığını artırmanın gerekliliği önem kazanmıştır. Bu gelişmeler geleneksel para politikası uygulamalarından farklı, şoklara ani tepkiler verilebilmesini olanaklı kılan daha esnek politika arayışlarını öne çıkarmıştır.

Günümüz politikasına, tek amaç olan fiyat istikrarına, tek politika aracı olan faiz oranları ile ulaşılmasını gerektiren enflasyon hedeflemesi rejiminin ardından, birden çok amaca ulaşmak için birden çok aracın kullanıldığı esnek enflasyon hedeflemesi kavramı yerleşmiştir. Bazı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları, yaşanabilecek krizi kontrol altına alabilmek amacıyla esnek enflasyon hedeflemesi ve geleneksel olmayan para politikası uygulamalarına yönelmişlerdir.

Kaynakça

- Başçı, E., Kara, H. (2011). Finansal İstikrar ve Para Politikası. TCMB Çalışma Tebliği, (11/08).
- Fischer, S. (1996). Central Banking: Challenges Ahead: Maintaining Price Stability. *Finance and Development*, Aralık, 34-37.
- Günel, M. (2006). *Para Banka ve Finansal Sistem*. Nobel Basımevi, İstanbul.
- Kara, A.H. (2012). Küresel Kriz Sonrası Para Politikası. TCMB Çalışma Tebliği, (12/17).
- Parasız, İ. (2007). *Finansal Kurumlar ve Piyasalar*. Ezgi Kitabevi, Bursa.
- Schinasi, J.G. (2004). Defining Financial Stability. IMF Working Paper, 04/187.
- Şener, A. (2012). Finansal Piyasalarda Kurumsal Regülasyon. *Sosyo Ekonomi*, 2012-2(120208), 174-194.
- Tokucu, E. (2010). Kriz ve Para Politikaları: Para Politikalarının Başarısızlığı Üzerine. *Ekonomik Yaklaşım*, 21(76), 31-54.
- Vural, U. (2013). Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi. TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.
- Yılmaz, D. (2009). Küresel Kriz, Etkileri ve Para Politikası Uygulamaları. TCMB Konuşma Metni, İstanbul, 04.03.2009.