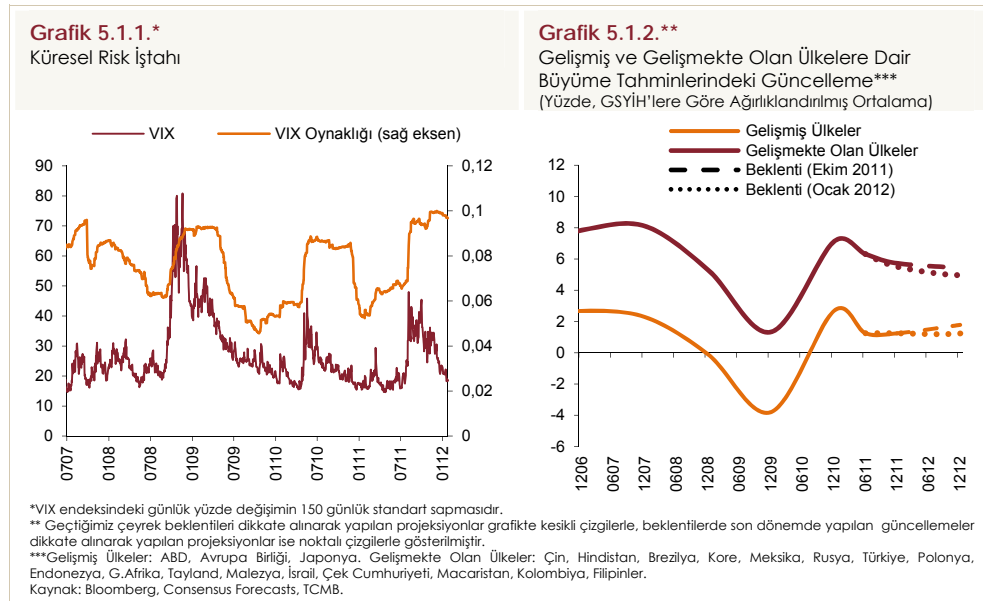


5. Finansal Piyasalar ve Finansal Aracılık

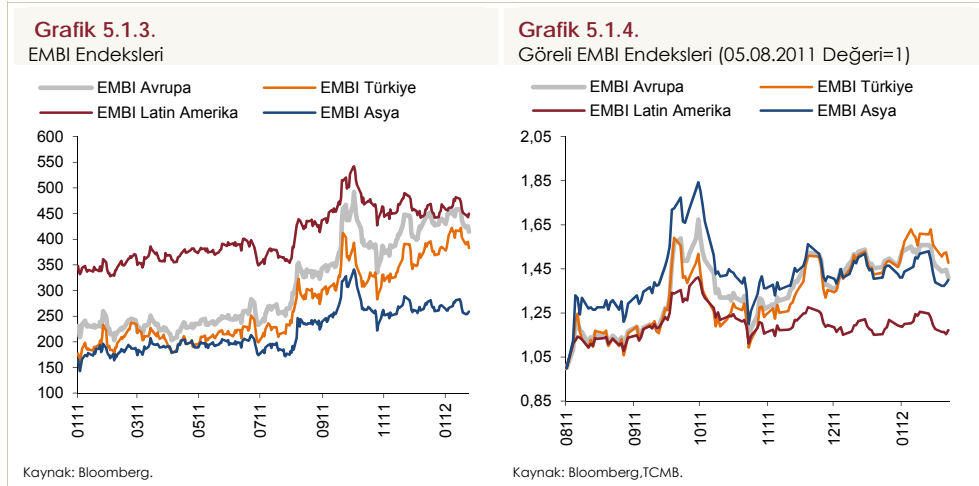
5.1. Finansal Piyasalar

Yılın son çeyreğinde açıklanan veriler küresel ekonomiye ilişkin aşağı yönlü risklerin devam ettiğine işaret etmektedir. Euro Bölgesi'ndeki kamu borçlarının sürdürülebilirliğine dair endişelerin devam etmesi ve sorunların İtalya ve İspanya gibi bölgenin büyük ekonomilerinde de belirginleşmesi aşağı yönlü risklerin artmasında etkili olmuştur. Euro Bölgesi'ndeki bazı ülkelerin ve bankaların kredi notlarının düşürülmesi de sorunların büyümesine katkıda bulunmuştur. Küresel riskleri azaltmak amacıyla gelişmiş ülke merkez bankaları birbirleriyle gerçekleştirdikleri para takaslarının sürelerini uzatmış ve maliyetlerini düşürmüşlerdir. Ayrıca Avrupa Merkez Bankası bölge ekonomisini canlandırmak amacıyla Euro Bölgesi'ndeki bankalara 3 yıl vadeli repo fonlama imkanı tanımış ve tahvil alım programını sürdürmüştür. Alınan önlemlere rağmen küresel risk iştahının oynaklığının tarihsel olarak yüksek seviyelerde seyrettiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.1). Öte yandan, 2011 yılının son çeyreğinde gelişmiş ülkelere yaşanan sorunlar gelişmekte olan ülkelere de olumsuz olarak yansımış ve büyüme beklentileri aşağı yönlü güncellenmiştir (Grafik 5.1.2).

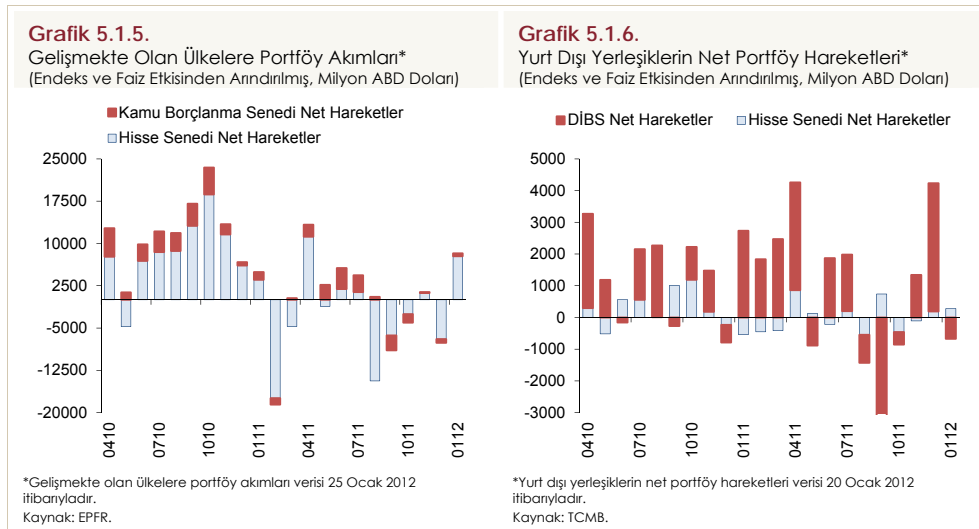


Yılın son çeyreğinde Euro Bölgesi ülkelerinde sorunların artarak devam etmesinin etkisiyle gelişmekte olan ülkelere ilişkin risk algılamaları bozulma eğilimini sürdürmüştür. Bu dönemde özellikle, Avrupa ülkeleri ile olan etkileşimlerinin yüksek olmasına bağlı olarak, gelişmekte olan Doğu Avrupa

Ülkelerinin risk primlerinin artış gösterdiği gözlenmektedir (Grafik 5.1.3). Benzer şekilde, Türkiye'nin risk priminin de arttığı görülmüştür (Grafik 5.1.4).

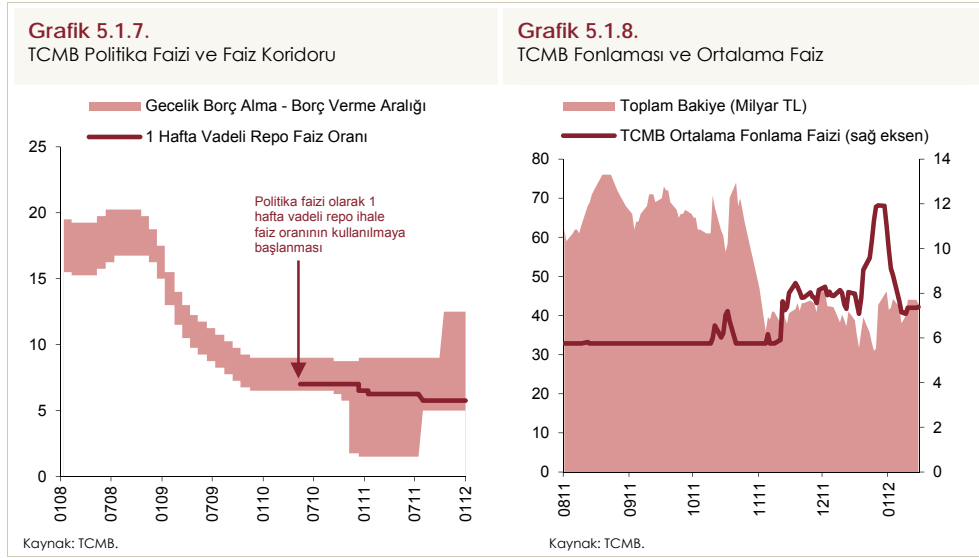


Küresel risk algılamalarındaki olumsuz seyir gelişmekte olan ülkelere portföy yatırımı biçimindeki sermaye girişleri üzerinde de etkili olmuştur (Grafik 5.1.5). 2011 yılının son çeyreğinde gelişmekte olan ülkelerde büyümeye dair endişelerin sürmesinin etkisiyle hisse senedi piyasasında daha belirgin olmak üzere sermaye çıkışlarının devam ettiği gözlenmektedir. Ancak son dönemde gelişmiş ülkelerde düşük faiz politikasının belirli bir süre daha devam edeceği beklentisinin ağırlık kazanmasıyla gelişmekte olan ülkelere portföy akımları hızlanmıştır. Türkiye'de ise son dönemde yurt dışı yerleşiklerin DİBS piyasasına önemli miktarda yatırım yaptıkları gözlenmektedir (Grafik 5.1.6). Bu gelişmede özellikle piyasa faizlerinin oldukça yükselmiş olmasının ve ima edilen kur oynaklığının düşük seviyelerde seyretmesinin etkili olduğu düşünülmektedir.



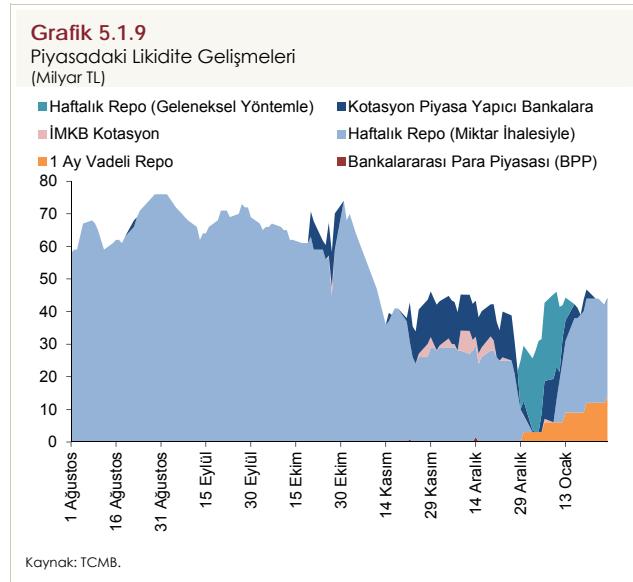
Para Politikası Uygulamaları

Yılın son çeyreğinde küresel risk iştahının bozulmasıyla Türk lirasında gözlenen aşırı değer kaybı ve fiyatı yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki ayarlamalar enflasyonda öngörülenden daha hızlı bir yükselişe neden olmuştur. TCMB, bu durumun orta vadeli enflasyon beklentilerini ve görünümünü olumsuz etkilemesini engellemek amacıyla, Ekim ayından itibaren güçlü bir parasal sıkılaştırmaya gitmiştir. Bu çerçevede, gecelik borç verme faizleri 350 baz puan artırılarak faiz koridoru yukarı doğru genişletilmiştir (Grafik 5.1.7). Ayrıca, haftalık repo faiz oranından yapılan bir hafta vadeli fonlama miktarı düşürülerek piyasaya sağlanan likiditenin ağırlıklı ortalama faizi yükseltilmiştir (Grafik 5.1.8). Bunun yanında, TCMB 29 Aralık tarihinden itibaren bir hafta süre ile ek sıkılaştırmaya giderek politika faizinden yapılan fonlama miktarını geçici bir süre için azaltmış ve geleneksel ihale yöntemiyle gün içi bir hafta vadeli repo fonlaması yapmaya başlamıştır. Bu ihalelerde faizlerin piyasa tarafından belirlenmesi fonlama maliyetinin artmasını sağlamıştır. Ayrıca döviz satım ihaleleri ve doğrudan müdahalelerin de sterilize edilmemesi ek sıkılaştırmaya katkıda bulunmuştur (Kutu 5.1).



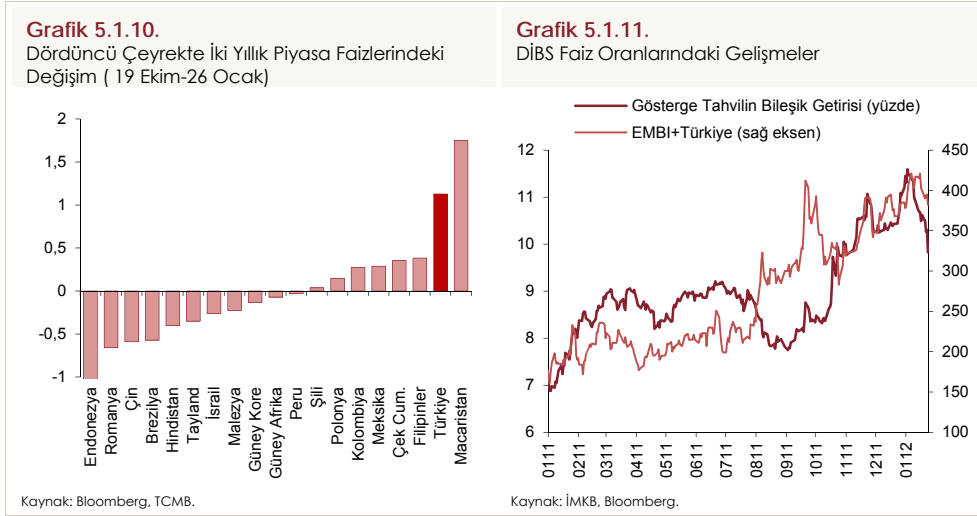
TCMB yeni para politikası çerçevesinde, bankaların likidite yönetimlerini kolaylaştırmak ve toplam fonlama maliyetlerini öngörebilmelerine yardımcı olmak amacıyla bir hafta vadeli repo ihalesi ile sağlamayı planladığı asgari fonlama miktarını açıklamaktadır. Ayrıca, TCMB bir hafta vadeli repo ihalelerine ek olarak küresel ekonomik gelişmelerin olumsuz etkilerini sınırlamak ve likiditenin daha etkin dağılmasına katkıda bulunmak amacıyla her hafta Cuma günü

geleneksel yöntemle bir ay vadeli repo ihaleleri düzenlemeye başlamıştır. Bunun yanında, TCMB bankaların likidite ihtiyaçlarının daha kalıcı ve esnek bir şekilde karşılanması amacıyla Türk lirası yükümlülükler için zorunlu karşılık oranlarını düşürmüş ve karşılıkların YP cinsinden tutulabilme oranını yüzde 20'den yüzde 40'a yükseltmiştir. Ayrıca bankaların likidite yönetimine esneklik sağlamak amacıyla Türk lirası zorunlu karşılıkların en fazla yüzde 10'unun altın cinsinden tutulabilmesine olanak sağlamıştır. Bu önlemler piyasadaki likidite açığını azaltıcı yönde etki etmiştir. Yılın son çeyreğinde devam eden döviz satım ihaleleri ve döviz müdahaleleri ise piyasadaki likidite açığını artırıcı yönde olmuştur. Bu etkiler netleştirildiğinde piyasadaki likidite açığının bir önceki çeyreğe göre azaldığı gözlenmiştir (Grafik 5.1.9). Bu dönemde Hazine'nin TCMB nezdindeki ortalama hesap bakiyesi de azalarak likidite açığının daralmasına katkıda bulunmuştur.

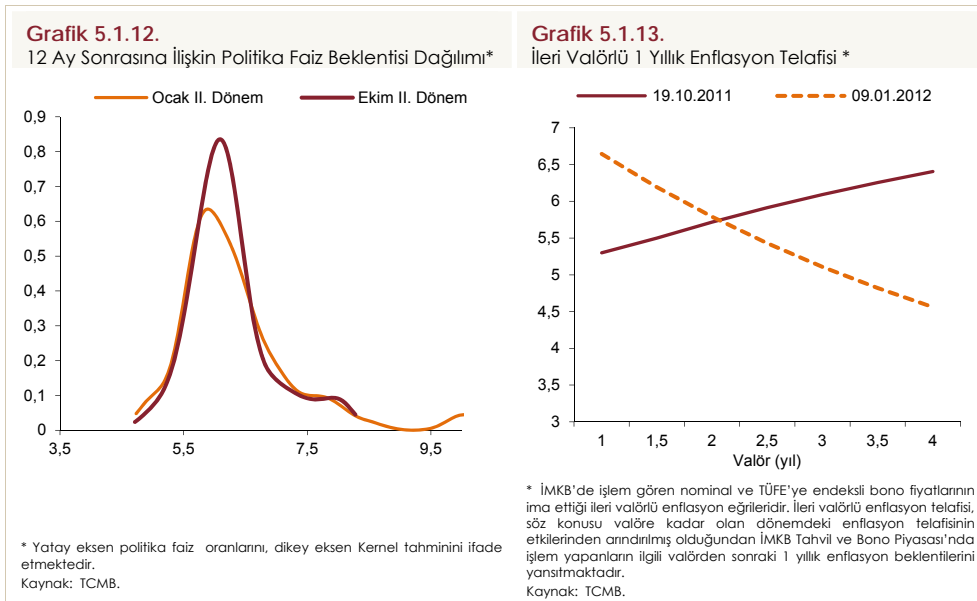


Piyasa Faizleri

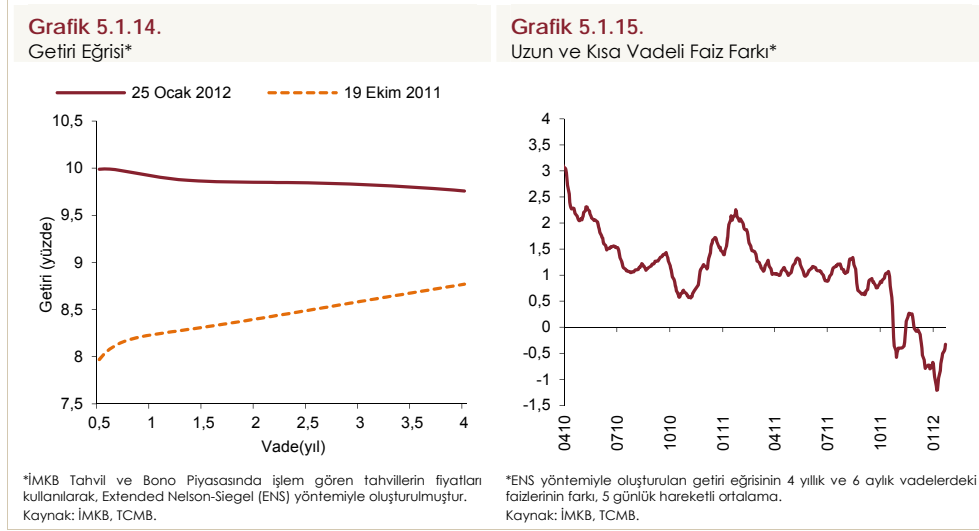
Yılın son çeyreğinde TCMB'nin sıkılaştırıcı para politikasının etkisiyle Türkiye'deki piyasa faizleri diğer gelişmekte olan ülke faizlerine göre daha fazla artış göstermiştir (Grafik 5.1.10). Ayrıca Kasım ayından bu yana risk priminde gözlenen artış eğiliminin de piyasa faizlerindeki artışta etkili olduğu düşünülmektedir (Grafik 5.1.11).



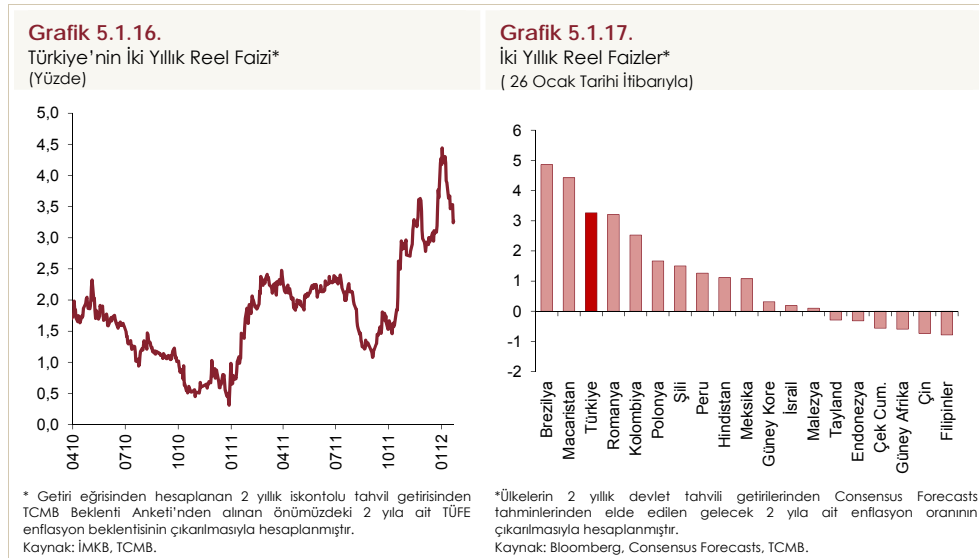
Politika faiz beklentilerinde Ekim Enflasyon Raporu öncesine göre belirgin bir değişim gözlenmemiştir (Grafik 5.1.12). Para politikası duruşunun bu dönemde sıklaştırılmasına karşın bir haftalık repo faiz oranı beklentilerindeki değişimin sınırlı kalması TCMB'nin faiz koridorunu aktif bir politika aracı olarak kullanmaya devam etmesinin beklendiğine işaret etmektedir. Öte yandan, enflasyon telafisinde ise enflasyondaki yükselişle birlikte kısa vadelerde Ekim ayına göre belirgin bir artış gözlenmiştir (Grafik 5.1.13). Bununla birlikte TCMB'nin son dönemde para politikası duruşunu sıkılaştırıcı yönde değiştirmesinin ardından enflasyon telafisinin uzun vadelerinde belirgin bir gerileme gözlenmiştir.



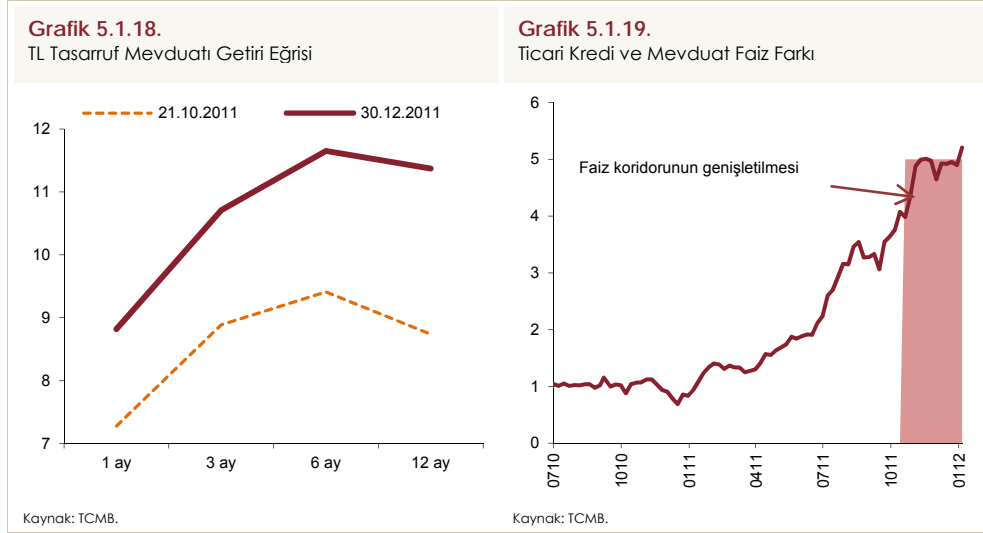
Getiri eğrisi yılın son çeyreğinde sıkılaştırıcı para politikasının etkisiyle tüm vadelerde artış gösterirken kısa vadeli faizler uzun vadeli faizlere göre daha fazla yükselmiştir (Grafik 5.1.14). Bu gelişmelerin ardından, uzun ve kısa vadeli faiz farkı eksiye dönmüştür (Grafik 5.1.15). Getiri eğrisinin aşağı yönlü eğimi para politikası duruşunun sıkı olduğuna işaret etmektedir.



Piyasa faizlerindeki yükseliş eğilimi yılın son çeyreğinde reel faizlere de yansımıştır (Grafik 5.1.16). Türkiye'nin reel faizi bu dönemde diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla üst sıralarda yer almıştır. (Grafik 5.1.17).

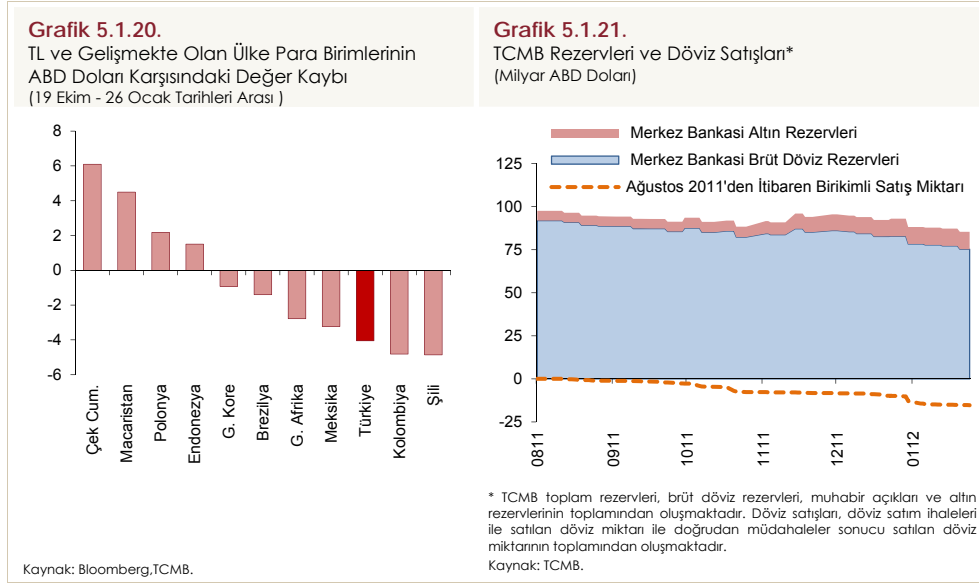


TCMB'nin sıkılaştırıcı para politikasının etkisiyle tasarruf mevduatı faiz oranlarının tüm vadelerde yükseldiği gözlenmiştir (Grafik 5.1.18). Öte yandan, sıkılaştırıcı para politikasının etkisi kredi faizleri üzerinde daha belirgin olmuş ve kredi-mevduat faiz farkı artış göstermiştir (Grafik 5.1.19).



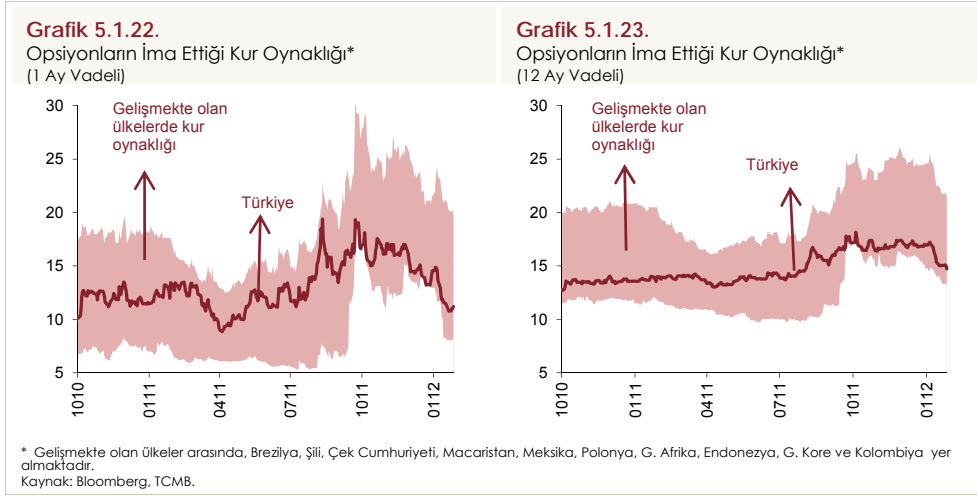
Döviz Kuru ve Rezervler

TCMB'nin gecelik borç verme faiz oranını artırmasının ardından Türk lirası diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine kıyasla güçlü bir performans sergilemiştir (Grafik 5.1.20). Bu dönemde TCMB, küresel piyasalarda yaşanan belirsizlik ortamının etkisiyle Türk lirasında iktisadi temellerden kopuk hareketler gözlenmesi sebebiyle döviz satım ihaleleri ile piyasaya yüksek miktarda döviz likiditesi sağlamıştır (Grafik 5.1.21). Bu kapsamda, yurt içi döviz piyasalarında istikrarın sağlanmasına katkıda bulunmak amacıyla her iş günü takip eden iki iş günü içerisinde ihaleler yoluyla satılabilecek toplam azami döviz miktarı duyurulmaya başlanmıştır. Ayrıca istisnai günlerde piyasa derinliğinin kaybolmasına bağlı olarak oluşan spekülâtif davranışlar sonucunda kurlarda sağlıksız fiyat oluşumları gözlemlendiğinden piyasaya satım yönünde doğrudan müdahalede bulunulmuş ve döviz satım miktarı artırılmıştır. Öte yandan 24 Ocak 2012 PPK kararının ardından cari denge dinamiklerindeki düzelme eğilimi ve küresel koşullardaki ani değişimler göz önüne alındığında, gün içi döviz satım ihalelerinin düzenli döviz satım ihalelerine kıyasla daha etkili ve para politikası amaçlarına daha uygun olması sebebiyle düzenli döviz satım ihalelerine ara verilmiştir.



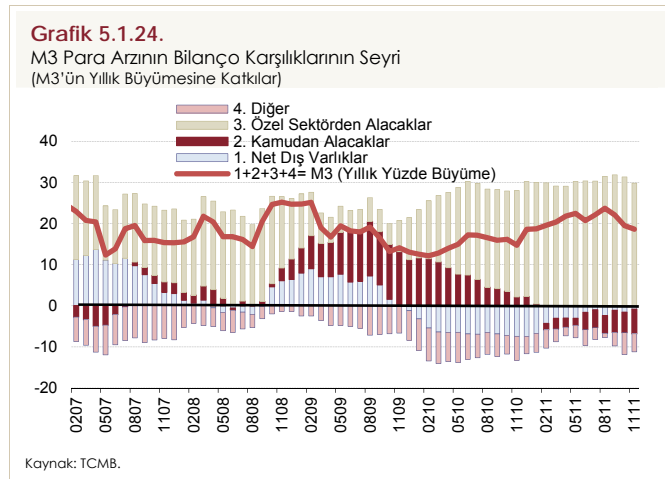
Yılın son çeyreğinde, TCMB döviz satım ihaleleri ve doğrudan müdahale yoluyla piyasaya yaklaşık 10,5 milyar ABD doları döviz likiditesi sağlamıştır. Bu dönemde yabancı para zorunlu karşılık oranlarında yapılan indirim döviz rezervlerini azaltıcı, Türk lirası zorunlu karşılıkların yüzde 40'lık kısmının yabancı para ve yüzde 10'a kadarlık kısmının altın cinsinden tutulabilmesine olanak sağlanması ve reeskont kredilerinin kullanımının kolaylaştırılması ise döviz rezervlerini artırıcı yönde etki etmiştir. Bu etkiler netleştirildiğinde yüksek satım ihale ve müdahalelerine rağmen döviz rezervlerindeki düşüş sınırlı kalmıştır (Grafik 5.1.21).

Döviz satım ihalelerinin yanı sıra TCMB bankalar arası piyasada döviz likiditesinin akışkanlığının artırılmasına katkıda bulunmak amacıyla Merkez Bankası Döviz ve Efektif Piyasaları döviz depo piyasasındaki aracılık faaliyetlerine yeniden başlamıştır. Ayrıca bankacılık sisteminin ihtiyaç duyabileceği döviz likiditesini sağlamak amacıyla, bankaların kendilerine tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde Merkez Bankası'ndan alabilecekleri döviz depolarının vadesi 1 haftadan 1 aya yükseltilmiştir. TCMB'nin almış olduğu önlemlerin etkisiyle Türk lirasının ima edilen kur oynaklığı hem kısa hem de uzun vadede diğer gelişmekte olan ülke para birimlerine göre oldukça düşük seviyelerde seyretmiştir (Grafik 5.1.22 ve Grafik 5.1.23).

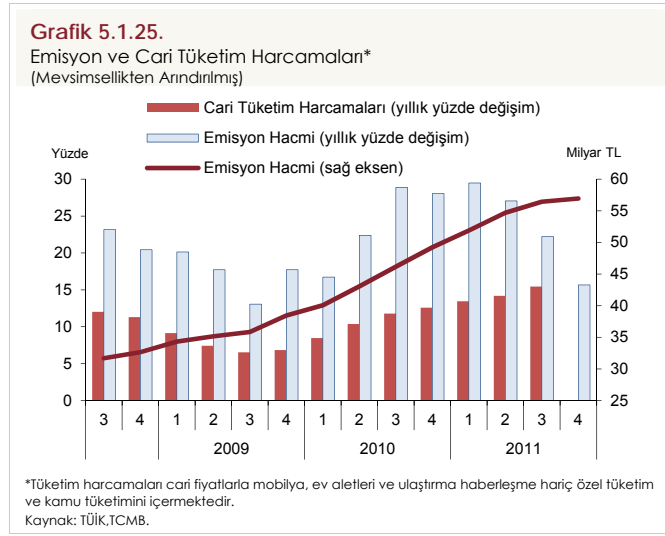


Parasal Göstergeler

Finansal piyasalarda dalgali seyir sürerken, iç ve dış konjonktürün etkileri parasal göstergelerde de gözlenmeye devam etmiştir. Nitekim M3 geniş tanımlı para arzının bilanço karşılıkları incelendiğinde, ağırlıklı olarak bankalar tarafından finansal kesim dışı özel kişi ve kuruluşlara açılan kredileri içeren Özel Sektörden Alacaklar kalemindeki güçlü artış eğiliminin son aylarda düşüş gösterdiği dikkat çekmektedir. Öte yandan, Kamudan Alacaklar kalemi M3 büyümesine negatif katkı vermeye devam etmektedir. Net Dış Varlıklar kaleminde gözlenen azalışın ise, özellikle ticari bankaların yurt dışından kullandıkları kredilerin artış eğiliminin sona ermesi sonucu yavaşlamaya devam ettiği gözlenmektedir. Son olarak, parasal sektörün mevduat dışı fon kaynaklarını gösteren Diğer kaleminin M3 büyümesine verdiği negatif katkı, sermaye ve rezervlerde geçen yıla göre gözlenen değişime paralel olarak bir önceki aya kıyasla bir miktar azalmıştır (Grafik 5.1.24).

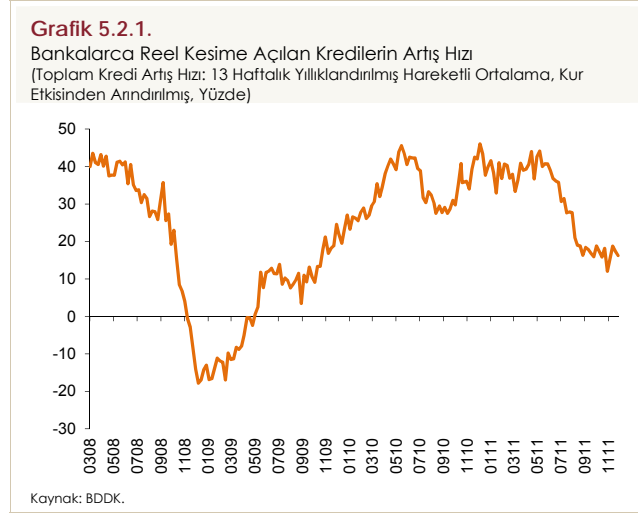


İktisadi faaliyetteki yavaşlamanın etkisiyle mevsimsellikten arındırılmış emisyon hacminin artış hızı yılın son çeyreğinde düşüş göstermeye devam etmiştir (Grafik 5.1.25). Alınan önlemlerin etkisiyle iktisadi faaliyetteki yavaşlama, Euro Bölgesi kaynaklı sorunların devam etmesi ve faizlerin yükselmesi sebebiyle nakit tutmanın fırsat maliyetinin artmış olmasının emisyon hacminin artış hızındaki yavaşlamada etkili olduğu düşünülmektedir.

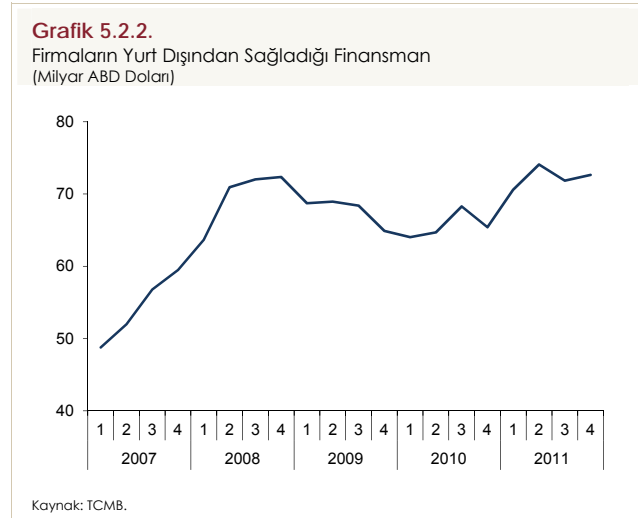


5.2. Finansal Aracılık ve Krediler

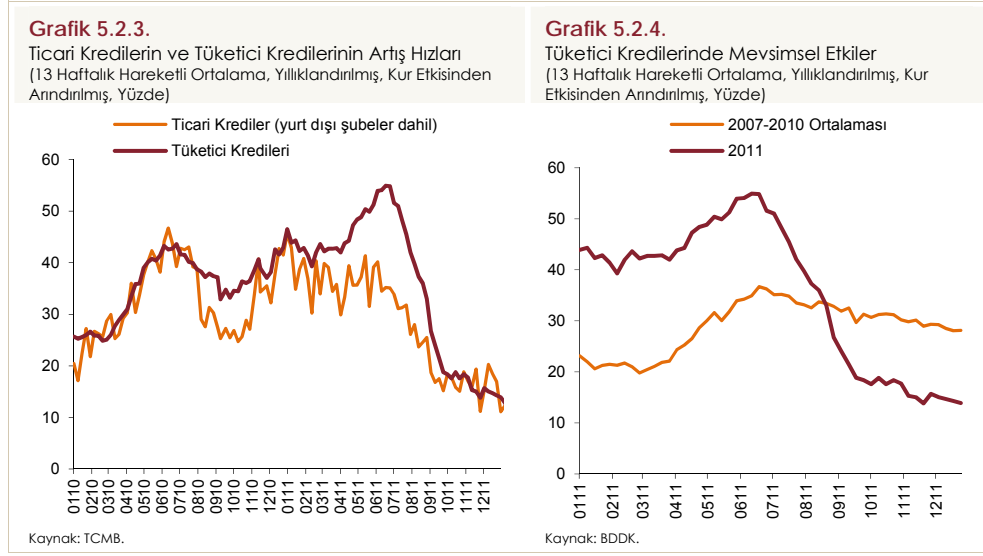
Yurt içi bankalarca reel sektöre açılan kredilerde yılın üçüncü çeyreğinde belirginleşen yavaşlama eğilimi yılın son çeyreğinde de devam etmiştir (Grafik 5.2.1). Bu eğilimin en önemli belirleyicileri TCMB ve BDDK tarafından alınan politika tedbirleri olmuştur. Bunun yanında yılın son iki çeyreğinde iktisadi faaliyetteki kademeli yavaşlama da kredi talebini sınırlayıcı yönde bir etki göstermiştir. Son çeyrekte Euro Bölgesi'ne dair artan belirsizliklerin de kredi arzını olumsuz etkilediği düşünülmektedir. Söz konusu gelişmelere bağlı olarak reel sektör kredileri yıl sonu itibarıyla bir önceki yıla göre yüzde 24,7 oranında büyürken, son çeyrek itibarıyla yıllıklandırılmış bazda yüzde 14,4 oranında bir artış kaydetmiştir (Grafik 5.2.1).



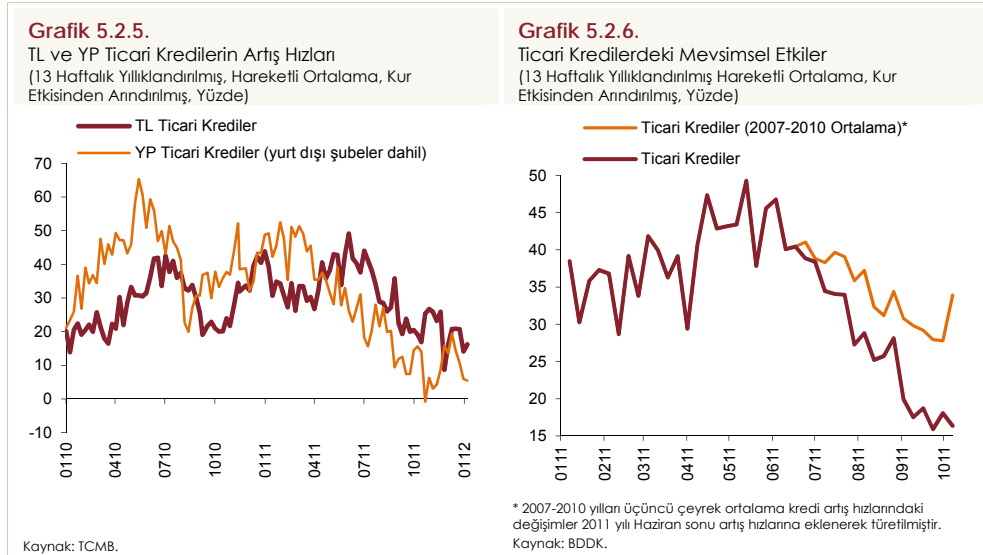
Reel kesim üçüncü çeyrekte yurt dışı yerleşik kurum ve kuruluşlara karşı net ödeyici durumundayken, dördüncü çeyreğin ilk iki ayı itibarıyla tekrar net kullanıcı konumuna gelmiştir (Grafik 5.2.2).



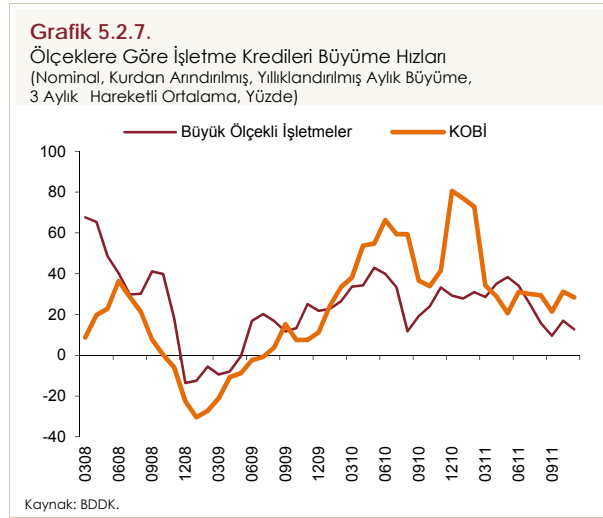
Yurt içi yerleşik bankalarca reel sektöre açılan kredilerin büyüme hızındaki yavaşlama eğiliminde hem ticari krediler hem de tüketici kredilerindeki gelişmeler belirleyici olmuştur. Yılın son çeyreğinde tüketici kredilerinin yıllıklandırılmış büyüme hızı yüzde 14'e, ticari kredilerin yıllıklandırılmış büyüme hızı ise yüzde 14,6'ya gerilemiştir (Grafik 5.2.3). Son yıllarda aynı dönemlerde kaydedilen kredi büyüme rakamlarıyla kıyaslandığında 2011 yılı son çeyreğindeki kredi büyüme rakamlarının belirgin bir yavaşlamaya işaret ettiği görülmektedir (Grafik 5.2.4).



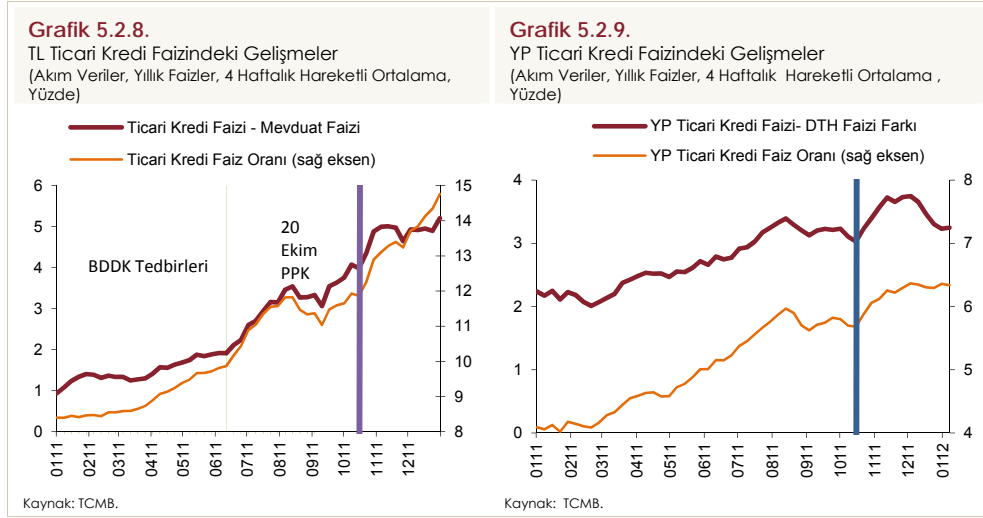
Ticari kredilerin büyüme hızındaki düşüş eğilimi hem TL cinsi hem de YP cinsi krediler için geçerlidir (Grafik 5.2.5 ve Grafik 5.2.6). Ağırlıklı olarak yatırım harcamalarının finansmanı için kullanılan YP cinsi ticari kredilerin büyüme hızı, yatırım harcamalarındaki kademeli yavaşlama ve döviz kurlarına ilişkin gelişmelere bağlı olarak birinci çeyreğin sonlarından itibaren gerilemeye başlamıştır. YP cinsi ticari kredilerdeki bu eğilim yılın son çeyreğinde de devam etmiştir. Bu gelişmede talep yönlü etkenlerin yanında yurt dışı kaynaklara erişim hususundaki belirsizliklerin de etkili olduğu düşünülmektedir.



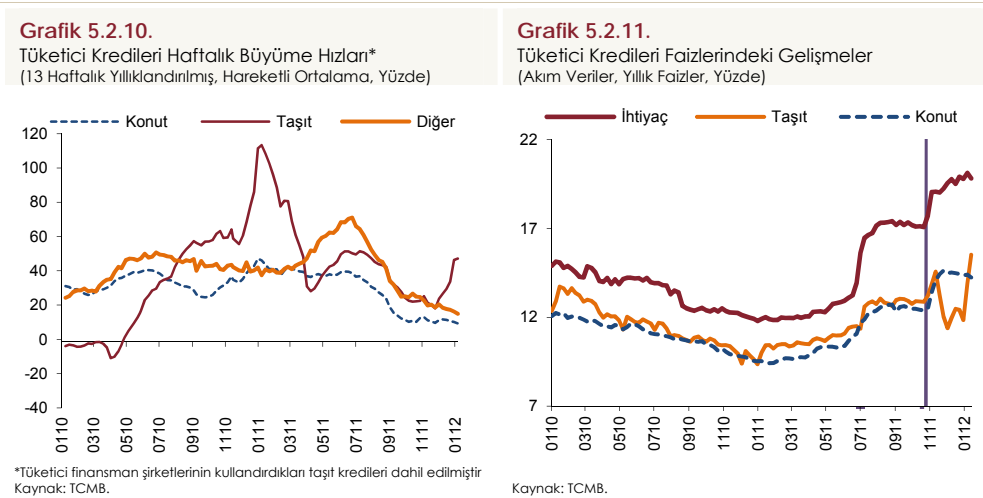
Ticari kredilerin büyümesindeki gerileme işletme ölçeği ayırımında incelendiğinde dördüncü çeyreğin ilk iki ayında büyük ölçekli işletme kredileri artış hızının belirgin biçimde KOBİ kredilerinin artış hızının altında kaldığı görülmektedir (Grafik 5.2.7). Bir önceki çeyrekte açıklanan Kredi Eğilim Anketi'nin sonuçları büyük ölçekli işletme kredilerinin artış hızındaki görece zayıflamanın bankaların tercihlerinden kaynaklandığına işaret etmektedir. Ankete göre, bankacılık kesimi izleyen çeyrekte büyük ölçekli işletme kredilerinin standartlarını KOBİ kredilerine kıyasla daha çok sıkılaştıracaklarını öngörmekteydiler. Bu durumun, bankaların 2012 yılı için kredi büyümesine yönelik getirilen zımni sınır çerçevesinde kârlılıklarını artırmak amacıyla kâr marjlarının daha yüksek olduğu KOBİ kredilerine yönelmelerinden kaynaklandığı düşünülmektedir.



Yılın son çeyreğinde ticari kredi büyüme hızındaki düşüşte talep yanlı faktörlerin yanında, TCMB'nin 20 Ekim'den itibaren para politikasını sıkılaştırıcı yönde aldığı politika tedbirleri de etkili olmuştur. Söz konusu tarihte bankalarca para piyasalarından ve TCMB'den sağlanan fonlarının ortalama maliyetindeki hızlı artış eşanlı olarak kredi faizleri ve kredi-mevduat faizi farklarına da yansımıştır (Grafik 5.2.8). Benzer bir durum YP cinsinden ticari kredi faizleri ve kredi-mevduat faizi farklarında da gözlenmiştir (Grafik 5.2.9). Para piyasalarında faizlerde gözlenen artışın gerek TL cinsinden gerekse YP cinsinden kredi-mevduat faizleri farkını açması, likidite politikalarının maliyet yönlü etkilerinin yanı sıra bankaların kredi verme davranışlarını da etkilediğine işaret etmektedir.



Tüketici kredilerinin büyüme hızında BDDK'nın aldığı kararlarla ikinci çeyrek sonunda başlayan güçlü düşüş eğilimi, TCMB'nin uyguladığı sıkılaştırıcı para politikalarının etkisiyle son çeyrekte de devam etmiş ve çeyrek sonu itibarıyla bu kredi türündeki yıllıklandırılmış artış hızı yüzde 15 düzeyine gerilemiştir. Son çeyrekte tüketici kredilerindeki en belirgin yavaşlama eğilimi konut kredilerinde gözlenmiştir (Grafik 5.2.10). Bu durumun konut kredilerinin diğer tüketici kredisi türlerine kıyasla faiz esnekliğinin yüksek olmasından kaynaklandığı düşünülmektedir. 2011 yılında tüketici kredilerindeki gelişmelere en önemli katkıyı yapan diğer tüketici kredilerinin büyüme hızı ise üçüncü çeyreğin ardından dördüncü çeyrekte de istikrarlı bir şekilde düşmeye devam etmiştir (Grafik 5.2.10). Öte yandan, tüketici kredilerinin yüzde 10'undan daha az bir kısmını oluşturan taşıt kredileri son çeyreğin başlarında tüketici kredilerinin genel eğilimine benzer bir seyir gösterirken Aralık ayında kısmen mevsimsel etkilere bağlı olmak üzere genel eğilimden ayrılarak önemli bir artış sergilemiştir.



Tüketici kredilerinin faizleri BDDK'nın 2011 yılı Haziran ayında konut ve taşıt kredileri dışında kalan diğer tüketici kredilerine yönelik olarak aldığı tedbirlere bağlı olarak kısa bir zaman dilimi içerisinde önemli bir artış sergilemiş, bunun ardından TCMB'nin faiz koridorunun üst sınırının yükseltilmesi kararına kadar yatay bir seyir izlemiştir. Faiz koridorunun genişletilmesine ilişkin kararın ardından ise tüketici kredisi faizlerinde hızlı bir artış gözlenmiştir (Grafik 5.2.11). Benzer vadedeki çapraz para takası faizleriyle karşılaştırıldığında tüketici kredisi faizlerinin daha çok arttığı görülmektedir. Bu durum sıkılaştırıcı nitelikte para politikalarının ticari krediler için olduğu gibi tüketici kredilerinde de bankaların kredi verme davranışlarını etkilediğine işaret etmektedir.

Sonuç olarak, 2011 yılı sonu itibarıyla yıllık kredi büyüme hızı makro ve finansal istikrar açısından arzu edilen seviyelere gerilemiştir. Son çeyrekte gözlenen gelişmelerde, ticari kredilerde daha belirgin olmak üzere talep yönlü faktörlerin ağırlığı artmakla birlikte, sıkı para politikası ve yurt dışı finansman koşullarının zayıflaması nedeniyle arz yönlü faktörlerin daha baskın bir rol oynadığı düşünülmektedir. İktisadi faaliyetteki yavaşlamanın devam etmesi durumunda, talep yönlü faktörlerin kredileri yavaşlatıcı yöndeki etkilerinin belirginleşeceği, kredi arzının ise politika önlemlerinin yanı sıra yurt dışı finansman koşullarındaki değişimlere bağlı olacağı öngörülmektedir.

Kutu
5.1**Son Dönemde Likidite Yönetimi ve Etkileri**

TCMB küresel dengesizliklerin bir yansıması olarak ortaya çıkan makrofinansal riskleri kontrol altında tutabilmek amacıyla, son bir yıl içinde enflasyon hedeflemesi rejimini geliştirerek yeni bir para politikası stratejisi oluşturmuştur. Bu yeni çerçevede dâhilinde fiyat istikrarının sağlanması temel amaç olarak muhafaza edilirken, finansal istikrar da destekleyici bir amaç olarak gözetilmeye başlanmıştır. Bu çerçevede TCMB, gecelik borç alma ve borç verme faizlerinin oluşturduğu faiz koridorunu uyguladığı likidite yönetimi stratejisi dâhilinde etkin bir para politikası aracı olarak kullanmaktadır. Bu kutunun ilk bölümünde TCMB'nin uyguladığı likidite yönetimine dair temel operasyonel bilgiler paylaşılmakta ve ardından uygulanan likidite yönetiminin finansal piyasalara aktarım mekanizmasına değinilmektedir.

1. Operasyonel Çerçeve

TCMB para piyasalarını bir hafta ve bir ay vadeli repo ihaleleri, gecelik repo imkânı ve geç likidite penceresi yoluyla fonlamaktadır. Likidite yönetimi çerçevesinde TCMB'nin temel fonlama aracı, bankalara teminat karşılığında sağlanan bir hafta vadeli repo ihaleleridir. Normal günlerde piyasalara miktar ihale yöntemiyle fonlama yapılmaktadır. Miktar ihalesi kapsamında TCMB her gün saat 10.00'da ihale miktarını duyurmaktadır. Bankalar ihale miktarının yüzde 20'sini geçmeyecek şekilde tekliflerini iletmekte, ihale miktarının toplam teklif tutarının altında kalması durumunda her banka ihaleden kendi teklif tutarının toplam teklif tutarı oranında borçlanmaktadır. Bu ihalelerdeki faiz TCMB'nin politika faizi olarak ilan ettiği 1 hafta vadeli repo faizidir. Diğer taraftan TCMB istisnai durumlarda geleneksel yöntemle 1 hafta vadeli repo ihaleleri de yapabilmektedir. Geleneksel yöntemde faizler piyasa koşullarında belirlenmektedir. Ayrıca TCMB, gerekli gördüğü durumlarda bankaların uzun dönem likidite öngörülerini iyileştirmek amacıyla daha uzun vadeli repo ihaleleriyle de fonlama yapabilmektedir.

TCMB, repo ihalelerinin yanı sıra piyasa yapıcısı ve diğer bankalara teminat dâhilinde gecelik repo imkânı ve geç likidite penceresinden fonlama imkânı da sunabilmektedir. Bu çerçevede, piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkânı faiz oranından belirlenen limitler dâhilinde gecelik vadede fonlama yapılmaktadır. Ayrıca Bankalararası Para Piyasası (BPP)'nda tüm bankalar belirlenen limitler dâhilinde TCMB borç verme faiz oranından gecelik vadede borç alabilmektedir. Bunlara ek olarak bankalar geç likidite penceresinden limitsiz olarak teminatları dâhilinde borçlanabilmektedirler.

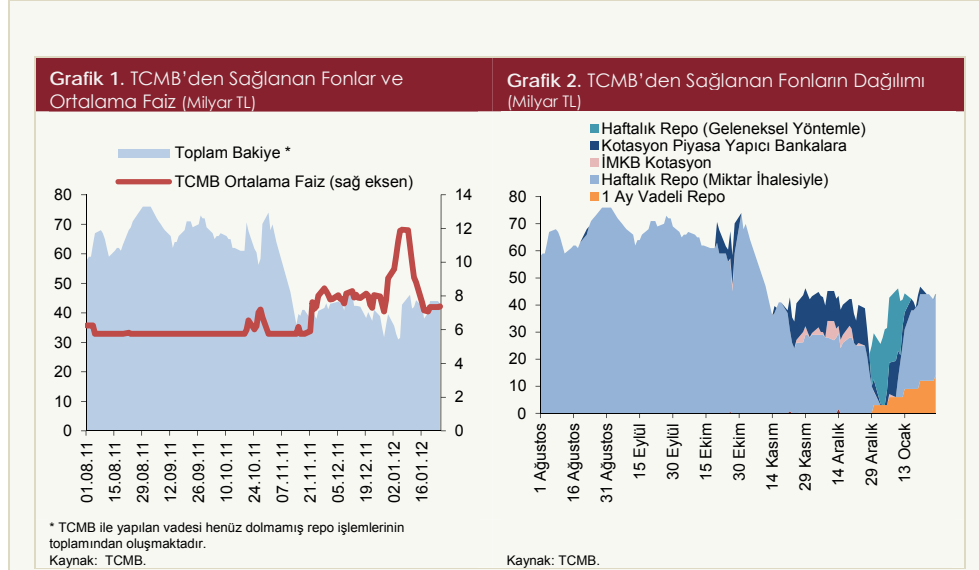
TCMB kendi bünyesindeki para piyasalarına ek olarak İMKB bünyesindeki para piyasalarında da kotasyon vererek işlem yapmaktadır. TCMB piyasadaki likidite ihtiyacına göre İMKB bünyesindeki para piyasalarında faiz koridorunun üst sınırından işlem yaparak piyasa faizlerinin koridorun dışına çıkmasını önlemektedir. TCMB'nin bu piyasada yapmış olduğu repo işlemleri teminat karşılığında olup miktara ilişkin herhangi bir limit bulunmamaktadır.

TCMB'nin kendi bünyesindeki likidite imkânlarından faydalanan bankalar teminat olarak her türlü DİBS, TCMB likidite senetleri, döviz ve efektif depoları, yabancı devletler ve hazinelerince ihraç edilmiş bono ve tahviller ile Hazine Müsteşarlığı'nca ihraç edilmiş eurobondları sunabilmektedir. Diğer taraftan, teminat olarak alınan kıymetler değişen oranlarda iskontoya tabi tutulmaktadır. İskonto edilmiş toplam teminat değerinin repo ile sağlanan fonları ve faiz tutarını karşılamaı gerekmektedir. Bankaların TCMB'den sağlanan fonlar için zorunlu karşılık yükümlülüğü bulunmamaktadır.

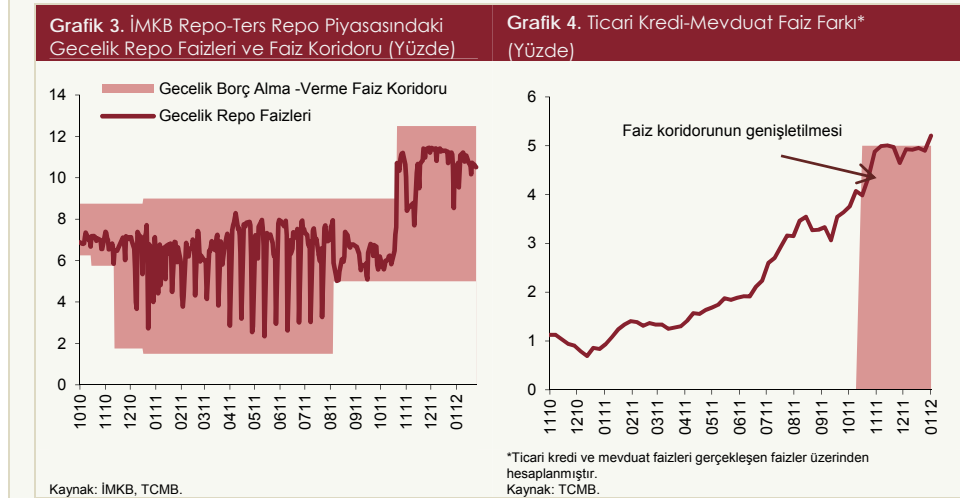
2. Likidite Yönetiminin Finansal Piyasalara Etkileri

Faiz koridorunun likidite yönetimiyle birlikte aktif olarak kullanılması, TCMB'ye küresel ekonomideki belirsizliklere karşı etkin politika önlemleri almakta hız ve esneklik kazandırmaktadır. TCMB etkin bir likidite yönetimiyle piyasanın gün içerisindeki likidite ihtiyacının politika faizi ve diğer imkânlardan karşılanacak kısmına karar vererek gecelik faizlerin istediği seviyelerde oluşmasını sağlamaktadır. Bu çerçevede güçlü sermaye akımları olduğu zamanlarda faiz koridoru aşağı doğru genişletilerek kısa vadeli spekülasyon hareketleri engellenmekte ve ucuz likidite yoluyla sağlanan kredi büyümesi sınırlandırılmaktadır. Benzer şekilde küresel sermaye akımlarının yavaşladığı ve kur oynaklığının arttığı dönemlerde faiz koridoru yukarı yönde genişletilmektedir.

Faiz koridorunun yukarı yönde genişletilmesi aynı zamanda enflasyon görünümüne ilişkin geçici unsurları bertaraf etmekte de kullanılabilmektedir. Örneğin bu kapsamda, 29 Aralık 2011 tarihinden itibaren ek sıkılaştırmaya gidilerek politika faizinden yapılan bir hafta vadeli fonlama miktarı düşürülmüş ve bankaların fon ihtiyaçlarını koridor içerisinde daha yüksek maliyetli kaynaklardan karşılamaları sağlanmıştır. Bu sayede bankaların ortalama fonlama maliyetleri kısa zaman içerisinde artırılabilmektedir (Grafik 1). TCMB'den sağlanan fonların ortalama faizinin artması temel olarak bankaların geleneksel repo ihalelerinden ve gecelik vadede TCMB'den borçlanma imkânını kullanmalarından kaynaklanmıştır (Grafik 2).



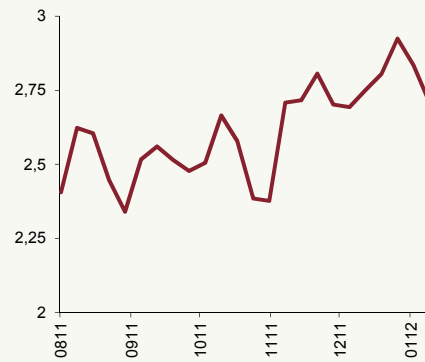
TCMB gecelik piyasa faizlerinin koridorun içerisinde kalacak şekilde dalgalı bir seyir izlemesine izin vermekte ve bu durum bankalar açısından fonlama maliyetlerine dair belirsizlik yaratarak faiz riski oluşturmaktadır (Grafik 3). Bu durum bankaların kredi verme iştahını azaltıcı yönde etki edebilmekte ve faiz riskini sınırlamak isteyen bankaların kredi arzını daraltmalarına yol açabilmektedir. Buna ek olarak fonlama maliyetlerinde artan belirsizlik sonucunda bankalar kendilerine daha kalıcı bir kaynak sağlamak amacıyla bu dönemde mevduat faizlerini de artırmışlardır. Kredi faizlerindeki artışın mevduat faizlerindeki artıştan daha fazla olması sebebiyle kredi-mevduat faiz farkı açılmıştır (Grafik 4). Kredi faizlerinin mevduat faizinden daha fazla artmasının temel sebebinin mevduata kıyasla vadesi daha uzun olan ticari kredilerin fonlama maliyetlerindeki belirsizliğe daha duyarlı olmasından kaynaklandığı düşünülmektedir.



Uygulanan likidite yönetiminin belirli koşullar altında bankacılık sektörünün likiditeye ulaşamama riski üzerinden de etkili olabilmesi mümkündür. Bankaların organize para piyasalarından repo yapabilmeleri için teminata sahip olmaları gerekmektedir. TCMB, teminatları karşılığında gerekli likiditeyi bankalara sağlamaktadır. Burada genel bir husus bankaların teminat olarak verebilecekleri varlıkları olmaması durumunda likidite bulamama riskine maruz kalma olasılıklarıdır. Ancak, bankacılık sektörünün repodan sağlanan fonlar için verebilecekleri teminatlar içinde en büyük ağırlığa sahip olan DİBS ve eurobondların repo ile sağlanan fonlara oranı yüksek seviyelerde seyretmekte, bir diğer deyişle, mevcut durumda bankacılık sektörünün teminat yetersizliğinden kaynaklanabilecek bir likiditeye ulaşamama riski bulunmamaktadır (Grafik 5).

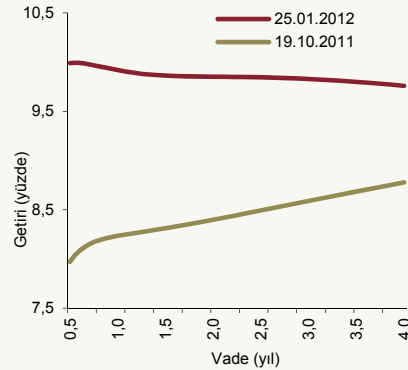
Uygulanmakta olan para politikasının en önemli sonuçlarından biri kısa vadeli faizlerin uzun vadeli faizlere göre daha fazla etkilenmesidir. Bu durum temelde para politikasının sıkı olmasından kaynaklanmaktadır. Getiri eğrisinin eğiminin aşağı yönlü olması, uygulanan parasal sıkılaştırmanın enflasyonu kontrol altına alacağı ve enflasyon görünümünü bozan geçici faktörlerin ortadan kalkmasıyla para politikasının tekrar nötr seviyesine döneceği beklentisini yansıtmaktadır. Bu durum uzun vadeli faizlerin kısa vadeliye göre daha az artmasında etkili olmaktadır (Grafik 6).

Grafik 5. Bankacılık Sektörü DİBS ve Eurobond Portföyü/Repodan Sağlanan Fonlar



Kaynak: BDDK, TCMB.

Grafik 6. Getiri Eğrisi



Kaynak: İMKB, TCMB.

Sonuç olarak, uygulanmakta olan faiz koridoru ve bununla ilişkili olarak likidite yönetim stratejisi, TCMB'nin küresel belirsizliklere yönelik tasarladığı son derece esnek bir politika aracıdır. TCMB bu araç ile hem bankalara sağlanan likiditenin marjinal maliyetini hem de kısa vadeli piyasa faizlerini kontrol edebilmekte ve bu

yolla döviz kuru oynaklığı ile krediler üzerinde etkili olabilmektedir. TCMB, önümüzdeki dönemde de faiz koridorunu likidite yönetimiyle birlikte aktif olarak kullanarak gerekli politika tepkilerini vermeye devam edecektir.

Kutu
5.2

Küresel Kriz Sonrasında Para Politikasının Değişen Rolü

Bu kutuda para politikası ve finansal istikrar üzerine ekonomi yazınındaki güncel tartışmalara değinilerek, bu tartışmaların ışığında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın son dönemdeki uygulamaları ele alınmaktadır. Küresel kriz öncesinde dünyada yaygın olarak fiyat istikrarını amaçlayan para politikaları kabul görürken, krizle birlikte para politikasının finansal ve makroekonomik istikrarı da dikkate almasının gerekliliği yaygınlık kazanan bir görüş olmuştur. Para politikasının sadece fiyat istikrarına odaklanması ve enflasyon hedeflerinin nispeten kısa vadeli olması merkez bankalarının sistemde biriken diğer riskleri gözetmesini engelleyebilmektedir. Bu doğrultuda, para politikası uygulamalarında farklı yaklaşımlar gündeme gelmiştir. Bu süreçte aynı zamanda merkez bankaları dışındaki kurumların finansal sistemde istikrarı sağlamaya yönelik olarak uyguladıkları politikaların makro finansal riskleri kontrol altında tutmak için yeterli olmayabileceği görüşü güçlenmekte (Trichet, 2009; Bloxham ve diğerleri, 2010; Ünsal, 2011) ve dünyada makro finansal risklerin azaltılması konusunda merkez bankalarının rolü giderek önem kazanmaktadır.

Küresel krizin önemli bir sonucu, gelişmiş finansal piyasaların daima ve müdahale olmaksızın iktisadi temellerle uyumlu bir dengeye ulaşabileceği savının önemli ölçüde zayıflaması olmuştur. İktisadi temellerden kopuk dinamiklerin baskın olduğu bir finansal sistem, eğer gerektiği gibi düzenlenmez ve denetlenmez ise, yalnızca finans sektörünün sağlığı için değil ekonominin geneli için de önemli bir istikrarsızlık kaynağı olabilmektedir. Yakın döneme kadar merkez bankalarının kriz dönemleri dışında piyasaya müdahale etmemesi gerektiği düşünülmesine karşın, bugün gelinen noktada, merkez bankalarının normal zamanlarda uyguladığı politikalarla piyasaların büyük olumsuz şoklara hazırlıklı olmalarını sağlamaları gerekliliği ortaya çıkmıştır. Olağandışı güçlü kredi büyümesi, yüksek varlık fiyatları, düşük risk primi ve düşük oynaklıklar risk alma davranışının tehlikeli boyutlara ulaştığına dair bir gösterge niteliği taşıyabilmektedir (Borio ve Drehmann, 2009). Böyle dönemlerde finansal sistemdeki kırılganlıklara dengeleyici yönde müdahale etmek daha zor olmakla birlikte son derece gereklidir. Nitekim para politikasının finansal piyasalara sadece kriz dönemlerinde müdahale edip diğer dönemlerde müdahale etmemesi krizlerin boyutunu artırabilmektedir (Farhi ve Tirole, 2009; Diamond ve Rajan, 2009). Hızlı büyüme ve varlık balonu dönemleri bu koşulların artık sürdürülemeyeceğinin anlaşılmasına kadar geçen süreçte herkesin faydasına gibi görülebilmektedir. Örneğin, düşük geliri ailelerin krediye kolay bir biçimde

ulaşması, ekonomi genelinde tüketim seviyesinde artış gözlenmesi veya finansal sistemin yüksek kârlılıkla çalışması bir taraftan ekonominin geneline ilişkin olumlu bir tablo arz ederken diğer taraftan da politika yapıcılarının yüksek popülarite kazanmasına yol açabilmektedir (Corbo, 2009). Öte yandan, politika yapıcılarının böyle zamanlarda ekonomik büyümeyi sağlam temellere dayandırmak için finansal sistemde kaldıraç oranlarının makul düzeylerde kalmasını sağlaması ve sistemin bir bütün olarak sağlıklı işlemesine yardımcı olması gerekmektedir. Nitekim bu dönemlerde yapılan müdahaleler ekonomi yazınında “rüzgâra karşı durma” (leaning against the wind) olarak ifade edilmektedir. Bu sayede krizlerin etkilerinin en aza indirilmesi sağlanacak ve hatta krizlerin oluşması engellenebilecektir.

Küresel Kriz ve Politika Araçları

Küresel kriz sonrasında merkez bankaları tarafından politika faizi dışındaki araçların kullanımı yaygınlaşmıştır.² Merkez bankalarının araç çeşitliliğine gitmesinin ana sebeplerinden biri, para politikasının finansal istikrarı da gözetmesi gerektiğine dair oluşan genel görüş birliğidir. Fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da gözetilen merkez bankalarının birden fazla politika aracını bir arada kullanmaları gerekmektedir. Bu durum fiyat istikrarı amacına yönelik politikaların zaman zaman finansal istikrar amacına yönelik politikalarla çelişebilmesinden kaynaklanmaktadır. Örneğin pozitif bir arz şoku varlık fiyatlarında artışa yol açarken, mal ve hizmet fiyatlarında düşümlere neden olabilmektedir. Merkez bankaları sadece bir politika aracı kullanarak bu iki temel amacı aynı anda gözetememektedir. Dışa açık bir ekonomide, firmaların dışarıdan düşük maliyetle finansman sağlayabildikleri bir ortamda, yüksek kredi genişlemesini sınırlamak amacıyla yapılan faiz artırımının krediler üzerindeki etkisi de sınırlı kalabilmektedir. Ayrıca, sadece belirli sektörlerdeki yüksek kaldıraç oranlarına tepki olarak faiz artışı yapılması ekonominin genelinde iktisadi faaliyette dalgalanmalara sebep olabilmektedir (Ünsal, 2011). Buna ek olarak, normal dönemlerde para politikası aktarım mekanizması varlık fiyatı kanalı ile etkin çalışırken, belirsizliğin yüksek olduğu dönemlerde risk primlerindeki hızlı ve belirgin artışlar faiz oranının kredi büyümesi ve varlık fiyatları üzerindeki etkisini de sınırlayabilmektedir (Kohn, 2008; İngiltere Merkez Bankası, 2009).

Merkez Bankalarının kriz sonrası araç çeşitliliğine gitmelerinin bir diğer nedeni de, politika faizi dışındaki araçların bulunduğu esneklik imkânıdır. Küresel iktisadi gelişmelere dair belirsizliklerin benzeri görülmemiş şekilde yükseldiği son birkaç yılda para politikasının yeterli esnekliğe sahip olması büyük önem taşımaktadır. Dolayısıyla, son dönemde araç çeşitliliğinin yanı sıra, kullanılan araçların esnekliği

² Finansal istikrarın sağlanmasında kullanılacak araçların bir listesi Tablo 1’de sunulmaktadır.

de önem kazanmıştır (Galati ve Mossner, 2011). Finansal piyasaların yurt içi ve yurt dışı birçok gelişmeden anlık olarak etkilendiği göz önünde bulundurulduğunda, farklı koşullara hızlı bir şekilde adapte olan ve uyarlanabilen araçlar gerekmektedir. Aynı şekilde bazı geçici faktörlerin etkisi altında oluşan ekonomik koşullara karşı (örneğin döviz kurlarındaki iktisadi temellerden kopuk hareketler enflasyonda geçici artışa yol açtığı ve enflasyon beklentilerini bozduğunda) alınan politika önlemleri de geçici olabilmelidir. Politika faizinin düşük frekanslarda değiştirilebilmesi, merkez bankalarının ekonomide ve finansal piyasalarda değişen koşullara politika faizi ile zamanlı olarak ve daha yüksek frekansta tepki verme yetisini sınırlamaktadır. Dolayısıyla politika faizi dışındaki politika araçlarının kullanılması merkez bankalarının sıkça değişen koşullar karşısında hızlı ve esnek politikalar oluşturabilmesi açısından önem taşımaktadır. Nitekim kriz sonrası dönemde birçok merkez bankası daha esnek bir politika yaklaşımıyla araç çeşitliliğine gitmiştir. Farklı ülke gruplarının kendi ihtiyaçlarına uygun şekilde farklı araçları tercih ettikleri Tablo 2'de belirgin olarak görülmektedir. Örneğin, gelişmiş ülke merkez bankaları genellikle menkul kıymet alımları yoluyla parasal genişleme gibi bilanço politikalarını tercih ederken, gelişmekte olan ülkeler ise zorunlu karşılık, faiz koridoru ve döviz müdahalelerini etkin olarak kullanmaktadır.

Merkez bankalarının araç çeşitliliğini artırması ile para politikasının duruşunun anlaşılması için takip edilmesi gereken veri seti de genişlemiştir (Borio, 2011). Kriz öncesi dönemde fiyat istikrarının öncelikli hedef olduğu ekonomilerde politika faizi para politikası duruşunu temsil etmek için büyük ölçüde yeterli veri olarak görülmekteydi. Ancak finansal istikrarın gözetilmeye ve birden fazla politika aracının kullanılmaya başlanması ile birlikte merkez bankaları politika faizinin yanı sıra, finansal göstergelere de atıfta bulunmaya başlamıştır.

Küresel Kriz Sonrası Dönemde Türkiye'de Para Politikası

Küresel kriz sonrasında birçok diğer merkez bankası gibi öncelikli hedefi olan fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da gözetmeye başlayan TCMB, küresel dengesizliklerin bir yansıması olarak ortaya çıkan makro finansal riskleri kontrol altında tutabilmek amacıyla, enflasyon hedeflemesi rejimini geliştirerek yeni bir para politikası stratejisi oluşturmuştur. Bu anlamda TCMB araç çeşitliliğini ve politika esnekliğini sağlamak amacıyla, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı, gecelik borç alma ve borç verme faiz oranları arasında oluşan faiz koridoru ve zorunlu karşılıkların bir arada kullanıldığı bir politika bileşimini politika aracı olarak kullanmaya başlamıştır.

Gelişmiş ülkelerin parasal genişleme politikalarının bir sonucu olarak 2009 yılının ilk çeyreğinden itibaren gelişmekte olan ülkelere yönelen güçlü sermaye akımları Türkiye'yi de etkilemiştir. Bu dönemde yurt içi ve yurt dışı talepte gözlenen dengesizliklerin ve kredi hacmindeki yüksek artış ile eşzamanlı olarak finansman kalitesinde gözlenen bozulmanın finansal istikrarı tehdit etmesi ile birlikte kısa vadeli sermaye akımlarını caydırmak ve aşırı kredi genişlemesini engellemek amacıyla TCMB, 2010 yılının sonlarında faiz koridorunu aşağı yönlü genişletmiş ve zorunlu karşılıkları artırmıştır. Faiz koridorunda uygulanan aşağı yönlü genişleme ve piyasada oluşan kısa vadeli faizin oynaklığının artırılması, riske göre ayarlanmış TL getirilerini azaltmak suretiyle kısa vadeli sermaye girişlerini sınırlama amacı taşıırken; zorunlu karşılıkların artırılması ile kredi genişlemesinin yavaşlatılması hedeflenmiştir.

2011 yılının Ağustos ayından itibaren küresel büyümeye ve bazı Avrupa ülkelerindeki kamu borcu sorununa ilişkin endişelerin derinleşmesi nedeniyle küresel ölçekte riskten kaçınma eğilimi artmış ve risk iştahındaki oynaklık tarihsel olarak yüksek seviyelere gelmiştir. Ancak Avrupa'da yoğunlaşan borç krizinin Türkiye'ye yansımalarının ciddi düzeylere ulaşabilme olasılığı Ağustos ayı başından itibaren söz konusu araçların ters yönde kullanılmasını gerektirmiştir. İlk etapta gecelik borç alma faizi yükseltilerek faiz koridoru daraltılmış ve bankacılık sisteminin likidite ihtiyacını azaltmaya yönelik olarak Türk lirası zorunlu karşılıklarda bazı düzenlemeler yapılmıştır. Ayrıca, döviz piyasasındaki dalgalanmaları sınırlamak amacıyla da bir dizi likidite tedbiri alınmıştır. Küresel ekonomiye dair giderek artan sorunların yurt içi iktisadi faaliyet üzerinde durgunluğa yol açma riskini azaltmak için de politika faizinde ölçülü bir indirimle gidilmiştir.

2011 yılının son çeyreğinde ise enflasyondaki yükselişin öngörülenden daha hızlı olmasının orta vadeli enflasyon beklentilerini ve görünümünü etkilemesini engellemek amacıyla, Ekim ayında borç verme faizleri önemli ölçüde artırılarak faiz koridoru yukarı doğru genişletilmiştir. Bu çerçevede, piyasaya yapılan fonlama ayarlanarak para piyasasındaki gecelik faiz oranlarının politika faizinden daha yüksekte oluşmasına izin verilmiştir. Diğer taraftan, gecelik faiz oranlarındaki artışın likidite koşullarında arzu edilmeyen bir sıkılaşmaya yol açmaması için de zorunlu karşılık oranları bir miktar düşürülmüştür.

Sonuç olarak, küresel krizden alınan dersler ışığında merkez bankalarına yüklenen sorumlulukların artmasına paralel olarak 2010 yılının sonlarından itibaren TCMB para politikası stratejinde önemli değişiklikler yapmıştır. Finansal istikrara verilen ağırlığın artması ile birlikte para politikası yeni dönemin özelliklerine uygun olarak şekillenmiştir. Para politikası uygulamalarında araç çeşitliliğinin gerekliliği ve esnekliğin önemi ön plana çıkmıştır. Dolayısıyla TCMB tarafından son dönemde alınan kararların yukarıda açıklanan ve dünyada giderek yaygınlaşan yeni politika yaklaşımı çerçevesinde değerlendirilmesi gerekmektedir.

Tablo 1

Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrarın Sağlanması Amacıyla Kullanılan Çeşitli Araçlar

	Hedef	Araç
Makro ve Mikro İhtiyati Politikalar	Finansal kurumların ve sistemin istikrarı	Kaldıraç oranı, sermayenin niteliği ve niceliği, iş çevrimlerine göre değişen sermaye yeterlilik oranları
Para Politikası	Fiyat istikrarı	Politika faizi, repo işlemleri
	Etkin likidite yönetimi	Teminat politikaları, zorunlu karşılıklara ödenen faiz, faiz koridoru
	Finansal dengesizliklerin sınırlandırılması	Zorunlu karşılıklar, rezerv politikası
Kamu Maliyesi	İç talep yönetimi	Vergiler, otomatik dengeleyiciler, ihtiyari kamu harcamalarının iş çevrimlerinin tersi yönünde ayarlanması
	Kamu bütçesinin iyi zamanlarda fazla vermesi	Borç seviyesinin düşürülmesine yönelik tedbirler, finansal sistem üzerindeki vergiler
Sermaye Kontrolleri	Döviz kuru riskinin azaltılması	Döviz pozisyonu açığına sınır getirilmesi, döviz varıklarının kontrolü

Kaynak: Galati ve Mossner (2011).

Tablo 2

Merkez Bankaları Tarafından Kullanılan Faiz Dışı Araçlar

	Bilanço ve Likidite Önlemleri	Zorunlu Karşılık Oranları	Faiz Koridoru	Döviz Kuru ve Rezervlere İlişkin Önlemler	Diğer
ABD	√				√ ¹
Euro Bölgesi	√	√	√		√ ¹
İngiltere	√				√ ¹
Japonya	√				√ ¹
İsviçre	√			√	√ ¹
Kanada	√				√ ¹
Filipinler		√		√	
Macaristan			√		√ ²
Polonya		√		√	
Çek Cumhuriyeti	√				
Rusya		√		√	
Brezilya		√			
Peru		√			
Kolombiya		√		√	
Çin		√		√	√ ³
Endonezya		√	√	√	
Hindistan		√	√	√	√ ³
Güney Kore				√	

1 ABD doları likidite takas piyasasına ilişkin alınan önlemler.
2 Forint cinsi tut-sat piyasasına ilişkin alınan önlemler.
3 Kredi teminat oranına ilişkin alınan önlemler.
Kaynak: Merkez bankalarının İnternet sayfaları.

Kaynakça

Bloxham, P., Kent, C. ve M. Robson, 2010. Asset prices, credit growth, monetary and other policies: An Australian case study. Reserve Bank of Australia Research Discussion Papers, No: 6.

Borio, C. ve M. Drehmann, 2009. Towards an operational framework for financial stability: Fuzzy measurement and its consequences. BIS Working Paper, No: 284.

Borio, C. 2011. Rediscovering the macroeconomic roots of financial stability: Journey, challenges and a way forward. BIS Working Paper, No: 354.

- Corbo, V., 2010. Financial stability in a crisis: What is the role of the central bank? Perspectives on inflation targeting, financial stability and the global crisis. BIS Papers, No: 51.
- Diamond, D. ve R. Rajan, 2009. Illiquidity and interest rate policy. NBER Working Paper, No: 15197.
- Farhi, E. ve J. Tirole, 2009. Leverage and the central banker's put. American Economic Review, Vol: 99, No: 2, 589-93.
- Galati, G. ve R. Moosner, 2011. Macroprudential policy-A literature review. BIS Working Paper, No: 337.
- İngiltere Merkez Bankası, 2009. The role of macroprudential policy. Bank of England Discussion Paper.
- Kohn, D., 2008. Monetary policy and asset prices revisited. Speech at the Cato Institute's annual monetary policy conference. Washington DC.
- Trichet, J., 2009. Credible alertness revisited: Remarks at the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium on Financial Stability and Macroeconomic Policy, Jackson Hole.
- Ünsal, F., 2011. Capital flows and financial stability: Monetary policy and macroprudential responses. IMF Working Paper, No: 189.