

KÜRESELLEŞME SÜRECİNDE FİNANSAL İSTİKRAR-PARA POLİTİKASI İLİŐKİŐİ: TÜRKİYE İÇİN BİR DEĞERLENDİRME (2001 KRİZİ SONRASI)

Doç. Dr. Seyhun DOĞAN*
Arş. Gör. Dr. Çiğdem Börke TUNALI**

ÖZET

Küreselleşme Sürecinde Finansal İstikrar-Para Politikası İlişkisi: Türkiye İçin Bir Değerlendirme (2001 Krizi Sonrası)

Güçlü ve istikrarlı bir finansal sistemin varlığı, son yıllarda ekonomik büyüme ve gelişme için en önemli koşullardan biri haline gelmiştir. Dolayısıyla, günümüzde finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi yoğun bir biçimde tartışılmaktadır. Bu çalışmada, finansal istikrar kavramı ve finansal istikrar-para politikası ilişkisi açıklandıktan sonra, 2001 krizi sonrası dönem için Türk para politikasının finansal istikrar üzerindeki etkileri değerlendirilmektedir.

Anahtar Kelimeler: Küreselleşme, Türkiye, finansal istikrar, para politikası.

ABSTRACT

The Relationship Between Financial Stability and Monetary Policy During the Globalization Process: An Evaluation for Turkey (Post 2001 Crisis)

The existence of a robust and stable financial system has become one of the most important conditions for economic growth and development in recent years. Hence, nowadays providing and maintaining financial stability has been discussed intensively. In this study, after explaining the concept of financial stability and the relationship between financial stability and monetary policy, the effects of Turkish

* İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi, İktisat Bölümü İktisat Politikası Anabilim Dalı.

** İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi, İktisat Bölümü Teknoloji ve Sanayi İktisadı Anabilim Dalı.

monetary policy on financial stability are evaluated for the post 2001 economic crisis period.

Keywords: *Globalization, Turkey, financial stability, monetary policy.*

GİRİŞ

2008 Küresel Ekonomik Krizi; finansal piyasalarda ortaya çıkan gelişmelerin yakından takip edilmesi gerekliliğini gözler önüne sermiştir. Finansal piyasalarda karşılaşılan istikrarsızlıklar, istikrarsızlıkların nedenleri ve olası çözüm yolları, özellikle son dönemde yoğun bir biçimde tartışılmaya başlanmıştır.

Finansal istikrar kavramının çok boyutlu bir yapıya sahip olması nedeniyle, üzerinde görüş birliğine varılan tek bir tanımı bulunmamaktadır. Bu durum, finansal istikrarsızlıkların ortaya çıkmadan önlenmesini ve finansal istikrarsızlıklarla karşılaşıldığında, istikrarsızlıkları ortadan kaldıracabilecek politika uygulamalarının belirlenmesini güçleştirmektedir. Dolayısıyla, finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi için tek bir politika uygulamasından bahsedebilmek mümkün değildir. Finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesinde, ele alınan ülkenin ekonomik koşullarının ve finansal istikrarsızlıkların arkasında yatan nedenlerin mutlaka dikkate alınması gerekmektedir.

Küresel kriz, pek çok ülkede fiyat istikrarının sağlandığı bir ortamda gerçekleşmiştir. Krizle birlikte, para politikası ile finansal istikrar arasındaki ilişki ve merkez bankalarının finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesine ilişkin rolleri iktisat literatüründe üzerinde önemli durulan konular haline gelmiştir.

Bu çalışmada, küreselleşme sürecinde finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler, finansal istikrar kavramı, finansal istikrar ve para politikası arasındaki ilişki ele alındıktan sonra, finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesine yönelik olarak son dönemde ortaya çıkan gelişmelerin ışığında, Türkiye’de 2001 Krizi sonrası para politikası uygulamaları, bu uygulamaların finansal istikrar üzerindeki etkileri değerlendirilerek, fiyat istikrarından ödün

vermeksizin finansal istikrarın sağlanabilmesi için Merkez Bankası ile diğer kamu otoriteleri tarafından alınması gereken önlemler üzerinde durulmaktadır.

1. KÜRESELLEŞME VE FİNANSAL PİYASALARDA YAŞANAN GELİŞMELER

Küreselleşme, temel olarak ulusal sınırların ortadan kalkmasıyla birlikte, dünya ekonomilerinin, finansal piyasaların ve toplumların bütünleşmesi şeklinde tanımlanmaktadır (Das, 2010: 66).

Politik, teknik ve ekonomik alandaki değişimlerin beraberinde getirdiği dinamik bir süreç olarak küreselleşme, ulusal sınırların ekonomik açıdan taşıdığı önemi azaltmaktadır. Uluslararası rekabet ortamının yoğunlaşması, uluslararası işbölümünün olanaklarından daha güçlü bir şekilde faydalanmayı beraberinde getirmekte ve böylelikle, kaynakların dünya çapındaki kullanımında bir düzelmeye olmaktadır, bu da yeni imkânlar ve riskler doğurmaktadır. Aynı zamanda, ulusal düzenlemelere gittikçe uluslararası anlaşmaların ilave edilmesi, ulusal alandaki politik aktörlerin, uluslararası kuruluşların lehine önemlerini kaybetmelerine yol açmaktadır (Koch, 2000: 5).

Ekonomik ya da finansal küreselleşme yeni karşılaşılan olgular değildir. Tarihsel süreç içerisinde bakıldığında, dünya ekonomilerinin birkaç defa küreselleşme sürecini yaşadıkları görülmektedir. Bununla birlikte, 1980'li yılların başından itibaren ortaya çıkan küreselleşme süreci, sahip olduğu özellikler bakımından önceki süreçlerden ayrılmaktadır. Söz konusu özellikler şöyle sıralanabilir (Das, 2010: 68,69):

- 1980'li yılların başından itibaren pek çok ülkenin, piyasa mekanizmasına dayalı bir ekonomik yapı oluşturmaya yönelik olarak reformlar uygulamaya koyması,
- Bilgi ve iletişim teknolojilerinde meydana gelen gelişmelerin ulaştırma maliyetlerini önemli ölçüde azaltmasıyla birlikte, uluslararası mal ve hizmet ticaretinin büyüklüğünün ve yapısının değişmesi,
- Firmalar arasında sınır ötesi anlaşmaların yapılmasıyla birlikte, tek bir firmanın kendi teknik bilgisi ve finansal kaynaklarıyla gerçekleştiremeyeceği faaliyetleri gerçekleştirmeye başlaması,

- Küreselleşme sürecine katılan ülke sayısının ve nüfusunun, önceki dönemlere göre çok yüksek düzeylere ulaşması.

Günümüzde yaşanan küreselleşme sürecinin sahip olduğu özellikler incelendiğinde, bu sürecin hem niceliksel hem de niteliksel olarak ulusal ekonomileri ve uluslararası ekonomik ilişkileri ciddi bir biçimde etkilediği görülmektedir.

Ekonomide küreselleşme, en yoğun şekilde finansal alanda gerçekleşmektedir. Her ne kadar ulusal ekonomilerin bütünleşmeleri sürecinde dış ticaret alanında önemli ilerlemeler kaydedilmişse de, bu alanda hala korumacılık eğilimleri bulunmaktadır. Emeğin dolaşımı konusunda da henüz yeterli bir gelişme sağlanamamıştır (Doğan, 2009: 20). Oysaki finansal küreselleşme, özellikle bilgi ve iletişim teknolojisindeki yeniliklerle birlikte küreselleşmenin en hızlı yaşandığı alan haline gelmiştir.

Finansal küreselleşme, tüm dünyaya yayılan sınır ötesi finansal bütünleşme süreci olarak tanımlanabilir. Bu tanımda yer alan finansal bütünleşme kavramıyla kastedilen, finansal piyasaların ve kurumların çok sıkı bir biçimde birbirlerine bağımlı hale gelmeleri ve tam bütünleşme gerçekleştiğinde, aynı özelliklere sahip olan finansal varlıkların getirilerinin eşitlenmesini içeren tek fiyat kanununun geçerli olmasıdır (Gudmundsson, 2008: 9).

Küreselleşme süreciyle birlikte, son otuz yıllık dönemde finansal piyasalarda önemli değişimler ortaya çıkmıştır. Öncelikle bu dönemde finansal piyasaların giderek artan bir biçimde serbestleştirilmesi, finansal faktörlerin ve özellikle krediler ile varlık fiyatlarındaki ani yükseliş ve düşüşlerin, ekonomik dalgalanmalara yol açan temel unsurlar haline gelmelerine yol açmıştır (Borio, 2006: 3408).

Finansal piyasalar, özü itibarıyla konjonktürle aynı yönde hareket etmekte (procyclicality of the financial system), yani ekonomik dalgalanmaları güçlendirmektedirler. Ekonominin genişleme dönemlerinde finansal varlık fiyatlarındaki artış ve dış finansman kısıtlarındaki gevşemeyle birlikte; yatırımlar, sermaye birikimi, verimlilik ve kârlar yükselmektedir. Ekonominin daralma dönemlerinde ise, hiç şüphesiz bu durum tersine dönmektedir. Finansal piyasaların doğası gereği ortaya çıkan söz konusu süreç, aslında düzgün işleyen

bir ekonomik yapının göstergesidir. Dolayısıyla, finansal piyasaların normal işleyişlerinde karşılaşılan konjonktürle aynı yönde hareketleri, ekonomi açısından herhangi bir sorun oluşturmamaktadır. Ancak, finansal piyasaların aşırı bir biçimde konjonktürle aynı yönde hareket etmeleri (*excessive procyclicity*) ve varlık fiyatlarının gerçek değerlerinden önemli ölçüde uzaklaşmaları, çoğunlukla finansal istikrarsızlık ve hatta bazen finansal krizlerle sonuçlanmaktadır (Borio, 2005: 85,86). Bu bakımdan, makroekonomik ve finansal istikrarın sağlanması açısından üzerinde durulması gereken, finansal piyasaların aşırı bir biçimde konjonktürle aynı yönde hareket etmeleridir.

Finansal piyasaların aşırı bir biçimde konjonktürle aynı yönde hareket etmelerinin iki temel nedeni bulunmaktadır. Bunlar: *Risk algılama açığı* (*risk perceptions gap*) ve *teşvik açığıdır* (*incentives gap*). Risk algılama açığı, ekonomik birimlerin diğer ekonomik birimlerin yüklendiği riskleri kavrayabilmekle birlikte, sistemin bütününe sahip olduğu risk düzeyini tam olarak anlayamadıklarını ifade etmektedir. Teşvik açığı ise, tek bir ekonomik birim için rasyonel olan bir davranışın, bir bütün olarak sistem açısından sorun oluşturabileceğini belirtmektedir (Borio, 2006: 3409). Dolayısıyla, ekonomik birimlerin sistemin bütünü açısından rasyonel olan davranışları gerçekleştirememeleri, çeşitli sorunlara yol açabilmektedir. Finansal piyasalarda görülen bu iki açık, ekonominin genişleme dönemlerinde aşırı iyimser beklentilere neden olarak yüklenen riskleri arttırmakta ve bu durum da sonuçta, finansal istikrarsızlıkla karşılaşılmasına yol açabilmektedir.

Küreselleşmeyle birlikte, finansal sistem açısından önem taşıyan bir diğer değişim de merkez bankalarının büyük bir çoğunluğunun fiyat istikrarı hedefine yoğunlaşmaları ve yaptıkları uygulamalar sonucunda düşük ve istikrarlı enflasyon düzeylerine ulaşılmasını sağlamalarıdır (Crockett, 2003: 2). Günümüzde pek çok merkez bankası, düşük ve istikrarlı bir enflasyon seviyesine ulaşılması konusunda yüksek kredibiliteye sahiptir. Ancak, bu kredibilite enflasyona ilişkin beklentilerin kontrol altına alınmasına neden olarak, ekonominin genişleme dönemlerinde fiyat ve ücretlerin söz konusu genişlemenin gerçek boyutlarını yansıtacak şekilde yükselmesini önleyebilmektedir. Kredibilite paradoksu (*the paradox of credibility*) olarak adlandırılan bu durum, sürdürülemez nitelikteki ekonomik genişleme dönemlerinde enflasyonun yükselme olasılığını azaltmakta, kredi ve varlık fiyatlarının ise, aşırı bir biçimde artmasına yol açabilmektedir (Borio, 2006:

3408). Dolayısıyla kredibilite paradoksu, ekonomide ortaya çıkan sorunların enflasyona yansımalarını geciktirerek, makroekonomik ve finansal istikrar açısından karşı karşıya kalınan risklerin görülmesini engellemektedir (Crockett, 2003: 4).

Özetle, küreselleşmeyle birlikte ekonomilerin mevcut işleyişi köklü bir biçimde değişmiştir. Bu süreçte uygulanan politikalar sonucunda, enflasyon pek çok ülkede kontrol altına alınırken, finansal istikrar ve finansal istikrarsızlıklar karşısında merkez bankaları tarafından alınması gereken önlemler en çok tartışılan konular haline gelmiştir (Borio, 2005: 84). Dolayısıyla günümüzde, fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi de, merkez bankaları tarafından göz ardı edilmemesi gereken bir hedefi olarak değerlendirilmeye başlamıştır.

2. FİNANSAL İSTİKRAR KAVRAMI

Finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesinin bir politika hedefi olarak kabul edilmesiyle birlikte, finansal istikrar kavramının tanımlanmasına yönelik çalışma sayısı hızlı bir biçimde artmıştır. Bununla birlikte, finansal istikrar kavramına ilişkin olarak henüz üzerinde görüş birliğine varılmış bir tanım oluşturulamamıştır (Borio-Drehmann, 2009: 3).

Schinasi, finansal istikrarın tanımlanması konusunda yaptığı çalışmada en genel anlamda finansal istikrarı; *finansal sistemin hem alansal hem de zamanlar arası olarak kaynakların etkin tahsisini gerçekleştirme, refah artışı ve ekonomik büyümeyi kolaylaştırma, finansal riskleri değerlendirme, fiyatlama ve yönetme kabiliyeti ile söz konusu fonksiyonları dışsal şoklar ya da ekonomideki dengesizliklerin artışı karşısında kendi kendini düzeltme mekanizmasıyla sürdürülebilmesi* olarak tanımlamıştır (Schinasi, 2004: 8).

Allen ve Wood ise finansal istikrar kavramını; doğal bilimlerde kullanılan istikrar tanımından hareketle ifade etmeye çalışmışlardır. Doğal bilimlerde herhangi bir sistem, başlangıç noktasından küçük bir sapmayla karşılaştığında tekrar dengeye dönebiliyorsa, istikrarlı olarak kabul edilmektedir. Bu tanımdan hareketle, finansal açıdan istikrarlı bir sistem; küçük bir sapma karşısında istikrarsız hale gelmeyen, yani dengeye dönebilen bir sistemdir. Ekonomide sapma ile kastedilen; teknolojiye ya da tüketici tercihlerinde beklenmedik bir

gelişme ya da ekonomi açısından önem taşıyan büyük bir firmanın iflas etmesi gibi beklenmedik olaylar ya da şoklardır (Allen-Wood, 2006: 154,155).

Finansal istikrar kavramına yönelik olarak yapılan en güncel tanımlamalardan biri, Borio ve Drehmann tarafından gerçekleştirilmiştir. Borio ve Drehmann çalışmalarında finansal istikrar kavramını, finansal istikrarsızlığın tersi olarak nitelendirmişler ve finansal istikrarsızlığı da, normal boyuttaki şoklar karşısında finansal zorluk ya da finansal krizlerin ortaya çıkması için yeterli olan koşullar bütünü olarak ifade etmişlerdir. Borio ve Drehman'a göre finansal zorluk ya da finansal kriz ise; ekonomide üretim kaybı ile ölçülen ciddi bir bozulmaya yol açan ya da yol açma olasılığı bulunan, finansal kurumlardaki büyük çaplı kayıplar veya söz konusu finansal kurumlarda yaşanan iflastır (Borio-Drehmann, 2009: 4).

Finansal istikrar kavramının tanımı konusunda en önemli kaynaklardan biri de hiç şüphesiz merkez bankaları tarafından hazırlanan finansal istikrar raporlarıdır. Bilindiği gibi, özellikle son yıllarda pek çok merkez bankası fiyat istikrarının yanı sıra, finansal istikrarı sağlama ve sürdürme konusunda çaba harcamaktadır. Dolayısıyla, günümüzde merkez bankalarının büyük bir çoğunluğu, finansal istikrar kavramına yönelik olarak ayrıntılı analizler yapmaktadırlar. Merkez bankaları tarafından hazırlanan finansal istikrar raporları incelendiğinde, finansal istikrar kavramına ilişkin dar kapsamlı ve geniş kapsamlı tanımların bulunduğu görülmektedir. Söz konusu tanımlar Tablo 1 yardımıyla özetlenebilir. Buna göre (Čihák, 2006: 7,8):

Tablo 1: Finansal İstikrar Kavramına İlişkin Tanımlar

Riskler/Şoklar		Belirgin Riskler?	
		Mevcut Değil	Mevcut
Ciddi Boyutta Şoklar?	Yok	Finansal istikrar	Finansal istikrar
	Şu anda yok; ancak, ortaya çıkması mümkün	Finansal istikrar	Finansal kırılganlık
	Var	Volatilité (çalkantılar, balonlar)	Finansal kriz

Kaynak: (Čihák, 2006: p.8)

- Finansal istikrar kavramının en dar kapsamlı tanımında finansal istikrar, *finansal sistemin fonksiyonlarını yerine getiremediği ve*

ödeme sistemlerinin işleyişinin engellendiği finansal krizlerle karşılaşılmasında durumu olarak değerlendirilmektedir. Bu tür krizler, para politikasının aktarım mekanizmasını sekteye uğrattığından, merkez bankaları açısından da son derece önemlidir. Finansal istikrara ilişkin bu tanım, Tablo 1'de sağdaki en alt hücrede gösterilmiştir. Buna göre, finansal istikrarsızlığa yol açan finansal krizler, sistemin belirgin risklerle karşı karşıya olduğu bir durumda, ciddi boyutta şoklarla birlikte ortaya çıkmaktadır

- Finansal istikrara ilişkin daha kapsamlı tanımlarda, istikrara yönelik potansiyel tehlikelerde dikkate alınmaktadır. Bu tür tanımların bazılarında, ekonomide mevcut bir şok bulunmamasına rağmen, şoklarla karşılaşılma olasılığı ve ayrıca, belirgin riskler söz konusudur. Böyle bir tanımdan hareket edildiğinde, stres testlerinden yararlanılarak finansal kırılganlığın olup olmadığı belirlenmektedir. Şayet ekonomide finansal kırılganlık varsa, bu aynı zamanda finansal istikrarsızlık anlamına da gelmektedir. Finansal istikrara ilişkin geniş kapsamlı tanımların bazılarında ise, ekonomide belirgin risklerin olmadığı; ancak, şokların mevcut olduğu durumlar da, finansal istikrarsızlığın bir göstergesi olarak kabul edilmektedir. Bu tür tanımlara göre, finansal piyasalarda büyük çapta volatilité (dalgalanma) varsa (örneğin, varlık fiyatlarında balonlar oluşması); ekonomide finansal istikrarsızlığın söz konusu olduğu belirtilebilir.

Finansal piyasalar, kurumlar ve araçlardan oluşan finansal sistemin etkinliği, ekonomik kalkınma ve büyüme açısından son derece önemlidir. Finansal sistemin etkinliğinin sürdürülmesinde ise, sistemin istikrarı merkezi bir role sahiptir. Dolayısıyla, istikrarlı bir finansal sistem, ekonominin etkin işleyişi ve büyümenin devamlılığı açısından bir ön koşul olmaktadır. Bir ülkede finansal sistemin istikrarlı ve etkin olabilmesi için üç önemli şartın gerçekleşmesi gerekmektedir. Söz konusu şartlar (Delice, 2007: 86-88):

- Önemli kurumsal araçların etkin ve ihtiyatlı bir biçimde işlem yapmaları,
- Bu araçların işlem yaptıkları piyasaların (hisse senedi, sabit getirili menkul kıymetler, döviz ve mal piyasaları) açık ve şeffaf olmaları ve

- Finansal işlemlerin gerçekleştiği altyapının (sözleşme hukuku, muhasebe kuralları, mülkiyet haklarının korunması gibi) sağlam ve anlaşılır nitelikte olmasıdır.

Finansal sistemin istikrarının sağlanması ve sürdürülmesine yönelik olarak uygun politikaların belirlenebilmesi için, öncelikle finansal istikrarın net bir biçimde tanımlanması gerekmektedir (Allen-Wood, 2006: 153). Ancak, finansal istikrar kavramına ilişkin mevcut tanımlar incelendiğinde, bu kavramın henüz net bir biçimde tanımlanamadığı görülmektedir. Finansal istikrarın uygulanacak politikalara temel oluşturabilecek şekilde tanımlanamamasının pek çok nedeni bulunmaktadır. Bu nedenlerin en önemlileri şöyle özetlenebilir (Schinasi, 2004: 11, 12):

- Finansal istikrarın hem finansal kurumların istikrarı hem de finansal piyasaların ve ödeme sistemlerinin düzgün işleyişi ile ilgili çok boyutlu bir kavram olması, finansal istikrarda meydana gelen gelişmelerin tek bir göstergeyle ifade edilmesini engellemektedir.
- Finansal istikrarda meydana gelen gelişmelerin tahmin edilebilmesi oldukça güçtür. Çünkü finansal sistemin istikrarı yalnız mevcut dalgalanmalara değil, aynı zamanda gelecekte ortaya çıkması muhtemel olan risk ve kırılganlıklara da bağlıdır. Dolayısıyla, merkez bankaları ve uluslararası finans kurumları tarafından kullanılan finansal göstergelerle finansal istikrar arasındaki ilişkinin kesin bir biçimde belirlenmesi ve böylece, geleceğe yönelik güvenilir tahminler yapılması olasılığı çok düşüktür.
- Finansal istikrarda meydana gelen gelişmeler, ancak kısmen kontrol edilebilir. Finansal istikrarı sağlamaya yönelik olarak kullanılan politikalar; mevduat sahiplerinin korunması, fiyat istikrarı gibi başka hedeflere de sahip olabilmektedir. Bu durum, bazen hedefler arasında çelişkilere yol açabilmekte ve uygulanan politikalarla arzulanan sonuçlara ulaşılmasını engelleyebilmektedir. Finansal istikrarın dışsal şoklara aşırı derecede duyarlı olması da, kontrol edilebilirliğini önemli ölçüde etkilemektedir.
- Finansal istikrara yönelik politikalar, çoğunlukla sistemin etkinliği ve istikrarı arasında bir seçim yapmak durumunda kalmaktadır. Örneğin, yüksek ödeme gücü zorunlulukları, bankaların negatif bir şoku

massedememe riskini azaltmakla birlikte, aynı zamanda bazı yatırım fırsatlarından vazgeçilmesini de gerektirmektedir.

- Finansal istikrara ilişkin politika gerekliliklerinde zaman tutarsızlığı ortaya çıkabilir. Finansal istikrarın sağlanmasına yönelik bazı politikalar, piyasa mekanizmasının işleyişini engellediğinden, kısa dönemli istikrar uzun dönemli istikrarın kaybedilmesi pahasına elde edilebilir. Özellikle, son borç merci finansmanının sağlanması ya da mevduat sigortası gibi uygulamalar, ahlâkî tehlike veya ters seçimle sonuçlanabilir.

Tüm bu açıklamalar çerçevesinde, finansal istikrarı sağlamaya ve sürdürmeye yönelik politikalar belirlenirken, politikanın uygulanacağı ekonomik koşulların ayrıntılı bir şekilde analiz edilmesi, olası finansal istikrarsızlık kaynaklarının mevcut verilerin ışığında belirlenmesi ve son aşamada söz konusu kaynakları ortadan kaldıracabilecek, içinde bulunan koşullara en uygun ve diğer politika hedefleriyle en az çelişecek politika bileşimine ulaşılması gerekmektedir. Hiç şüphesiz belirlenen bu politika bileşimi, ekonomide ortaya çıkan gelişmelere ve uygulanan politikalara ekonomik birimlerin verdiği tepkilere bağlı olarak zaman için değişebilecektir.

3. FİNANSAL İSTİKRAR-PARA POLİTİKASI İLİŞKİSİ

Finansal istikrar ve para politikası, çeşitli yollar aracılığıyla birbirleriyle karşılıklı olarak bağlantılıdır. Para politikasının operasyonel olarak uygulanabilmesi ve faiz oranlarındaki değişimin reel ekonomiye arzulan şekilde aktarımı, büyük ölçüde iyi işleyen finansal kurumların ve piyasaların varlığına bağlıdır. Dolayısıyla, finansal piyasalarda ortaya çıkan sorunlar, parasal aktarım mekanizması yoluyla para politikasının etkinliğini doğrudan etkilemektedir. Finansal piyasalarda yaşanan aksaklıklar, aynı zamanda toplam talep ve enflasyon üzerindeki etkileri itibarıyla da para politikası uygulamalarını yönlendirebilmektedir (Cuaresma-Gnan, 2008: 80).

Finansal piyasaların düzgün işleyişi para politikası üzerinde önemli etkiler yaratmakla birlikte, uygulanan para politikası da finansal istikrarı belirleyen temel faktörlerden biridir. Para politikasının fiyat istikrarı hedefini gerçekleştirememesi halinde enflasyon dalgalı bir seyir izlemeye başlayacaktır.

Böyle bir durumda, enflasyonun beklenmedik bir şekilde artması, gelirin borç verenlerden borç alanlara doğru yeniden aktarımına yol açacak; enflasyonun beklenmedik bir şekilde düşmesi ise, tam tersi bir etki yaratacaktır. Sonuçta her iki halde de bankacılık sisteminin kredi kalitesi olumsuz yönde etkilenecek ve banka iflaslarıyla karşılaşılabilir (Sinclair, 2000: 387,388). İflas eden ya da zor duruma düşen bankaların finansal sistemi etkileyebilecek büyüklükte olması ya da çok sayıda bankanın iflas etmesi ise, finansal istikrarsızlığa sebebiyet verecektir. Bununla birlikte, istikrarlı ve düşük bir enflasyon düzeyinin sağlanması, finansal piyasalara ilişkin beklentileri de istikrarlı hale getirecek ve bu da borç alanlarla borç verenler arasındaki beklenmedik gelir transferlerini önleyecektir. Yani, para politikasıyla sağlanan fiyat istikrarı, finansal istikrarı da olumlu yönde etkileyecektir (Cuaresma-Gnan, 2008: 80).

Literatürde fiyat istikrarı ve finansal istikrar arasındaki ilişkiye yönelik çalışmalara bakıldığında, iki temel görüşün bulunduğu belirtilebilir. Bu görüşlerden ilkinde göre, fiyat istikrarı finansal istikrarı desteklemekte ve hatta fiyat istikrarının sağlanması, tek başına finansal istikrarın sağlanması için yeterli olabilmektedir. Merkez bankaları tarafından piyasalara aşırı likidite enjekte edilmesiyle ortaya çıkan yüksek enflasyon, yatırımlardan elde edilecek reel getirilerin doğru bir biçimde tahmin edilmesini engellemekte ve böyle bir ortamda varlık fiyatlarında balonlarla karşılaşılabilir. Fiyat istikrarı ve finansal istikrar arasındaki ilişkiye yönelik bu ilk görüşe göre; düşük ve istikrarlı bir enflasyon düzeyinin sağlanması halinde, finansal piyasalarda söz konusu sorunlar ortaya çıkmayacak ve dolayısıyla finansal istikrar da sağlanmış olacaktır (Issing, 2003: 17).

1980'li yılların başından itibaren pek çok ülkede enflasyonun düşürülmesine ve istikrarlı bir fiyat düzeyinin sağlanmasına yönelik para politikaları uygulanmaya başlanmış ve 2000'li yıllara gelindiğinde, özellikle gelişmiş ülkelerin hemen hemen tamamında fiyat istikrarı hedefine ulaşılmıştır. Bununla birlikte, düşük ve istikrarlı enflasyon düzeylerinde de finansal krizler sonucunda, yüksek enflasyon dönemlerindeki gibi ciddi üretim kayıplarıyla karşılaşılması, fiyat istikrarının tek başına finansal istikrarı sağlayamadığını ortaya koymuştur (Crockett, 2003: 1). Bu doğrultuda 2000'li yılların başından itibaren, fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasındaki ilişki yeniden tartışılmaya başlanmış ve söz konusu ilişki konusunda *yeni ortam hipotezi (new environment hypothesis)* olarak adlandırılan bir görüş öne sürülmüştür. Bu hipoteze göre;

düşük ve istikrarlı bir enflasyon düzeyinin sağlanması, ekonomiye ilişkin iyimser beklentilere yol açarak; varlık fiyatlarının yanlış değerlendirilmesine, kredi teminatlarının değerinin yükselmesine ve böylece, gelecekte finansal istikrarı olumsuz yönde etkileyecek şekilde aşırı kredi genişlemesine sebebiyet verebilecektir. Dolayısıyla bu görüşe göre, merkez bankalarının yalnız fiyat istikrarı hedefine odaklanması, finansal dengesizliklerin ortadan kaldırılmasında yeterli olmayabilecektir (Issing, 2003: 18,19).

Günümüzde pek çok ekonomide fiyat istikrarı hedefinin gerçekleştirilmesine rağmen, finansal piyasalarda sık sık krizlerle karşılaşılması ve ortaya çıkan krizler sonucunda merkez bankaları tarafından finansal piyasalara yoğun bir biçimde müdahale edilmesi, merkez bankalarının finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesindeki rollerinin yeniden ele alınmasına neden olmuştur (Cuaresma-Gnan, 2008: 80). Aslında merkez bankalarının finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesinde rol oynamaya başlamaları, para basma tekelinin merkez bankalarına verilmesi ve bankalar tarafından yaratılan kaydi paranın toplam para stokunun önemli bir kısmını oluşturmasıyla birlikte, ilk kez on dokuzuncu yüzyılda ortaya çıkmıştır (Padoa-Schioppa, 2003: 271,272). Bununla birlikte, küreselleşme sürecinde finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler, merkez bankalarının söz konusu rollerini daha da önemli hale getirmiştir.

Merkez bankalarının finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesinde rol oynamalarının üç temel sebebi bulunmaktadır (Schinasi, 2003: 7,8; Padoa-Schioppa, 2003: 273,274):

- Merkez bankaları ekonomiye yasal ödeme aracı sunan ve doğrudan likidite sağlayan tek kurum durumundadırlar. Merkez bankalarının, bankaların bankası olması, yani bankalara ihtiyaç duyduklarında borç vermesi ve bankaların likit rezervlerini mevduat olarak tutması; bankacılık sisteminin sağlamlığını ve işleyişini sürekli olarak değerlendirmelerine yol açmaktadır. Dolayısıyla, bankacılık sisteminin istikrarı, merkez bankalarının temel fonksiyonlarını yerine getirebilmesinde kritik bir önem taşımaktadır.
- Ulusal ödeme sistemlerinin sorunsuz bir şekilde işlemesi, merkez bankalarının ulaşmak istedikleri hedeflerden biridir. Finansal kurumlar ve piyasaların ödeme sistemlerinde merkezi bir rol

oynaması, merkez bankalarının finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesiyle yakından ilgilenmelerine yol açmaktadır.

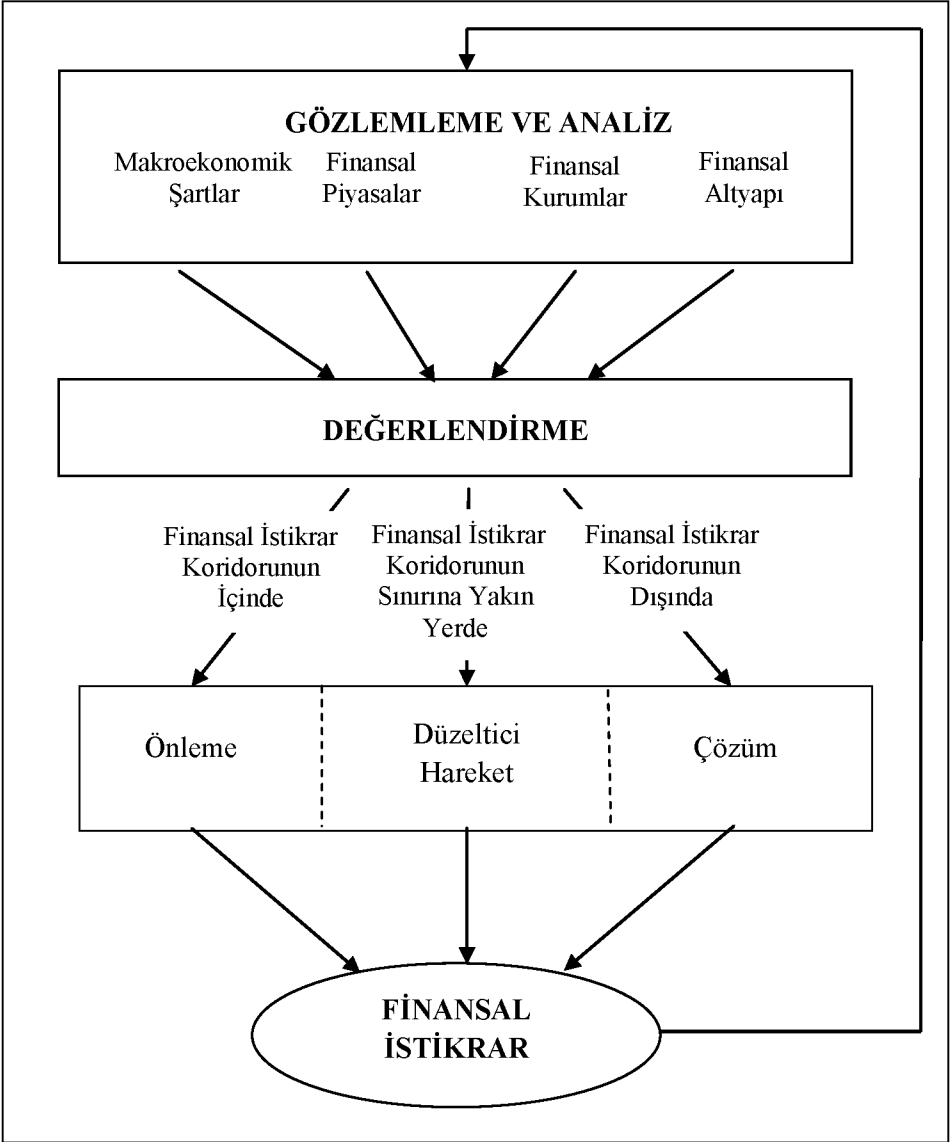
- Para politikasının reel ekonomiye aktarılmasında bankacılık sistemi, köprü görevi görmektedir. Bankacılık sisteminde yaşanan sorunlar, para politikasının etkinliğini kaybetmesine yol açabilmektedir. Bu doğrultuda finansal istikrar, merkez bankalarının etkin bir para politikası uygulayabilmesi için sağlanması gereken temel koşullardan biri haline gelmektedir.

Tüm bu açıklamalar doğrultusunda, finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesinin, merkez bankalarının genetik kodlarının bir parçası olduğu belirtilebilir (Padoa-Schioppa, 2003: 274). Yani merkez bankaları fiyat istikrarı hedefinin yanı sıra, finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi konusunda da çeşitli araçlarla finansal sisteme müdahale edebilmektedir.

Finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesinde merkez bankaları tarafından uygun araçların kullanılabilmesi için, öncelikle ekonominin finansal istikrar açısından hangi konumda olduğunun belirlenmesi gerekmektedir. Şekil 1, finansal istikrara yönelik olarak finansal sistemin olası pozisyonlarını ve bu pozisyonlarda uygulanabilecek politikaları özetlemektedir.

Şekil 1 incelendiğinde, finansal istikrar açısından finansal sistemin üç farklı durumda olabileceği görülmektedir (Houben, Kakes and Schinasi, 2004: 16):

- Finansal sistem bir istikrar alanı içinde olabilir ve yakın zamanda da finansal sistemin mevcut durumunun değişmeyeceği beklenebilir. Böyle bir durumda uygulanacak politika; resmi gözetim ve denetime dayanarak mevcut istikrarın korunmasını amaçlayan ve finansal istikrarsızlıkların ortaya çıkmasını önleyici niteliktedir.
- Finansal sistem bir istikrar koridoru içinde olmakla birlikte, bu koridorun sınırına doğru yaklaşıyor olabilir. Bu durumda sistemin istikrarını korumak için, manevi telkin ve daha yoğun gözetim gibi düzeltici politikalara başvurulabilir.
- Finansal sistemin istikrarsız olması, yani istikrar koridorunun dışında olması durumunda ise; politikalar tepkisel olmalı ve ortaya çıkabilecek finansal krizlerin çözümünü de içerecek şekilde istikrarı yeniden sağlamayı amaçlamalıdır.

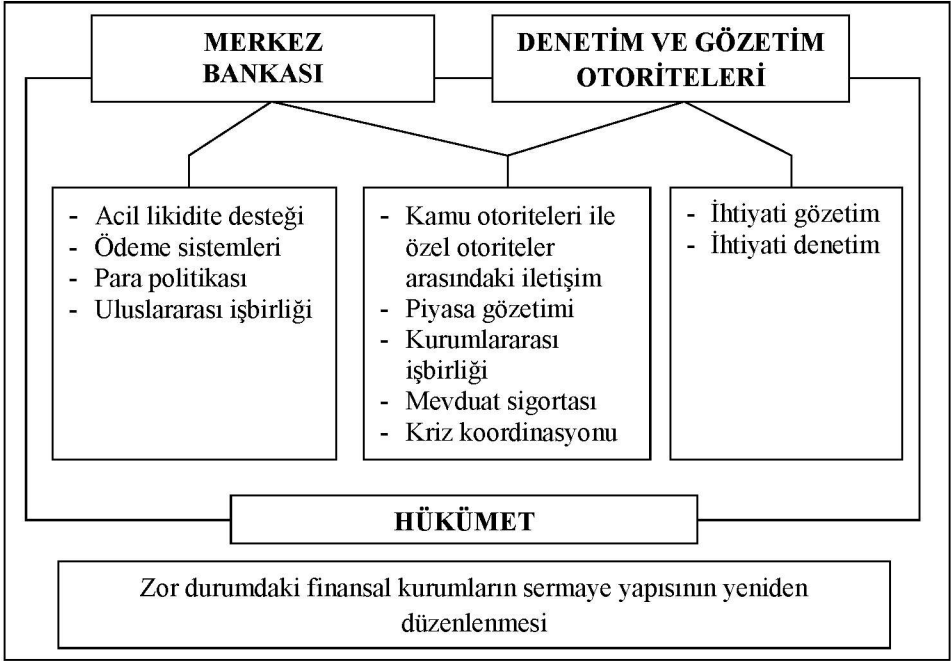
Şekil 1: Finansal sistem istikrarının korunmasına ilişkin çerçeve

Kaynak: (Houben-Kakes-Schinasi, 2004: 17)

Görüldüğü gibi finansal sistemin finansal istikrar açısından mevcut durumu, finansal istikrar politikalarının içeriğini belirleyen temel faktör konumundadır. Finansal sistemin bir istikrar alanı içinde olması durumunda hiç şüphesiz uygulanacak politikalar, finansal istikrarsızlıkların ortaya çıkmasını önleyici nitelikte olacaktır. Finansal sistemde istikrarsızlığın söz konusu olduğu bir durumda ise; finansal istikrar politikaları düzeltici ve finansal krizleri çözümleyici uygulamalar içerecektir. Ancak, finansal istikrarın çok boyutlu bir kavram olması, politika kategorileri arasındaki ayırımın nadiren belirgin olmasına yol açmaktadır (Houben-Kakes-Schinasi, 2004: 16).

Merkez bankaları tarafından finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesinde kullanılabilecek araçlar şekil 2’de sunulmuştur. Merkez bankalarının finansal istikrara yönelik olarak tek başlarına kullanabilecekleri araçların yanı sıra, aynı zamanda diğer kamu otoriteleriyle birlikte kullanabilecekleri araçları da gösteren şekil 2’de de görüldüğü gibi, merkez bankalarının finansal istikrarı sağlama ve sürdürmede kullanabileceği birden çok araç bulunmaktadır. Bu araçlar; *finansal istikrarsızlıkların ortaya çıkmasını önleyici araçlar (preventive instruments)* ve *finansal istikrarsızlıklar ortaya çıktığında bu istikrarsızlıkları çözümlenmeye yönelik tepkisel araçlar (reactive instruments)* şeklinde iki gruba ayrılabilir. Finansal istikrarsızlıkların ortaya çıkmasını önleyici araçlar, temel olarak denetim ve gözetim otoriteleri tarafından gerçekleştirilen *ihtiyati gözetim ve denetimlerdir*. Ancak bu gözetim ve denetimler, genel olarak mikro düzeyde gerçekleştirilmektedirler. Bununla birlikte, özellikle son yıllarda finansal krizlere yönelik erken uyarı sistemlerinin oluşturulmasını içeren makro ihtiyati tedbirlerin de finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesinde giderek daha fazla önem kazandığı görülmektedir (Oosterloo-De Haan, 2004: 263).

Finansal istikrarsızlıkların ortaya çıkması durumunda kullanılabilecek araçlar, söz konusu istikrarsızlıkların nedenine bağlı olarak değişecektir. Örneğin, finansal istikrarsızlığın kaynağı, sistemde yer alan finansal kurumların kısa dönemli likidite sorunlarıysa, iskonto penceresi aracılığıyla tek tek kurumlara (Estrella, 2001: 35) ya da para politikasının geçici olarak gevşetilmesiyle genel olarak piyasaya acil likidite desteği sağlanabilecek ve böylece, finansal istikrarsızlık ortadan kaldırılabilir (Oosterloo-De Haan, 2004: 263,264).

Şekil 2: Finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesinde kullanılan araçlar

Kaynak: (Estrella, 2001: pp.35-38; Padoa-Schioppa, 2003: p.288; Oosterloo-De Haan, 2004: pp.263- 265'ten yararlanılarak hazırlanmıştır.)

Finansal istikrarsızlığın arkasında yatan neden, ödeme sistemlerinde merkezi role sahip finansal kurumlardaki aksaklıklardan kaynaklanıyorsa, merkez bankaları finansal sistemin gözetimini gerçekleştirerek aksaklıkları tespit edebilecek ve ödeme sistemlerinde görülen bu aksaklıkları hafifletmeye yönelik tedbirler alabilecektir (Estrella, 2001: 37).

Şayet finansal istikrarsızlık varlık fiyatlarında meydana gelen balonlardan kaynaklanıyorsa, merkez bankalarının varlık fiyatlarına para politikasıyla müdahale etmesi ya da para politikası uygulamalarında varlık fiyatlarındaki gelişmeleri dikkate alması söz konusu olabilecektir. Literatürde para politikası uygulamalarında, enflasyon ve çıktı açığının yanı sıra, varlık fiyatlarında ortaya çıkan balonların da göz önünde bulundurulması, *rüzgâra karşı durma (leaning against the wind) politikası* olarak adlandırılmaktadır. Rüzgâra karşı durma politikası, para politikasının hedefinin varlık fiyatları olması gerektiği ya da

merkez bankası tarafından hedeflenen enflasyon ölçüsü içerisinde varlık fiyatlarının da yer alması gerektiği anlamına gelmemektedir. Bu politika, merkez bankalarının enflasyon ve çıktı açığı tahminlerine verdiği tepkilerin yanı sıra, varlık fiyatlarında görülen sapmalara da sistematik bir şekilde tepki vermesinin, makroekonomik performansı olumlu yönde etkileyeceğini ifade etmektedir (Wadhvani, 2008: 25,26).

Merkez bankaları uzun yıllar boyunca, varlık fiyatlarındaki gelişmelerin, sadece servet etkisi yoluyla toplam harcamalar ve dolayısıyla, enflasyon tahminleri üzerindeki etkisi açısından dikkate alınması gerektiğini kabul etmişlerdir. Bu çerçevede, merkez bankalarının varlık fiyatlarını hedeflememesi ve sadece varlık fiyatlarındaki balonlar patladığında, finansal piyasalarda ortaya çıkan sorunları çözümlenmek amacıyla ekonomiye müdahale etmeleri gerektiği ifade edilmiştir (Issing, 2011: 5). Dolayısıyla, rüzgâra karşı durma politikası günümüze kadar gelen süreçte şiddetli eleştirilere uğramıştır. Rüzgâra karşı durma politikasına yapılan belli başlı eleştiriler şöyle sıralanabilir (Cuaresma-Gnan, 2008: 81):

- Tinbergen kuralı dikkate alındığında, merkez bankalarının tek bir politika aracına sahip olması (faiz oranı); ancak, tek bir hedefi gerçekleştirebileceklerini ortaya koymaktadır (Issing, 2003: 3). Bu hedef hiç şüphesiz fiyat istikrarı olacaktır.
- Merkez bankaları, finansal istikrarsızlıkların algılanması konusunda piyasa katılımcılarından daha fazla bilgiye sahip değildirler.
- Merkez bankaları, enflasyon oranının düşük ve istikrarlı olduğu bir ortamda, varlık fiyatlarında ortaya çıkabilecek bir balonu önlemek için sıkılaştırıcı para politikası uygulamak istediklerinde, politik tepkilerle karşılaşabileceklerdir.
- Finansal piyasalarda bir takım dengesizliklerin olduğu bilirse de, bu dengesizlikleri ortadan kaldıracabilecek uygun politika tepkisinin belirlenmesi oldukça güçtür.

Merkez bankaları tarafından, varlık fiyatlarında ortaya çıkan balonların giderilmesine yönelik olarak uygun politika tepkisi belirlenmiş olsa da bazen yapılması gereken uygulamalar, fiyat istikrarı hedefi ile finansal istikrar hedefi arasında bir seçimi gerekli kılabilir. Bu durum, özellikle dışa açık gelişmekte olan ülkeler açısından son derece önemlidir. Varlık fiyatlarında bir balonla

karşılaştığında, sıkılaştırıcı para politikası uygulamasına başvurulması gerekmektedir. Ancak, gelişmekte olan ülkelerde aşırı sermaye girişi nedeniyle döviz kurunda bir balon ortaya çıktığında, sıkılaştırıcı para politikasıyla faiz oranlarının artırılması, ülkeye daha fazla sermaye girişine yol açacaktır (De Gregorio, 2010: 148). Dolayısıyla, böyle bir durumda para politikasının gevşetilmesi, yani faiz oranlarının düşürülmesi gerekmektedir. Bununla birlikte, gevşek bir para politikası uygulaması da fiyat istikrarı hedefinin tehlikeye girmesine sebep olabilecektir. Böyle bir durumda merkez bankaları, fiyat istikrarı hedefiyle birlikte eş anlı olarak finansal istikrar hedefine de ulaşabilmek için, zorunlu karşılık oranları gibi araçlara başvurabilecektir (Ho-Mc Cauley, 2003: 26,27). Ancak bu tür bir uygulamada merkez bankalarının fiyat istikrarına yönelik kredibilitelerini sarsmamaları ve ekonomide öngördükleri etkileri yaratabilmeleri için, gerçekleştirdikleri politika uygulamalarının gerekçelerini kamuoyuyla net bir biçimde paylaşmaları gerekmektedir. Aksi takdirde, yapılacak uygulamalar istenmeyen sonuçların ortaya çıkmasına neden olabilecektir.

Rüzgâra karşı durma politikasına yönelik olarak, özellikle son yıllarda yapılan teorik ve ampirik çalışmalar, para politikası uygulamalarındaki çok küçük değişikliklerin bile finansal istikrarsızlıkları ortadan kaldırmada başarılı olabileceğini gözler önüne sermektedir (Issing, 2011: 7,8). Rüzgâra karşı durma politikasını savunanların da belirttiği gibi, merkez bankaları finansal istikrarsızlıklara müdahale etmedikleri takdirde, varlık fiyatlarındaki balonlar patladığında faiz oranının aşırı bir biçimde düşürülmesi gerekecek ve daha sonra da faiz oranının denge düzeyine yükseltilmesinde geç kalınabilecektir. Merkez bankalarının bu şekilde asimetric davranması, ahlâki tehlikeye yol açarak gelecekte yeni finansal krizlere neden olabilecektir. Yani merkez bankaları, varlık fiyatlarında balonlarla karşılaşılmasının nedeni haline gelebilecektir (Cuaresma-Gnan, 2008: 81).

Finansal istikrarsızlıklar sonucunda bir finansal krizle karşılaşılması durumunda, temel olarak iki araçtan yararlanılabilecektir. Bunlardan ilki, mevduat sigortası; ikincisi ise, zor durumdaki finansal kurumların sermaye yapısının yeniden düzenlenmesidir. Mevduat sigortası uygulamasının asıl amacı, finansal piyasalarda yaşanan sorunlar karşısında banka hücumlarının engellenmesi olmakla birlikte, pek çok ülkede bu uygulamayla ödeyebilirliğini

ytiren bankalara destek sağlanmaktadır (Oosterloo-De Haan, 2004: 264). Mevduat sigortası uygulaması, genel olarak merkez bankalarının bir fonksiyonu değildir. Ancak, finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi açısından, merkez bankalarının mevduat sigortası kurumlarıyla yakın bir işbirliği içinde olmaları gerekmektedir (Estrella, 2001: 36).

Finansal krizler karşısında, finansal istikrarın yeniden sağlanabilmesi için yararlanılabilecek bir diğer araç, zor durumdaki finansal kurumların sermaye yapısının yeniden düzenlenmesidir. Ancak, bu tür bir uygulamanın parasal maliyeti çok yüksek olduğundan, böyle bir uygulamaya başvurulurken merkez bankaları, denetim ve gözetim otoriteleri ve hükümetin ortak karar vermesi gerekecektir (Oosterloo-De Haan, 2004: 265).

Finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesinde tüm bu araçların yanı sıra, gerek finansal istikrarsızlıklar ortaya çıkmadan, gerekse finansal istikrarsızlıklarla karşılaşıldığında, kamu otoriteleriyle özel otoriteler arasında iletişim kurulması, kurumlararası ve uluslararası işbirliğine gidilmesi ve bu yolla finansal istikrarın sağlanmasına yönelik olarak ortak hareket edilmesi söz konusu olabilecektir.

Finansal istikrarsızlıklar karşısında finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi sorumluluğunun tek başına merkez bankasına bırakılması doğru olmayacaktır. Finansal istikrar açısından, özellikle denetim ve gözetim otoritelerinin faaliyetleri de son derece önemlidir (Issing, 2011: 8). Dolayısıyla, finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi için; merkez bankaları, hükümet ve denetim ve gözetim otoriteleri arasında yakın bir işbirliği sağlanarak, finansal istikrarsızlığa neden olan faktörleri ortadan kaldıracak en uygun politika bileşimi belirlenmelidir.

4. 2001 KRİZİ SONRASINDA TÜRKİYE'DE UYGULANAN PARA POLİTİKASININ FİNANSAL İSTİKRAR ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ

Türkiye ekonomisi 2001 yılında ağır bir krizle karşı karşıya kalmıştır. Krizin ardından Merkez Bankası, *enflasyon hedeflemesi* politikasını yeni para politikası stratejisi olarak uygulamaya karar vermiştir.

Bilindiği gibi enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi için bir takım koşulların sağlanmış olması gerekmektedir. Söz konusu koşullar (Paya, 2007: 178,179):

- Merkez Bankası'nın amaç ve araç bağımsızlığına sahip olması,
- Kamu kesiminin disipline edilmesi,
- Finansal sistemin krizlere karşı dayanıklı olması,
- Parasal ücretler, döviz kurları gibi diğer parasal değişkenlere yönelik olarak kesin bir taahhüdün bulunmamasıdır.

Bu ön koşullar çerçevesinde, öncelikle Merkez Bankası'nın bağımsızlığının sağlanabilmesi için, Nisan 2001'de Merkez Bankası Kanunu'nda değişiklik yapılmış ve Merkez Bankası'nın *araç bağımsızlığına* kavuşması sağlanmıştır (Kara, 2006: 6). Ancak, 2001 krizi sonrası dönemde merkez bankasının bağımsızlığı dışında, enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi için gerekli olan diğer ön koşullar sağlanamamıştır. Bu doğrultuda Merkez Bankası, 2002 yılında *örtük enflasyon hedeflemesi* uygulamasını başlatmıştır. Örtük enflasyon hedeflemesi, enflasyon hedeflerinin kamuoyuna açıklandığı, bununla birlikte, uygulanan politikaların ayrıntılarının kamuoyuyla paylaşılmadığı bir stratejidir. Örtük enflasyon hedeflemesinde merkez bankası, enflasyon hedeflemesi politikası sanki uygulamadymış gibi davranmaktadır (Kara, 2006: 3).

Örtük enflasyon hedeflemesinin uygulandığı 2002-2005 dönemi boyunca, enflasyonun düşürülmesi konusunda ciddi kazanımlar elde edilmiştir. 2002-2010 dönemi itibarıyla hedeflenen ve gerçekleşen enflasyon (TÜFE) oranlarını gösteren tablo 2'den de rahatlıkla görülebileceği gibi, enflasyon oranları 2002-2005 yılları arasında sürekli olarak hedeflerin altında gerçekleşmiştir.

Tablo 2: Yıllık TÜFE değişim oranları ve enflasyon hedefleri

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Hedef	35	20	12	8	5	4	4	7,5	6,5
Gerçekleşme	29,7	18,4	9,3	7,7	9,7	8,4	10,1	6,5	6,4

Kaynak: (TCMB, 2011a)

2002-2005 döneminde enflasyon oranlarında yaşanan düşüşün yanı sıra, yüksek ekonomik büyüme oranlarına ulaşılmıştır.

Tablo 3: Ekonomik büyüme oranları

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
GSYİH, Yıllık % Değişim	6,16	5,27	9,36	8,40	6,89	4,67	0,66	-4,83	8,95

Kaynak: (TCMB, 2011b)

2002-2010 dönemi itibarıyla GSYİH artış oranlarını gösteren Tablo 3 incelendiğinde, örtük enflasyon hedeflemesinin uygulandığı 2002-2005 arası dönemde ekonomik büyümenin sürekli olarak yüzde 5'in üzerinde gerçekleştiği görülmektedir.

Örtük enflasyon hedeflemesi uygulaması sonucunda, gerek enflasyon gerekse ekonomik büyüme açısından olumlu sonuçlar elde edilmesi, 2006 yılından itibaren *açık enflasyon hedeflemesi* uygulamasına geçilmesini sağlamıştır. Açık enflasyon hedeflemesinde, enflasyon hedefi nokta hedefi şeklinde üç yıllık olarak belirlenmiştir. Hedefi enflasyon oranının TÜFE ile ölçülmesi nedeniyle; petrol fiyatlarındaki gelişmeler, uluslararası likidite koşulları, küresel risk algılamalarındaki değişiklikler ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki öngörülemeyen hareketler gibi unsurlar, enflasyonda dalgalanmalar yaratabilecek niteliktedir. Dolayısıyla, enflasyona yönelik olarak nokta hedefin tam olarak tutturulma olasılığı hemen hemen sıfırdır. Bu doğrultuda, Merkez Bankası açık enflasyon hedeflemesi uygulamasında nokta hedefle birlikte, aynı zamanda bir *belirsizlik aralığı* da tespit etmeye başlamıştır (TCMB, 2005: 4-7).

Açık enflasyon hedeflemesinin uygulamaya konulduğu 2006 yılından günümüze kadar gelen süreç incelendiğinde, 2006-2008 arası dönemde enflasyon hedeflerinin tutturulamadığı görülmektedir (Tablo 2). Ancak bu durum, büyük ölçüde para politikası uygulaması dışında, küresel gelişmelerden (petrol, gıda ve diğer emtia fiyatlarındaki artışlar) kaynaklanmıştır (TCMB, 2008: 2; TCMB, 2009: 3). 2009 ve 2010 yıllarında ise, Küresel Ekonomik Krizi'nde etkisiyle enflasyon, hedeflenen düzeylerin altında gerçekleşmiştir (Tablo 2). Dolayısıyla, 2001 Krizi sonrasında uygulanan para politikası

stratejisi, enflasyonun tek haneli seviyelere düşürülmesinde büyük ölçüde başarılı olmuştur (Başçı-Kara, 2011: 3).

2001 Krizi sonrası dönemde Merkez Bankası, temel olarak fiyat istikrarı hedefine odaklanmıştır. Bununla birlikte, 2010 yılının ortalarından itibaren küresel krizin bir sonucu olarak iç ve dış talepteki hızlı ayrışmanın, kısa vadeli sermaye girişleriyle cari işlemler dengesini olumsuz yönde etkilediği ifade edilmeye başlanmıştır. Söz konusu gelişmelerle birlikte, finansal istikrara ilişkin risklerin arttığı belirtilmiş ve bu nedenle para politikası uygulamasında alternatif politika araçlarının bir arada kullanılmasının gerekliliği ortaya çıkmıştır (Başçı-Kara, 2011: 4).

Merkez Bankası, 2010 yılının son çeyreğinden itibaren fiyat istikrarı hedefiyle birlikte, aynı zamanda finansal istikrar hedefini de taşıyan yeni bir para politikası uygulaması başlatmıştır. Daha düşük politika faizi, daha geniş bir faiz koridoru ve daha yüksek zorunlu karşılık oranlarından oluşan bu yeni politika bileşimi çerçevesinde yapılan düzenlemeler şöyle sıralanabilir (TCMB, 2011c: 105, 106; TCMB, 2011d: 87,88):

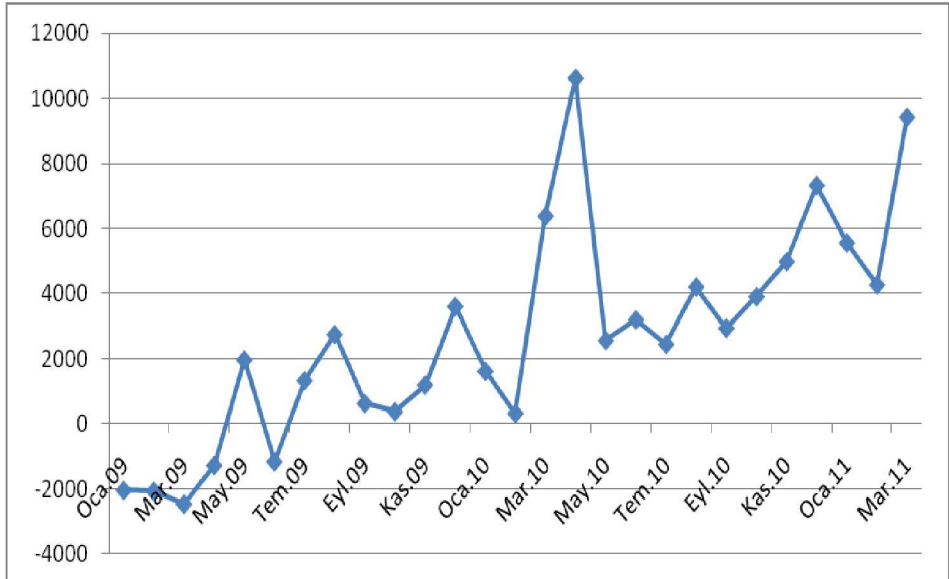
- 2010 yılı Aralık ayı ve 2011 yılı Ocak ayında politika faizi olan 1 hafta vadeli repo ihale faiz oranı yüzde 7'den yüzde 6,25'e düşürülmüştür.
- Gecelik borç alma faiz oranı yüzde 1,5'e düşürülmüş, borç verme faiz oranı ise; yüzde 9'a çıkarılmıştır. Böylece, borç alma ve borç verme faiz aralığı genişletilmiştir.
- 2010 yılı Eylül ayında, Türk Lirası zorunlu karşılıklara faiz ödemesi uygulaması sonlandırılmıştır. Bu oranlar, 2010 yılı Eylül ve Kasım aylarında 0,50'şer puan artırılmış; Aralık ayında ise, vadelere göre farklılaştırılmıştır. Yapılan düzenlemeyle birlikte, kısa vadeli yükümlülükler için zorunlu karşılık oranları artırılmış, bankaların birbirleriyle ve Merkez Bankası'yla yaptıkları hariç tutulmak üzere, repo işlemlerinden sağlanan fonlar da zorunlu karşılık kapsamı içine alınmıştır. 2011 yılı Ocak ayında, zorunlu karşılık oranları tekrar artırılmıştır. Son olarak 21 Nisan'da alınan kararlarla birlikte, zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalaması yüzde 13,5'e yükseltilmiştir.

Yapılan bu düzenlemeler sonucunda, piyasadan yaklaşık olarak 40 milyar TL'lik likiditenin çekileceği öngörülmüştür.

Merkez Bankası, uygulamaya koyduğu bu yeni politika stratejisinde, makro finansal dengesizlikleri azaltmak için iki ara hedef belirlemiştir. Söz konusu hedefler; *kısa vadeli sermaye girişlerinin azaltılması* ve *kredi genişlemesinin yavaşlatılmasıdır* (Başçı-Kara, 2011: 3). Politika faiz oranlarının düşük tutulmasıyla birlikte, kısa vadeli sermaye girişlerinin düşürülmesi; zorunlu karşılık oranlarının yükseltilmesi ve vadelere göre farklılaştırılmasıyla da, kredilerdeki artışın yavaşlatılması öngörülmüştür.

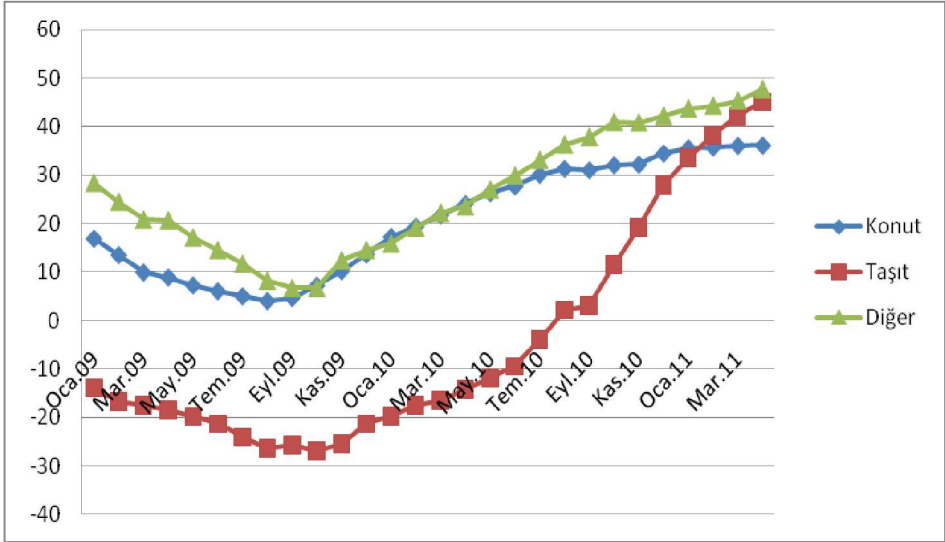
Ocak 2009-Mart 2011 tarihleri arasında aylık portföy yatırımları ve diğer kısa vadeli sermaye girişlerinin toplamını gösteren Grafik 1'den de görüldüğü gibi, yapılan uygulamalar sonucunda portföy yatırımları ve diğer kısa vadeli sermaye girişleri, 2011 yılı Ocak ve Şubat aylarında bir miktar düşüş göstermiş; ancak, Mart ayında tekrar yükselmeye başlamıştır. Dolayısıyla, yeni para politikası bileşimi çerçevesinde henüz kısa vadeli sermaye girişlerinin istenilen düzeyde azaltılamadığı söylenebilir.

Grafik 1: Portföy yatırımları ve diğer kısa vadeli sermaye girişleri (Milyon \$)



Uygulamaya konulan yeni para politikasıyla, kısa vadeli sermaye girişlerinin azaltılmasının yanı sıra, yurtiçi kredi genişlemesinin yavaşlatılması da hedeflenmiştir. Ancak, bu konuda da henüz kayda değer bir iyileşme sağlanamamıştır. Ocak 2009-Nisan 2011 tarihleri arasında mevduat bankaları tarafından verilen tüketici kredilerindeki yıllık yüzde değişimi gösteren Grafik 2'den de rahatlıkla anlaşıldığı gibi, 2008 yılında yaşanan Küresel Ekonomik Kriz'in etkilerinin hafiflemeye başladığı 2010 yılı Ocak ayından itibaren, tüketici kredileri artmaya başlamıştır. Tüketici kredilerindeki söz konusu artış, Nisan ayı sonu itibarıyla halen devam etmektedir.

Grafik 2: Mevduat bankaları tarafından verilen tüketici kredileri (yıllık yüzde değişim)

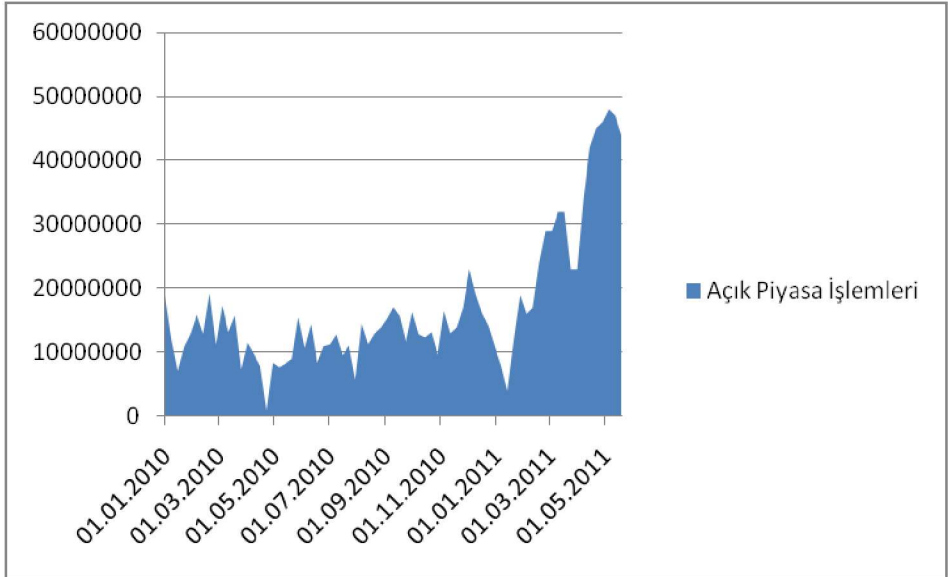


Kaynak: (TCMB, 2011f)

Enflasyon hedeflemesi uygulamasında, merkez bankaları önceden ilan etmiş oldukları faiz oranından piyasaya likidite vermeyi taahhüt etmektedirler. Dolayısıyla, bu tür bir uygulamada zorunlu karşılık oranlarındaki artış karşısında, bankaların artan likidite ihtiyaçlarını merkez bankasından borçlanarak karşılayacakları ve kredi davranışlarını değiştirmeyecekleri beklenebilir (Başçı-Kara, 2011: 7). Nitekim, yeni para politikası stratejisinin

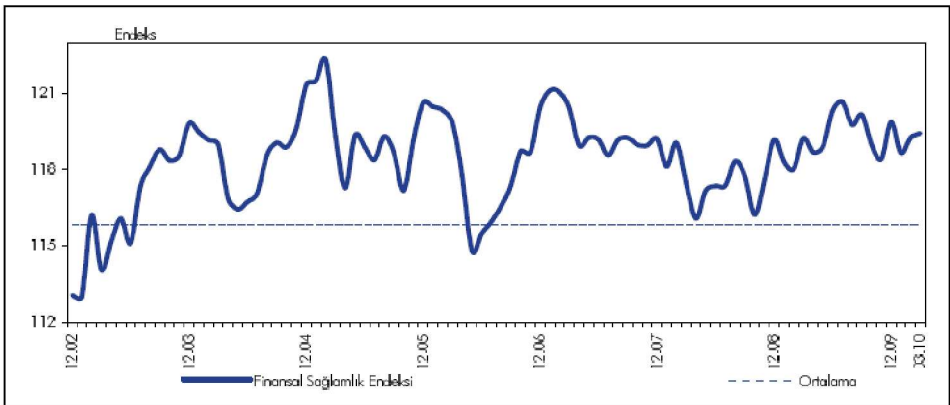
uygulamaya konulmasıyla birlikte, Merkez Bankası tarafından açık piyasa işlemleriyle piyasaya sağlanan likiditenin ciddi bir biçimde artması, bu durumu gözler önüne sermektedir (Grafik 3). Bununla birlikte, Merkez Bankası fonlamasının 1 haftalıkken mevduatın ortalama vadesinin 50 gün olduğu dikkate alındığında, bankalar ortaya çıkan vade uyumsuzluğu nedeniyle ilave faiz riskini yüklenmek zorunda kalacaklardır. Dolayısıyla, söz konusu faiz riski ya kredi faizlerine yansıtılacak ya da krediler doğrudan kısılabilecektir. Böyle bir uygulama sonucunda ise, kredilerin artış hızının yavaşlaması beklenebilecektir (Başçı-Kara, 2011: 7). Ancak, Merkez Bankası tarafından yeni para politikası stratejisinin uygulamaya konulmasıyla birlikte, henüz böyle bir etkinin ortaya çıkmadığı söylenebilir.

Grafik 3: Açık piyasa işlemleri (Haftalık, Bin TL)



(Grafik 4) endeksin söz konusu dönem boyunca dalgalı bir seyir izlediği ifade edilebilir. 2002 yılının sonundan itibaren artmaya başlayan endeks, dönem boyunca genel olarak ortalama değerin üzerinde gerçekleşmiştir. Dolayısıyla, 2001 Krizi sonrası dönemde merkez bankasının fiyat istikrarı hedefine odaklanması ve enflasyonun tek haneli seviyelere düşürülmesi, finansal istikrarı da olumlu yönde etkilemiştir. Yani bu dönemde, fiyat istikrarının sağlanmasının finansal istikrarın sağlanmasına da katkıda bulunduğu belirtilebilir. Finansal sağlamlık endeksi, özellikle küresel krizin etkilerinin hissedilmeye başladığı 2008 yılında, önceki yıllara göre daha düşük değerler almıştır. 2009 ve 2010 yıllarında endekste belli bir artış olmakla birlikte, dalgalı seyrinde herhangi bir değişiklik olmamıştır. Endeks, 2011 yılı Mart ayı itibarıyla 2010 yılı sonuna göre yükselerek Ocak 2004-Mart 2011 ortalamasına ulaşmıştır. Bununla birlikte, özellikle son dönemde iç ve dış talep arasındaki farklılığın belirginleşmesi, tüketici kredilerinin hızlanması ve artan cari açık, finansal istikrara yönelik riskleri de artırmaktadır. Dolayısıyla, önümüzdeki dönemde finansal istikrarın sağlanabilmesi için, merkez bankası tarafından alınan önlemlerin yanı sıra, diğer otoriteler tarafından da finansal piyasalara yönelik yeni düzenlemelerin yapılması kritik bir önem taşımaktadır (TCMB, 2011h: 38).

Grafik 4: Finansal sağlamlık endeksi*



* Ortalama finansal sağlamlık endeksinin Aralık 1999-Mart 2010 ortalamasını göstermektedir.

Kaynak: (TCMB, 2010: s. 83)

Yapılan tüm bu açıklamalar çerçevesinde, Türkiye’de son dönemde uygulamaya konulan rüzgâra karşı durma politikası olarak nitelendirilebilecek para politikası bileşiminin, fiyat istikrarıyla birlikte finansal istikrara eş anlamlı olarak ulaşılmaması açısından olumlu bir adım olduğu belirtilebilir. Ancak, Merkez Bankası’nın politika araçlarını birbirine zıt bir biçimde kullanması, başka bir ifadeyle, bir taraftan zorunlu karşılık oranlarını artırırken diğer taraftan politika faiz oranını düşürmesi ve açık piyasa işlemleriyle piyasaya likidite vermesi kamuoyunda yanlış anlaşılmalara yol açabilecek niteliktedir. Dolayısıyla, Merkez Bankası’nın fiyat istikrarına ilişkin kredibilitesini sarsmaması, enflasyonun düşürülmesi konusunda elde ettiği kazanımları koruyabilmesi ve aynı zamanda finansal istikrara katkı sağlayabilmesi için, uygulamaya koyduğu yeni politika bileşiminin nedenlerini ve ekonomi üzerinde hangi kanallardan etkili olarak fiyat istikrarıyla birlikte finansal istikrarı sağlayacağını net bir biçimde kamuoyuna açıklaması gerekmektedir. Ayrıca, daha önceki bölümlerde de ifade edildiği gibi, finansal istikrarı sağlama görevinin yalnız Merkez Bankası’na bırakılması doğru bir yaklaşım değildir. Merkez Bankası ile birlikte finansal piyasaların denetim ve gözetiminden sorumlu otoritelerin de (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu, Sermaye Piyasası Kurulu) finansal istikrarın sağlanmasına yönelik tedbirler almaları ve Merkez Bankası’yla koordineli bir biçimde hareket etmeleri şarttır.

SONUÇ

Küreselleşme süreciyle birlikte dünya ekonomisinde ortaya çıkan gelişmeler, finansal piyasaları ve finansal piyasalardaki sorunları giderek daha önemli hale getirmiştir. Günümüzde herhangi bir ülkenin finansal piyasasında yaşanan istikrarsızlıklar, çok kısa bir süre içinde diğer ülkelere de sıçrayabilmekte ve sonuçta, küresel düzeyde krizlerle karşılaşabilmektedir.

Küresel kriz, finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi açısından istikrarlı bir fiyat düzeyinin tek başına yeterli olmadığını açık bir biçimde ortaya koymuştur. Bu doğrultuda, merkez bankalarının finansal istikrara ilişkin rolleri yoğun bir biçimde tartışılmaya başlanmış; finansal piyasalarda yaşanan sorunlar karşısında, krizler ortaya çıkmadan önce çeşitli önlemlerin alınması gereği üzerinde önemle durulmuştur. Söz konusu süreçte pek çok merkez bankası,

politika uygulamalarında fiyat istikrarının yanı sıra, finansal istikrar hedefini de göz önünde bulundurmaya başlamıştır.

Gerçek hayatta yaşanan bu gelişmelere paralel olarak, ekonomi literatüründe de finansal istikrar-para politikası ilişkisi 2000’li yıllara kadar dar bir çerçevede ele alınmış ve para politikası aracılığıyla fiyat istikrarının sağlanmasının, tek başına finansal istikrar için de yeterli olduğu görüşü hâkim olmuştur. Buna karşılık, 2000’li yılların başından itibaren finansal istikrar açısından fiyat istikrarının sağlanmasının her zaman yeterli olmayabileceği ve bazı durumlarda merkez bankalarının uygulayacağı aktif politikalara ihtiyaç duyulabileceği hususu öne çıkarılmaya başlanmıştır. Bu doğrultuda ortaya atılan rüzgâra karşı durma politikasıyla, merkez bankalarının enflasyon ve çıktı açığının yanı sıra, varlık fiyatlarındaki gelişmeleri de göz önünde bulundurmasının, finansal istikrarı olumlu yönde etkileyeceği ifade edilmiştir. Bu politika, özellikle küresel krizden sonra gelişmiş ve gelişmekte olan pek çok ülkede farklı araçlarla uygulamaya konulmuştur.

2001 Krizi sonrasında Türkiye’de fiyat istikrarı hedefini gerçekleştirmek üzere; 2002-2005 yılları arasında *örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi*, 2005 yılından günümüze kadar gelen süreçte ise; *açık enflasyon hedeflemesi stratejisi* uygulanmıştır. Uygulamaların sonucunda, enflasyon tek haneli rakamlara düşürülerek, fiyat istikrarının sağlanmasında önemli bir başarı elde edilmiştir. 2008 Küresel Krizi; pek çok ülkede olduğu gibi Türkiye’de de finansal piyasalardaki sorunların daha dikkatli bir biçimde incelenmesine neden olmuştur. Merkez Bankası, 2010 yılının son çeyreğinden itibaren fiyat istikrarıyla birlikte, finansal istikrarı da eş anlolu olarak gerçekleştirmeyi hedefleyen bir politika bileşimini uygulamaya başlamıştır. Rüzgâra karşı durma politikası olarak nitelendirilebilecek bu yeni politika bileşiminde, kısa vadeli sermaye girişleri ve yurtiçi kredi genişlemesinin finansal istikrarsızlığa yol açabilecek en önemli faktörler olduğu belirtilerek, kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmak üzere politika faiz oranları düşürülmüş; kredi genişlemesini yavaşlatmak için ise, zorunlu karşılık oranları artırılmıştır. Uygulamaya konulan bu yeni politikanın, fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerindeki etkisini değerlendirmek için henüz erken olmakla birlikte, Merkez Bankası’nın politika araçlarını birbirine zıt bir biçimde kullanmasının kamuoyunda yanlış anlaşılmalara yol açabileceği açıktır. Dolayısıyla, fiyat istikrarı açısından elde

edilen kazanımların kaybedilmemesi ve fiyat istikrarıyla birlikte finansal istikrar hedefine de ulaşılabilmesi için, Merkez Bankası tarafından yapılan uygulamaların kamuoyuna kesin bir biçimde açıklanması ve Merkez Bankası'nın yanı sıra, finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesinden sorumlu diğer otoritelerin de gerekli önlemleri alması şarttır. Aksi takdirde, uygulamaya konulan bu yeni politika bileşimi, istenmeyen sonuçlara yol açabilecek ve fiyat istikrarında sağlanan başarıların da kaybedilmesine neden olabilecektir.

KAYNAKÇA

- Allen, W. A.-G. Wood (2006), "Defining and Achieving Financial Stability", **Journal of Financial Stability**, Vol.2, Iss.2, pp.152-172.
- Başçı, E.-H. Kara (2011), "Finansal İstikrar ve Para Politikası", **Merkez Bankası Çalışma Tebliği**, No. 11/08, <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/2011/WP1108.pdf>, 02.05.2011.
- Borio, C. (2005), "Monetary and Financial Stability: So Close and Yet So Far?", **National Institute Economic Review**, No.192, pp. 84-101.
- Borio, C. (2006), "Monetary and Financial Stability: Here to Stay?", **Journal of Banking and Finance**, Vol. 30, Iss.12, pp. 3407-3414.
- Borio, C.-M. Drehmann (2009), "Towards an Operational Framework for Financial Stability: "Fuzzy" Measurement and Its Consequences", **BIS Working Papers**, No. 284, <http://www.bis.org/publ/work284.pdf>, 01.04.2011.
- Čihák, M. (2006), "How Do Central Banks Write on Financial Stability?", **IMF Working Paper**, No. 06/163, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06163.pdf>, 05.05.2011.
- Crockett, A. (2003), "Central Banking Under Test?", **Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle: Five Views**, BIS Papers No.18, <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap18.pdf>, 21.03.2011.
- Cuaresma, J. C.-E. Gnan (2008), "Four Monetary Policy Strategies in Comparison: How to Deal with Financial Instability?", **Monetary Policy & the Economy Q3/08**, http://www.oenb.at/en/img/mop_2008_3_cuaresma_gnan_tcm16-92369.pdf, 20.04.2011.
- Das, D. K. (2010), "Globalisation: Past and Present", **Economic Affairs**, Vol. 30, Iss.1, pp.66-70.
- De Gregorio, J. (2010), "Monetary Policy and Financial Stability: An Emerging Markets Perspective", **International Finance**, Vol.13, Iss.1, pp.141-156.
- Delice, G. (2007), **Uluslararası Finansal Kuruluşlar ve Finansal İstikrar Sorunu**, 1. Basım, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara.
- Doğan, S. (2009), "Küreselleşme, Finansal Kriz Olgusu ve İstikrar", **Güncel Ekonomik Sorunlar: Global Kriz**, Ed: S. Uzunoğlu, Literatür Yayınları, İstanbul, s.17-46.
- Estrella, A. (2001), "Dealing with Financial Instability: The Central Bank's Tool Kit", **Economic Review**, http://www.riksbank.com/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Artiklar_P_V/er01_2_artikel4.pdf, 05.04.2011, pp.34-49.

- Gudmundsson, M. (2008), "Financial Globalisation: Key Trends and Implications for the Transmission Mechanism of Monetary Policy", **Financial Market Developments and Their Implications for Monetary Policy**, BIS Papers No.39, <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap39c.pdf>, 20.03.2011.
- Ho, C.-R. N. Mc Cauley (2003), "Living with Flexible Exchange Rates: Issues and Recent Experience in Inflation Targeting Emerging Market Economies", **BIS Working Papers**, Working Paper No.130, <http://www.bis.org/publ/work130.pdf>, 01.04.2011.
- Houben, A.-J. Kakes-G. Schinasi (2004), "Towards a Framework for Safeguarding Financial Stability", **IMF Working Paper**, Working Paper No. 04/101, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04101.pdf>, 25.04.2011.
- Issing, O. (2003), "Monetary and Financial Stability: Is There a Trade-off?", **Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle: Five Views**, BIS Papers No.18, <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap18.pdf>, 25.03.2011.
- Issing, O. (2011), "Lessons for Monetary Policy: What Should the Consensus Be?", **IMF Working Paper**, Working Paper No.11/97, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1197.pdf>, 07.05.2011.
- Kara, A. H. (2006), "Turkish Experience with Implicit Inflation Targeting", **Central Bank of Turkey Research and Monetary Policy Department Working Paper**, Working Paper No.06/03, <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/WP0603.pdf>, 15.05.2011.
- Koch, E. (2000), **Globalisierung der Wirtschaft**, Verlag Franz Vahlen, München/Deutschland.
- Oosterloo, S.-J. De Haan (2004), "Central Banks and Financial Stability: A Survey", **Journal of Financial Stability**, Vol.1, Iss.2, pp.257-273.
- Padoa-Schioppa, T. (2003), "Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in Between", **The Transformation of the European Financial System**, Ed: V. Gaspar, P. Hartmann, O. Sleijpen, European Central Bank, Germany, <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/transformationeuropeanfinancialsystemen.pdf>, 01.04.2011, pp.269-310.
- Paya, M. (2007), **Para Teorisi ve Politikası**, Gözden Geçirilmiş ve Genişletilmiş 4. Baskı, Filiz Kitabevi, İstanbul, 2007.
- Schinasi, G. J. (2003), "Responsibility of Central Banks for Stability in Financial Markets", **IMF Working Paper**, No.03/121, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp03121.pdf>, 05.05.2011.
- Schinasi, G. J. (2004), "Defining Financial Stability", **IMF Working Paper**, No. 04/187, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04187.pdf>, 03.05.2011.
- Sinclair, P. J. N. (2000), "Central Banks and Financial Stability", **Bank of England Quarterly Bulletin**, Vol.40, pp. 377-391.
- TCMB (2005), "Enflasyon Hedflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası", <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2005/DUYU2005-56.pdf>, 15.05.2011.
- TCMB (2008), "Enflasyon Raporu 2008-I", <http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/enfocak2008.pdf>, 19.05.2011.
- TCMB (2009), "Enflasyon Raporu 2009-I", <http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/enfocak2009.pdf>, 19.05.2011.

- TCMB (2010), “Finansal İstikrar Raporu-Mayıs 2010”, http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/finist/Fir_TamMetin10.pdf, 20.05.2011.
- TCMB (2011a), “TÜFE Değişim Oranları ve Enflasyon Hedefleri”, www.tcmb.gov.tr, 18.05.2011.
- TCMB (2011b), “GSYİH Yıllık Artış Oranları”, www.tcmb.gov.tr, 18.05.2011.
- TCMB (2011c), “Enflasyon Raporu 2011-I”, <http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/enf-ocak2011.pdf>, 10.05.2011.
- TCMB (2011d), “Enflasyon Raporu 2011-II”, http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/enf-nisan2011_tam.pdf, 10.05.2011.
- TCMB (2011e), “Ödemeler Dengesi İstatistikleri”, www.tcmb.gov.tr, 20.05.2011.
- TCMB (2011f), “Mevduat Bankaları Tüketici Kredileri”, www.tcmb.gov.tr, 20.05.2011.
- TCMB (2011g), “Merkez Bankası Analitik Bilançosu”, www.tcmb.gov.tr, 20.05.2011.
- TCMB (2011h), “Finansal İstikrar Raporu-Mayıs 2011”, http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/finist/Fir_TamMetin12.pdf, 30.05.2011.
- Wadhvani, S. (2008), “Should Monetary Policy Respond to Asset Price Bubbles? Revisiting the Debate?”, **National Institute Economic Review**, Vol.206, No.1, pp.25-34.