

2008 Küresel Krizi ve Değişen Para Politikaları: Dünyada ve Türkiye’de Faiz Koridoru Uygulaması*

Received/Geliş: 22/03/2017

Ömer EMİRKADI**

Accepted/Kabul: 24/08/2017

Öz

Hemen hemen tüm dünya ekonomileri geride bıraktığımız yaklaşık son 10 yılda, etkilerini yoğun olarak hissettikleri ekonomik kriz sonucu, hâlihazırda uygulananlardan farklı para politikası araçları geliştirerek, piyasalara müdahale olanaklarını çeşitlendirmişlerdir. Yaşanan kriz, Türkiye ve benzeri gelişmekte olan pek çok ülkede, finansal istikrarı tehdit etmiş ve geleneksel para politikası uygulamalarının dışında, şoklara karşı süratli bir şekilde tepki verilebilmesine olanak tanıyan, daha esnek politika arayışlarını gündeme getirmiştir.

2008 yılının ikinci yarısında Lehman Brothers’ın iflas etmesiyle ortaya çıkan ve başlangıçta finansal bir kriz olarak öngörülen, fakat sonradan reel sektöre de yansıyan bu krizde, dünya merkez bankaları ile beraber Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’ da geleneksel olarak kullanılan açık piyasa işlemleri, reeskont oranı politikası gibi para politikası araçlarının yanına, faiz koridoru ve likidite yönetimi gibi konjonktürel araçları da eklemiştir. Böylece merkez bankaları para otoritesi olarak, hem piyasalara dönük etki alanlarını genişletmişler hem de, ani ve beklenmedik ekonomik gelişmelere kolayca adapte olma ve zamanında müdahale edebilme sürecini hızlandırmışlardır.

2011 yılı başından itibaren TCMB, finansal oynaklığa zamanında tepki verebilmek için daha önce kullanılmamış olan birer araç olarak, faiz koridoru ve fonlama politikasını uygulamıştır. Buna göre, Merkez Bankası’nın piyasaya sağladığı kısa vadeli fonların kompozisyonu, yüksek frekanslarda değiştirilerek, ihtiyaç duyulan dönemlerde piyasa faizlerinin Merkez Bankası fonlama faizinden sapsması hedeflenmiştir.

Çalışmada; TCMB’nin yaşanan küresel kriz ve ortaya çıkan küresel ekonomik gelişmeler sonucu, fiyat istikrarı hedefine ilave olarak eklenen finansal istikrarı da etkilemesi amacıyla, uyguladığı para politikası ve özelde de merkez bankalarının gecelik borç alma ve verme faizleri arasındaki pencere olarak tanımlayabileceğimiz faiz koridoru aracının ve onun etki kanallarının daha iyi anlaşılmasına katkı sağlanması amaçlanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Faiz Koridoru, Küresel Ekonomik Kriz, Merkez Bankası, Para Politikası

*Bu çalışma, FINANDEBT-“The 3rd International Conference on Debt Crises and Financial Stability”, 02-03 November 2016, Istanbul-Turkey Konferansında sunulmuş aynı isimli çalışmanın, gözden geçirilmiş ve geliştirilmiş hali olup, özeti bildiri kitabında yer almaktadır.

** Öğr. Gör., Karadeniz Teknik Üniversitesi, Araklı MYO, emirkadi@ktu.edu.tr, Trabzon, 0 462 377 13 22, ORCID NO: 0000-0001-5808-249X

2008 Global Crisis and Changing Monetary Policy: The Practise of Interest Rate Corridor in the World and Turkey

Abstract

Almost every world economies has diversified the opportunities of market interventions in the last 10 years by developing different monetary policies than the existing ones, in result of the economic crisis that was experienced heavily. The crisis threatened the financial stability in Turkey and other developing countries. Also, out of the practice of traditional monetary policy, the crises brought up the search of a more flexible policy that enables to react to shocks rapidly.

In the second half of 2008, as a result of Lehman Brothers bankruptcy a global crisis occurred, which was considered as a financial crisis at first but then affected the real sector. In this crisis, along with the world central banks, the Central Bank of the Republic of Turkey too added cyclical tools such as interest rate corridor and liquidity management to the tools of monetary policy like open market operations, which is used traditionally, and discount rate policy. Consequently, as a monetary authority, central banks both expanded their scope, directed to market, and expedited the process of adopting to unexpected economical developments and involving the situation easily.

Since the beginning of 2011, the CBT, has applied interest rate corridor and funding policy that were not practised before, in order to react to the financial volatility in time. According to this, it is aimed to swap the composition of short term fund, which is provided by central bank, to high frequencies and so market rate may deviate from the funding rate of central bank, when needed.

In this study; it was aimed to contribute to get a better understanding on interest rate corridor tools, which may be defined as a window between the monetary policy, which CBT applied, as result of global crisis and global economical developments, in order to effect the financial stability, that added to price stability goals and overnight borrowing - lending rates of central banks in the private and also on the effects of interest rate corridor tool.

Keywords: Central Bank, Global Economic Crisis, Interest Rate Corridor, Monetary Policy

Giriş

1929 Büyük Buhranından sonra yaşanan en önemli ve sarsıcı kriz olarak nitelendirilebilecek 2008 krizi, kısa sürede küresel ölçekte gerek gelişmiş gerekse de aralarında ülkemizin de bulunduğu gelişmekte olan pek çok ülkeyi olumsuz yönde etkilemiştir. Küresel finans sisteminin deyim yerindeyse çökmesi, dev şirketlerin birbiri ardına gelen iflasları ve işsizliğin rekor ölçüde artış göstermesi, krizin hızla yayılmasına neden olmuştur. Yaşanan tüm bu olumsuz gelişmelerden dolayı gerek bireysel, gerekse de kurumsal anlamda yaşanan talep daralması, beraberinde ekonominin üretim kesimini de negatif etkilemiş ve küresel ekonomi ciddi anlamda daralmaya başlamıştır.

Doğaldır ki bu olumsuz tablo kamu otoritelerini ve merkez bankalarını ulusal ekonomileri krizden çıkaracak politika arayışlarına yöneltmiştir. Bu arayışlar neticesinde kriz döneminde ortaya çıkan sistemik risklerin bertaraf edilmesi amacıyla kurumların eşgüdüm içerisinde bir politika uygulaması da kaçınılmaz olmuştur. Elbette ki, krizin etkilerinin ortaya çıkması ile birlikte her ülke kendine özgü çözüm paketleri ve politika önerileri hazırlamış ve uygulamaya koymuştur. (Şentürk, Kayhan ve Bayat, 2016:147)

2007 yılı ortalarında ABD ekonomisinde başlayan ve 2008 yılı Eylül’ünde önemli bir yatırım bankası olan Lehman Brothers’ın, yaklaşık 613 milyar dolarlık bir borç ile iflası sonucu küresel ölçekte derinleşen finans krizi, ardında neredeyse tüm ülkeleri etkileyen, uzun soluklu ve telafisi güç hasarlar bırakmıştır. 2000 ile 2006 yılları arasında finans piyasalarında yaşanan likidite bolluğu ve devamında bu likit varlıkların özellikle de türev piyasalarında karlı işlemlere dönüştürülmesi, sistemin önemli ölçüde sarsılmasında ki etkenlerden biri olmuştur.

2000’li yılların başında, ABD ekonomisinde uygulanan genişletici para politikaları sonucu azalan faizlerin bir yansıması olarak yaşanan maliyet düşüşleri, finansal aracılık hizmeti veren kurumlar açısından, kredi biçiminde kullanılabilecekleri fon fazlalıklarını da beraberinde getirmiştir. Söz konusu bu fon fazlalıkları başlangıçta, mortgage kredilerine yönlendirilmiş ancak, süreç daha sonra bankaların, oldukça yüksek risk içermelerine rağmen daha fazla kar beklentisi ile eşik – altı (sub–prime) olarak adlandırılan edilen konut kredilerini kuralsız bir biçimde dağıtmalarıyla devam etmiştir. Nihayet uygulanan bu politikalarla konut talebinde önemli miktarda artış yaşanmış ve

konut fiyatları büyük ölçüde artmıştır. Dolayısıyla da yaşanan bu gelişmeler, ABD’de sektörel bazda önemli konut balonlarının oluşması sonucunu doğurmuştur.

Küresel finans krizinin etkilerini azaltmak amacıyla, geleneksel para politikası kuramı çerçevesinde öncelikle faiz indirimleri yapılmış, fakat söz konusu önlemlerin yeterli olamaması sonucu, gelişmiş ülke merkez bankaları niceliksel bir genişleme (Quantitative Easing) politikasına yönelmişlerdir. Bu dönemde ön planda FED olmuş ve geleneksel olmayan para politikası tedbirleri kullanılarak piyasalara yüklü miktarda likidite sağlanmıştır. Bununla birlikte süreç çeşitli varlık alım programları ile de desteklenmiştir. Ne var ki, FED’in uygulamaya koyduğu birinci ve ikinci varlık alım programları finansal sistem aracılığı ile reel ekonominin canlandırılmasında başarılı olamamış ve her programda artan miktarda varlık alım programı uygulanması öngörülmüştür.

Bu olumsuz tablonun yaşanmasında aynı zamanda, bireylerin ekonominin gidişatına ilişkin beklentilerinin negatif yönlü olması da belli ölçüde rol oynamıştır. Bununla beraber uygulanan üçüncü program nispeten olumlu olmuş ve ekonominin reel kesimini belli ölçüde canlandırmaya başlamıştır. Söz konusu adımların devamında ise, niceliksel genişlemenin göstergesi ve/veya sonucu olarak FED’in bilanço büyüklüğü (kriz öncesi dönemde 800 milyar dolar düzeylerinde seyreden FED’in toplam aktif büyüklüğü krizle beraber 4,5 trilyon dolara kadar çıkmıştır) rekor düzeylere ulaşmıştır (Alper vd., 2015:3-4).

Nihayet 2013 yılı mayısında dile getirilen varlık alım programının sonlandırılacağına ilişkin Fed yetkililerinin açıklamalarının ardından, geçen iki yılın sonunda program ancak sonlandırılabilmiştir. Yaşanan bu gecikme ABD ekonomisinin görünümünün, istenilen düzeye (*yüzde 2’lik bir enflasyon hedefi ve yüzde 5’lik bir işsizlik oranı*) ulaşabilme olasılığının oldukça düşük düzeylerde realize olmasından kaynaklanmaktadır.

Bu çalışmada esas olarak, küresel krizin yarattığı kargaşa ve belirsizlik ortamında, krize tepki olarak TCMB’nin uygulamaya başladığı *Faiz Koridoru Mekanizması*’nın işleyişi betimlenecektir. Bu amaçla; çalışmada öncelikle 2008 krizinin arka planı ve nedenleri ele alınmış ayrıca, genel olarak dünya merkez bankalarının ve ülkemiz özelinde de TCMB’nin krize karşı uyguladıkları politikalar değerlendirilmiştir. Daha sonra ise,

geleneksel para politikası araçlarının dışında yer alan faiz koridoru mekanizması ve kısa vadeli faizlerin oluşumu irdelenmiştir.

Küresel ve Yerel Ölçekte Krize Karşı Uygulanan Para Politikası Önlemleri

Önceki kısımda da belirtildiği üzere, krizle beraber yaşanan talep daralması sonucunda enflasyonda önemli ölçüde gerileme yaşanırken, başlıca görevi fiyat istikrarı olan merkez bankaları da piyasaya likidite desteği vererek, faiz oranlarını düşürmeye ve aynı zamanda hazırladıkları yüksek miktarlı kurtarma paketleri ile de piyasaları rahatlatmaya çalışmışlardır. Yaşanan bu süreçte, özellikle ABD, AB ve Japonya gibi gelişmiş ülkeler faiz oranlarında büyük miktarda indirimlere giderken, birçoğu da faiz oranlarını sıfır düzeyine çekmiştir. (Vural, 2013:8).

2008 yılının sonuna kadar temkinli/ılımlı bir para politikası sürdüren gelişmekte olan ülkeler, portföy akımları ve kredi imkânlarında küresel çapta yaşanan görülen daralma sonucu aynı yılın aralık ayından itibaren faiz oranlarını hızlı bir şekilde indirmeye başlamışlardır. Bununla beraber aralarında ülkemizin de bulunduğu gelişmekte olan pek çok ülkedeki enflasyon oranlarının, gelişmiş ülkelere oranla yüksek olması, bu ülkelerde faiz oranlarının gelişmiş ülkelerdeki gibi neredeyse sıfır seviyelerine gelmesine engel olmuştur.

15 Eylül'de Lehman Brothers'ın iflasını açıklamasıyla kredi piyasaları üzerinde yoğun bir basınç oluşmuştur. Büyük ölçekli finans kurumlarının ekonomik istikrara yönelik yükselen tehditleri ve ekonomik faaliyetlerdeki hızlanan geri çekilme dünya ekonomisi ve küresel çapta uygulanan para politikaları için bir kritik bir dönemeç olmuştur. 8 Ekim tarihinde altı büyük merkez bankası aynı anda kendi politika faizlerinde kesintiye gitmişlerdir. Dünyanın dört bir yanındaki diğer merkez bankaları da hızlıca faiz oranlarında indirime gitmeye başlamışlardır.

2008 yılı son çeyreğinde ve özellikle de 2009 yılı başlarında dünya genelinde büyüme ve enflasyonda yaşanan geri çekilme, birkaç ay öncesine göre büyümeye ilişkin risklerin negatif yönlü arttığını göstermekteydi (BIS, 2009:92). Kriz süresince gelişmiş ülke merkez bankaları, riskli hisse senetlerinin alınması ya da, doğrudan kurtarma paketleri sunulması gibi niceliksel genişlemelerle likidite artırımına giderek, piyasaları durgunluktan

çıkarmaya çalışmışlardır. Bununla birlikte yürütülen mali destek programları, bütçe açıklarının çok yüksek düzeylere çıkmasına yol açmıştır. Ayrıca gelişmiş ülkelerde artan likiditenin önemli bir kısmı gelişmekte olan ülkelere yönelerek makroekonomik istikrarı tehdit eder hale gelmiş, bunun üzerine söz konusu ülkelerde faiz dışı araçların aktif kullanılması suretiyle para politikası duruşu sıkılaştırılmıştır (Serel ve Bayır, 2013:59-80). Aynı zamanda gelişmekte olan ülkelere, geleneksel olmayan para politikası araçlarının yanı sıra bunları tamamlayıcı nitelikte makro ihtiyati politikalar da (kredi teminat oranı ve borç gelir oranı için üst limit konulması, sektörel bazda sermaye yeterlik katsayısı uygulaması, borçlanma vadesi ve kaynağına göre değişen zorunlu karşılık uygulamaları vb.) yürürlüğe konulmuştur.

ABD başta olmak üzere gelişmiş ülkelerde uygulanan genişletici para politikalarının bir sonucu olarak ortaya çıkan küresel likidite bolluğu, yatırımcıları riskli ve yüksek getirili finansal araçlara yönelterek gelişmekte olan ülkelere doğru bir sermaye akımına neden olmuştur. Bu gelişme TL’nin değerlenmesine ve piyasa faizlerinin düşmesine neden olmuştur. Bir taraftan tüketim ve yatırım talebi canlanırken diğer taraftan da, sermaye girişleri dış kredilerde artış ve yerel para biriminde değerlenme yoluyla ithalatın artmasına neden olarak cari işlemler açığını genişletici yönde etkide bulunabilmektedir (TCMB, 2010:22).

Küresel krize Türkiye ekonomisi açısından baktığımızda; merkez bankamız, para politikası aracı olarak kullandığı politika faizini (1 haftalık repo) kullanmayı sürdürmüş ve enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler içinde politika faizlerini en fazla düşüren merkez bankası olmuştur. Açıklanan risk primi göstergelerinin ve enflasyon oranlarının, TCMB’nin hedeflerine benzer çıkması ile alınan para politikası kararları, piyasa beklentileri üzerindeki etkiyi güçlendirmiş ve bunun sonucunda piyasa faizleri kademeli olarak düşerek, Türkiye ekonomisinin kısa vadedeki en düşük seviyelerine gerilemiştir.

TCMB krizin etkilerini hafifletmek amacıyla; politika faiz oranını düşürmüş ve bankalar arası para piyasalarının kesintisiz ve etkin bir biçimde çalışmasına yönelik tedbirler almıştır (TCMB, 2015:30). Ayrıca, merkez bankası, küresel ölçekte yaygınlık kazanan politika yaklaşımlarına ek olarak, finansal istikrara verdiği ağırlığı artırırken araç kümesini de çeşitlendirme yoluna gitmiştir. Bu arada, başlangıç aşamasında para politikasının piyasalar tarafından algılanmasına dair bazı zorluklar da gündeme gelmiştir.

TCMB 2002 yılından itibaren uyguladığı politika stratejisini yeniden ele almış ve o döneme kadar uygulanan politikalara uyum sağlamış olan iktisadi birimlerin, yeni politika yaklaşımını kavraması ve benimsemesi için belli bir sürenin geçmesi gerekebileceğini düşünmüştür. Bu arada, Merkez Bankasının amaç fonksiyonunun zenginleştirilmiş olması da algılama konusunda ilave bir takım çabaları beraberinde getirmiştir.

Aynı zamanda TCMB tarafından fiyat istikrarına ek olarak finansal istikrarın gündeme getirilmesinin, enflasyon hedefinden ödün verilebileceği şeklinde algılanması riski ve buna ek olarak, faiz koridoru ve zorunlu karşılıklar gibi geleneksel olmayan para politikası araçlarının, aktarım kanalları konusunda henüz kabul görmüş kuramsal bir çerçevesinin bulunmaması da, sistemin işleyişini zorlaştıracak faktörler olarak öngörülmüştür (Başçı ve Kara, 2011:9).

TCMB, kriz döneminde yaşanan bütün bu zorlukları aşmak için aktif bir iletişim politikası izlemiştir. Amaç fonksiyonundaki farklılaşmanın enflasyon beklentilerini bozmasını engellemek için, enflasyona dair temkinli bir politika duruşu benimsemiş ve para politikasının sıkılaştırılması gerektiğini ifade etmiştir (Başçı ve Kara, 2011:10). Türkiye'nin daha önce kendi iç dinamiklerine bağlı olarak yaşamış olduğu krizlerden edinilen tecrübe, TCMB'yi daha etkin ve esnek bir para politikası üretmeye teşvik etmiştir. Bu nedenle, Türkiye'nin kriz sırasında aldığı en önemli tedbirlerden biri döviz piyasalarına ve finans sistemi döviz likiditesine yönelik yürüttüğü politikadır (Kutlar ve Gündoğan, 2012:8).

Bu bağlamda, piyasadaki likiditeyi belirleyen faktörler şunlardır: (TCMB, 2013:4)

*Parasal taban değişimleri (emisyon hacmindeki değişimler ve bankaların TL serbest mevduatındaki değişimler)

*TCMB'nin piyasa ile gerçekleştirdiği TL karşılığı işlemler (TL karşılığı net döviz alış/satış işlemleri, ödenen/tahsil edilen faizler, cari harcamalar, ihracat reeskont kredileri, Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) ve kira sertifikası alım/satım işlemleri)

*Hazine'nin piyasa ile gerçekleştirdiği TL karşılığı işlemler (TCMB'ye yapılan itfalar hariç net TL cinsi DİBS ve Kira Sertifikası itfa-ihraç farkı, faiz dışı fazla/açık giriş/çıkışları, özelleştirme ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) kaynaklı TL transferleri ile diğer kamu işlemleri.

Bunlara ek olarak, Hazine’nin iç ve dış borçlanma dâhil her türlü döviz cinsi net tahsilatı ya da, ödemesi ile TCMB’ye olan itfaları ve TCMB’nin Hazine’ye kar transferleri, Hazine’nin TL cinsi borçlanma gereğinin tespitinde önemli olması nedeniyle piyasadaki likiditeyi dolaylı olarak etkilemektedir (TCMB, 2013:5).

Para Politikası Değişkenleri: Faiz Koridoru ve Kısa Vadeli Faizler

Bu bölümde geleneksel para politikası uygulamaları dışında görece *sıra dışı olarak* nitelendirilebilecek faiz koridoru politikasının uygulamadaki işleyişi ve piyasa fonlama politikasının parasal aktarım mekanizması bakımından ekonomiyi yansımaları ele alınacaktır.

Faiz koridoru uygulaması borç verme faizi, politika faizi ve borç alma faizi oranlarının merkez bankası tarafından belirlenmesi ile ortaya konulmuş geleneksel olmayan bir para politikası aracıdır (Berentsen ve Monnet, 2006; Berentsen, Marchesiani, ve Waller, 2010).

Buna göre;

i. Borç verme faizi oranı (i_{bv}), geçici likidite sıkışıklığındaki bir bankanın kısa vadeli borçlanmak amacıyla merkez bankasına ödemeyi kabul ettiği faiz oranıdır. Merkez bankası ise, borçlanma faizini ilan ederek geçici olarak likidite sıkışıklığına düşen bankanın ödeyeceği en yüksek faiz oranını belirlemiş olur. Doğaldır ki hiçbir banka ilan edilen faiz oranından daha yüksek bir faiz oranıyla borçlanmayı tercih etmeyecektir.

ii. Borç alma faizi oranı (i_{ba}), geçici likidite fazlası olan bir bankanın faiz getirisi sağlamak için sahip olduğu fazla likiditeyi mevduat olarak merkez bankasına yatırması durumunda elde edeceği faiz oranıdır. Merkez bankası borç alma faizi oranını açıklayarak geçici likidite fazlası olan bir bankanın elde edeceği minimum faiz getirisini belirlemiş olur. Hiçbir banka geçici likidite fazlasını bu faiz oranından daha düşük bir faiz oranı karşılığında mevduat olarak yatırmayacaktır.

iii. (i) ve (ii)’de yer alan bilgiler ışığında, bankalar arası borç alma-borç verme faizi oranı; i^*

$i_{ba} \leq i^* \leq i_{bv}$ aralığında, genellikle koridorun orta noktasında veya ortanın biraz üzerinde gerçekleşecektir.

iv. Politika faizi, merkez bankası tarafından borç verme faizi oranı ile borç alma faizi oranının oluşturduğu koridorun, genellikle orta noktası olarak belirlenmektedir.

v. Merkez bankası, değişen ekonomik koşullara tepki olarak, politika faizini değiştirmeden, koridoru yukarı veya aşağı hareket ettirebilmektedir.

Faiz koridoru uygulaması, merkez bankasının politika faizine doğrudan müdahale etmesi yerine, alt ve üst bantta yapacağı değişimlerle ekonomiyi yönlendirmesine olanak vermektedir. Ayrıca merkez bankaları faiz koridorunun alt ve üst bantlarını belirlerken, koridorun orta noktası olarak hedeflemiş olduğu politika faizinin, bankanın enflasyon ve ekonomik büyüme hedefleri ile uyumunu da gözetmektedir. Aynı zamanda, merkez bankası faiz koridoru uygulamasıyla politika faizindeki oynaklığı sınırlandırmayı amaçlamaktadır ve bu amaç, merkez bankasının ekonomideki belirsizlikleri azaltmaya yönelik hedefiyle uyumludur.

Nihayet faiz koridoru uygulamasının esnek bir yapıda olması ve faiz oranlarının kontrolünde önemli kolaylık sağlaması, küresel çapta merkez bankalarını bu uygulamaya yöneltmiş ve bir politika aracı olarak faiz koridoru uygulaması pek çok merkez bankasınca kullanılır olmuştur.

Faiz koridoru uygulamasının dünyadaki örneklerine bakacak olursak; Avrupa Merkez Bankası (ECB), 1998 yılının Haziran ayından itibaren koridor sisteminin uygulanması yönündeki çalışmalarını hızlandırmıştır. 1999 yılında Avrupa Para Birliği'ne (Euro) geçilmesiyle de faiz koridoru sistemi fiilen uygulamaya konulmuştur. AMB'nin faiz koridoru uygulaması, tipik olarak gecelik faiz oranının taban ve tavanından oluşmaktadır. Koridorun tabanını gecelik mevduat faiz oranı oluştururken, koridorun tavanını ise marjinal borç verme oranı oluşturmaktadır. Faiz koridorunun genişliği ve hedef faiz oranı, Avrupa Governörler Konseyi tarafından gerçekleştirilen her ayın ilk toplantısında belirlenmekte ve böylelikle para politikası duruşu ortaya konulmaktadır (Kahn, 2010; 18).

AMB, kurulduğu tarihten itibaren faiz koridoru oranlarında birçok değişiklik yapmış, bazı dönemlerde simetrik bazı dönemlerde ise, asimetrik faiz koridoru uygulamasını benimsemiştir. Küresel Kriz öncesinde banka faiz oranları normal seviyenin oldukça üzerinde olduğundan, AMB ile olan fon alışverişleri sınırlı tutulmuştur. Bu dönemde, kredi ve mevduat faiz oranları, temel refinsman işlemlerinin minimum teklif oranı etrafında/100 baz puan civarında belirlenmiştir. 9 Ekim 2008 tarihine gelindiğinde ise, piyasa faiz

oranlarındaki farklılıkları sınırlandırmak amacıyla koridor genişliği, gösterge politika faizi etrafında yaklaşık 50 baz puan daraltılmıştır. 2009 yılında krizin etkilerinin nispeten azalmasının ardından faiz koridoru genişletilmiş ancak, aynı yıl içerisinde %1 olan gösterge politika faizinin indirilmesiyle birlikte koridor tekrar 75 baz puan daraltılmıştır (Bowman, Gagnon ve Leahy, 2010: 9).

AMB 2014 yılının Haziran ayından itibaren borç alma faiz oranını ilk defa negatif düzeye çekmiştir. Buna göre faiz koridoru genişliği 16 Mart 2016 tarihli toplantının ardından (borç alma faizi %-0,4 ve borç verme faizi %0,25) 65 baz puan olarak belirlenmiştir (AMB, 2016). Bu uygulamadan elde edilmek istenen, yatırımlar yerine harcamaları teşvik etmek ve böylece ekonomiyi canlandırmak olmuştur. Ayrıca kısa ve uzun vadeli likidite desteğinin arttırılmasının finansal istikrara olumlu yansımaları olacağını düşünen AMB, gecelik faiz oranının koridor tabanına yaklaşmasına geçici olarak izin vermiştir. Böylelikle mevduat faiz oranı, geçmiş dönemlere göre daha belirgin bir rol üstlenmeye başlamıştır (Bernhardsen ve Kloster, 2010, s. 18).

Küresel ekonomik gelişmelere aldığı kararlarla yön veren bir diğer önemli merkez bankası olan Japonya Merkez Bankasının faiz koridoru uygulamasına ilişkin olarak yaptıklarını ele alırsak, Japonya Merkez Bankası (JMB) 2001 yılının Mart ayında Tamamlayıcı Kredi Tesisi (Complementary Lending Facility) sistemini uygulamaya başlamış ve 25 baz puanlık bir faiz oranı belirlemiştir. Bu sistem sayesinde, kredi talepleri uygun teminatlar ile güvence altına alınmış ve katılımcılara kullandırılan krediler için resmi iskonto oranı uygulanmıştır. Bununla birlikte, kredi vadesi bir gecelik olmasına karşın, beş iş gününe kadar uzatılabilmesine izin verilmiştir. Resmi iskonto oranının, gecelik faiz oranı (overnight call rate) için belirlenen işlem hedefinden yüksek olması, gecelik faiz oranı üzerinde bir tavan oluşturmuştur (Friedman ve Kuttner, 2010: 42).

2008 Krizi’nin etkileri, JMB’nın para politikasını ve araçlarını da etkilemiştir. Teminatlandırılmamış gecelik faiz oranı için belirlenen hedef 30 baz puana düşürülmüştür. JMB bu durum karşısında, geçici bir önlem olarak Tamamlayıcı Mevduat Tesisi (Complementary Deposit Facility) sistemini uygulamaya koymuş ve faiz oranını 10 baz puan olarak belirlemiştir. 19 Aralık toplantısında alınan bu kararın ardından faiz oranı için belirlenen hedef,

koridorun taban seviyesi olarak kabul edilmiştir (Bowman ve diğerleri, 2010, s. 10).

İngiltere Merkez Bankası (BoE) faiz koridoru uygulamasını ilk olarak 2001 yılında yürürlüğe koymuştur. Faiz koridoru sisteminin uygulandığı 2001-2005 döneminde politika faizi olarak resmi repo oranı kullanılmış ve koridorun genişliği bu oranın 100 baz puan altında ve üstünde (200 baz puan genişlik) simetrik olacak şekilde belirlenmiştir. Mart 2005-Nisan 2006 arası dönemde ise koridorun genişliği resmi repo oranının 25 baz puan altında ve üstünde (50 baz puan genişlik) olacak şekilde daraltılmıştır. Böylece piyasa faiz oranları politika faiz oranına yakın tutularak aşırı dalgalanma önlenmeye çalışılmıştır. BoE, Mayıs 2006 tarihinde ise hem koridorun genişliğinde hem de para politikasının uygulanma şeklinde birtakım değişikliklere gitmiştir. Öncelikle koridorun genişliği yeniden 100 baz puana genişletilmiştir. Politika faiz oranı olarak ise Resmi Banka Oranı adı verilen bir oran kullanılmaya başlanmıştır. Bu yeni düzenleme ile bankaların her ay kendi rezerv hedeflerini belirledikleri bir koridor sistemi oluşturulmuştur (Clews, Salmon ve Weeken, 2010:, 297).

BoE, 2008 yılının Mayıs ayında öncelikle 2008 krizinin etkilerini en aza indirmek ve dalgalandırmayı sınırlandırmak için hem faiz oranlarını düşürmüş hem de koridorun genişliğini yeniden 50 baz puan daraltmıştır. İkinci olarak ise, Ekim 2008'den günümüze kadar politika faizi olarak Operasyonel Daimi Destek (ODD) olarak adlandırılan yeni bir strateji geliştirilmiştir (BoE, 2012: 9).

BoE faiz oranları, koridor uygulamasının başladığı 2001 yılından bu yana toplam 21 kez değişikliğe uğramıştır (Bank of England, Statistical Interactive Database). İngiltere Merkez Bankası finansal sistemde meydana gelen her türlü değişikliğe karşı uyguladığı para politikalarında güncellemelere gitmiş örneğin; ekonomik genişleme dönemlerinde koridoru genişletmiş, daralma dönemlerinde ise tam tersi bir uygulamaya giderek koridoru daraltmış ve böylece finansal istikrara katkı sağlamak amaçlanmıştır.

İsveç Merkez Bankası ise küresel finansal krizle birlikte faiz koridorunu daraltma politikası izlemiş, faiz koridorunun tabanını sıfırın altına indirmiştir. Her ne kadar negatif faiz oranı merkez bankasında mevduat 45 tutmayı caydırıcı bir nitelik taşısa da bankalar beklenmedik bir şekilde İsveç Merkez Bankası'na yüksek miktarda mevduat yatırmaya devam etmişlerdir.

Norveç Merkez Bankası asimetrik faiz koridoru sistemi uygulamakta ve faiz oranını koridorun tabanına yakın tutmak amacıyla piyasadaki aşırı likiditeyi kullanmaktadır. İzlanda Merkez Bankası, kısa dönemli piyasa faiz oranı oynaklığını önlemek ve bankalar arası gecelik faiz oranını koridorun merkezine yaklaştırmak için faiz koridorunu daraltmıştır.

Polonya Merkez Bankası’ da gecelik faiz oranının gösterge faiz oranı çevresinde $\pm \%1,5$ ’lik bir bant içinde dalgalanmasına izin vermektedir.

Türkiye’de faiz koridoru sistemine baktığımızda 2010 yılının ortalarına kadar bankacılık sisteminde net likidite fazlası yaşandığı görülmektedir. Bu nedenle, 2002 yılından 2010 yılının ortalarına kadar geçen dönemde efektif politika faizi, TCMB’nin borçlanma faizi (koridorun alt bandı) olmuş, Borsa İstanbul (BIST) Bankalar arası Gecelik Repo/Ters Repo Pazarı’ndaki faiz (BIST gecelik faizi) de koridorun alt bandına yakın düzeylerde gerçekleşmiştir. 3 Mayıs 2010’da TCMB yeni bir likidite enstrümanı olan bir hafta vadeli repo ihalelerine başlamış ve söz konusu enstrüman bankanın temel fonlama aracı haline gelmiştir.

2010 yılının sonlarından itibaren TCMB temel hedefi olan fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da destekleyici bir hedef olarak benimsemiştir. Fiyat istikrarı - finansal istikrar ödünleşmesinin üstesinden gelebilmek için yeni politika araçlarına ihtiyaç duyan TCMB, faiz koridorunu aktif likidite politikası ile eşgüdümlü bir şekilde kullanmaya başlamıştır. Bir hafta vadeli repo faizinin varlığı, TCMB’nin faiz koridorunun parametrelerini (alt bant, üst bant ve genişlik) temel fonlama aracından bağımsız bir şekilde değiştirebilmesine olanak sağlamıştır. Nitekim 2010 yılının sonlarından itibaren faiz koridoru dönem dönem aşağı veya yukarı yönlerde asimetrik bir şekilde genişletilerek ek bir politika aracı olarak kullanılmıştır (Ünalmiş, 2015: 2).

TCMB’nin para politikası duruşuna baktığımızda; koridor bünyesinde duyurulan resmi faizler ile fonlama faizleri arasında oluşan bir etkileşim dikkati çekmektedir. Grafik 1’de TCMB koridor sistemi çerçevesinde kısa vadeli fon piyasasında faizlerin oluşumu basitleştirilmiş bir kurguyla gösterilmektedir. Burada arz ve talep eğrileri sistemin kısa vadeli net fon arz ve talebini yansıtmaktadır.

Türkiye’de 2010 yılından bu yana sistemin net likidite açığı (fonlama ihtiyacı) bulunduğundan TCMB, piyasadaki arz-talep dengesini finansal kuruluşlara düzenli olarak borç vererek sağlamıştır. Diğer bir ifadeyle TCMB,

düşemeyecektir. Dolayısıyla faiz koridoru piyasa faizlerinin salınım gösterebileceği aralığı tanımlamaktadır (Binici vd.i, 2016, 8).

Arz eğrisi merkez bankasının fon arzı kanallarının çeşitliliğini göstermektedir. Arz eğrisinin basamak biçiminde olmasının nedeni ise, banka tarafından haftalık repo miktarının doğrudan belirlenebilmesi ve iki ayrı kanaldan farklı maliyetle fonlama yapılabilmesidir.

Talep eğrisi ise, bankaların kısa vadeli likidite talebinin piyasa faiz oranları ile olan ilişkisini göstermektedir. Piyasa faizleri yükseldiğinde fon talebi düşeceğinden talep eğrisinin eğimi negatif olmaktadır. Fakat piyasa faizi, merkez bankası borçlanma faizi seviyesinden az olamayacağından, bu seviyeden sonra talep eğrisi yatay bir eğilim sergilemektedir. Bankalar arası para piyasası faizi ise, likidite arz ve talebinin kesiştiği denge (A) noktasında oluşmaktadır.

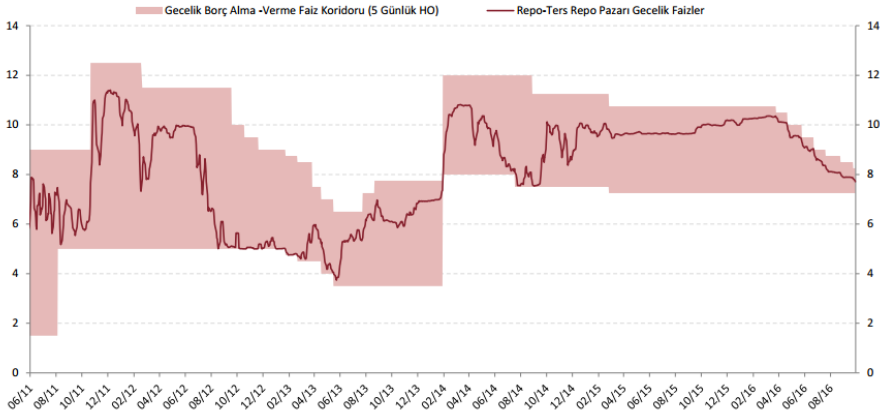
TCMB fiyat (faiz) ve miktar kontrolü yoluyla arz eğrisini yatay veya dikey boyutta kaydırabilmektedir. Fonlama faizleri her ay Para Politikası Kurulu toplantısında güncellenerek ilan edilmektedir. Miktar tarafında ise haftalık repo olanağı ile ne kadar fon sağlanacağı günlük frekansta miktar ihalesi ile belirlenmektedir. Gün başında TCMB, haftalık repo ile sağlanacak fonların miktarını ilan etmekte ve söz konusu fonlar teklif veren bankalar arasında bilanço büyüklüklerine göre paylaştırılmaktadır.

Herhangi bir günde TCMB, sistemin fonlama ihtiyacının tamamını haftalık repo imkânı ile karşılayabileceği gibi ihtiyacın sadece bir kısmını bu kanaldan sağlamayı da tercih edebilmektedir. Dolayısıyla da, merkez bankası fonlamasının ortalama faizi yükselmektedir. Fonlama ihtiyacının tamamının haftalık repo ile karşılanmadığı günlerde bankalar kalan fon ihtiyacı için daha pahalı fonlama imkanı olan marjinal fonlamaya başvurmak durumunda kalmaktadır (Binici vd.i; 2016, 9). Böylece interbank piyasasında oluşan gecelik faiz, marjinal fonlama oranı seviyesinde gerçekleşecektir.

Finansal kuruluşlar açısından merkez bankası dışında likidite gereksinimlerini karşılayabilecekleri ayrı para piyasaları da bulunmaktadır. Bu piyasalar arasında en çok işlem yapılan ve yoğun şekilde kullanılan iki piyasa, BIST gecelik repo piyasaları (Repo-Ters Repo Pazarı ve Bankalar arası Repo-Ters Repo Pazarı) ve kur takası piyasasıdır (Grafik 2). Bu piyasadaki kısa vadeli faiz oranları önemli ölçüde merkez bankasınca yönetilmektedir. Bununla birlikte grafik 3’de, söz konusu bu piyasaları da kapsayan ağırlıklı ortalama piyasa faizi ile Hazine bonusu getirileri ve kur takası getirileri arasındaki ilişki

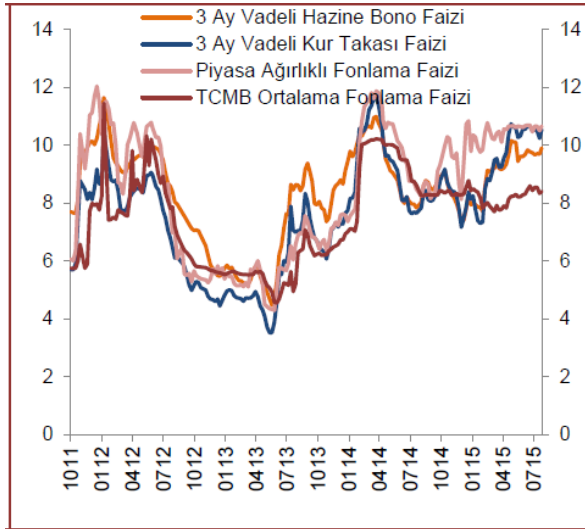
gösterilmektedir. Dolayısıyla da piyasa faiz oranlarının TCMB'nin uyguladığı likidite politikalarından da etkilenmeleri sebebiyle, bir hafta vadeli repo faiz oranı ve koridorun üst bandına göre daha iyi bir gösterge olabileceği düşünülmektedir.

Grafik2: BIST Repo-Ters Repo Pazarı Gecelik Faizler (Yüzde)



Kaynak: TCMB, 2016: 76.

Grafik 3: Piyasa Ağırlıklı Ortalama Fonlama Faizi



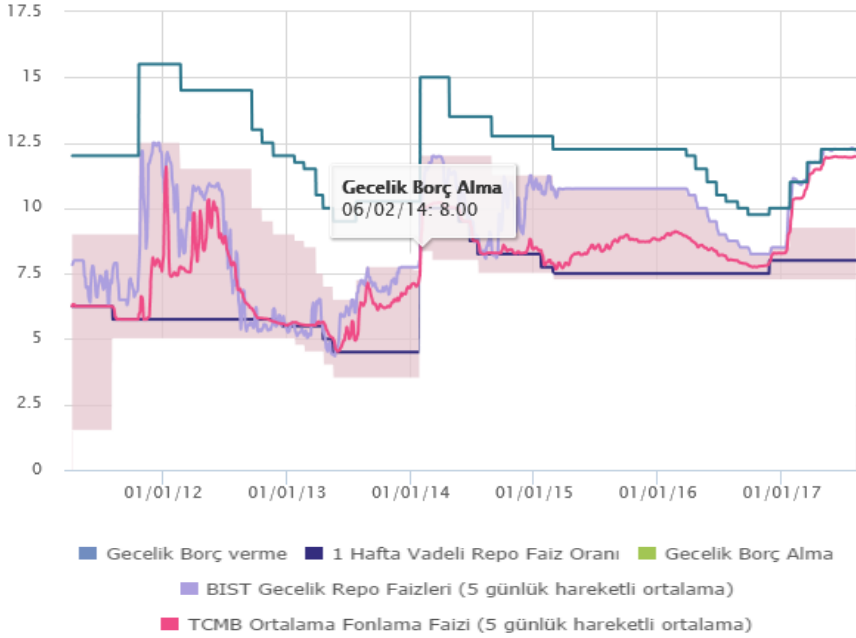
Kaynak: Bloomberg, BİST, TCMB.

TCMB, faiz koridoru politikası çerçevesinde bazı günleri istisnai gün ilan ederek bankaların fonlama stratejisini değiştirmektedir. Bununla birlikte TCMB’nin haftalık repo ihalesi düzenlemediği ve fonlamayı klasik ihale yöntemi ile bankalardan talep toplayarak gerçekleştirdiği günler, istisnai gün olarak isimlendirilmektedir. İstisnai gün uygulamasında haftalık repo ihalesi ile politika faizinden borçlanamayan bankalar, likidite ihtiyaçlarına göre taleplerini oluşturduğu için klasik ihalede oluşan faiz oranı, koridorun üst sınırına yaklaşmaktadır. Böylece TCMB, politika faizini değiştirmeden faizleri geçici olarak yükseltip döviz talebini kısararak TL’nin değer kazanmasını amaçlamaktadır. Bu şekilde, enflasyon üzerindeki baskı hafifletilerek finansal istikrara da katkı sağlanmaya çalışılmaktadır. Ayrıca, piyasada TCMB’nin istisnai gün uygulamasına devam edeceği algısının oluşması halinde kurlardaki spekülasyon baskı azalmaktadır (Vural, 2013: 73).

Geleneksel enflasyon hedeflemesi uygulamasında faiz koridoru, politika faizi etrafında simetrik ve genellikle değişmeyen dar bir bant olarak tanımlanmakta ve başlı başına bir araç olmaktan ziyade, piyasa faizlerinin politika faizinden belirgin bir şekilde sapmasını engellemek amacıyla kullanılmaktadır. TCMB’nin, para politikası amaçları arasına finansal istikrarı da eklediği yeni para politikası çerçevesinde ise, faiz koridorunun aktif bir araç olarak kullanılması amaçlanmıştır. Bu amaçla, TCMB faiz koridorunu politika faizi etrafında asimetric olarak tanımlayabilmekte ve gerekli gördüğünde faiz koridorunun genişliğini ayarlayabilmektedir. Böylece, hem kısa vadeli sermaye akımlarından doğabilecek dalgalanmalara karşı daha esnek bir yapı oluşturulmakta; hem de gerektiğinde kredi büyümesi üzerinde etkili olabilecek bir araç elde edilmektedir (Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2012: 4-5).

Grafik 4: TCMB Politika Faizi ve Faiz Koridoru

TCMB Politika Faizi ve Faiz Koridoru (Yüzde)



Kaynak: TCMB, Son gözlem: 09 Ağustos 2017

Grafik 4’de 2011 yılı ile son gözlem tarihi olan 08 Ağustos 2017 arasında gerçekleşen merkez bankası politika faizi ve faiz koridorunun gösterdiği eğilim görülmektedir.

Faiz koridoru aracının aynı zamanda kredi büyümesi üzerinde de etkisi bulunmaktadır ve bu etki şu şekilde şöyle açıklanabilir: Kredi büyümesinin hedeflenenin üzerinde olduğu dönemlerde bankalar, faiz riskini hesaplarken genelde faiz koridorunun üst sınırını yani, TCMB’nin gecelik borç verme faiz oranını esas almaktadırlar. Bu durumda, TCMB bu sınırı yükselterek yani, faiz koridorunu yukarı yönlü genişleterek, parasal sıkılaştırmaya gidebilmektedir.

Buna ilaveten, TCMB söz konusu sıkılaştırmanın ne kadar süreceği ve boyutunun ne olacağı konularını belirsiz bırakarak, özellikle likidite açığı olan kurumların kredi arzını daraltmalarına neden olabilmektedir. Diğer yandan, kredi büyümesinin hedeflenenin altında olduğu dönemlerde, TCMB

faiz koridorunun üst sınırını düşürerek ve belirsizliği azaltarak kredi arzının genişlemesine neden olabilmektedir (Kara, 2012: 10)

Ayrıca faiz koridoru uygulaması aracılığıyla, kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin yoğun olduğu dönemlerde koridorunun alt limiti düşürülmek, yabancı sermaye girişlerinin azaldığı dönemlerde ise, koridorun üst limiti yükseltmek suretiyle döviz arzında daha ılımlı bir dalgalanma sağlanabilir. Ayrıca koridor genişletilerek kısa dönemli getirilerle ilgili denetimli bir belirsizlik oluşturulup, kısa dönemli sermaye akımlarının oynaklığı azaltılabilir.

Görüldüğü üzere merkez bankası, faiz koridorunun alt ve üst limitlerini aktif olarak kullanmış, FED’in parasal genişlemesinin ardından sermaye akımlarındaki artış nedeniyle alt limiti düşürmüş ve kısa dönemli sermaye girişlerini azaltmak için koridoru genişletmiştir. 2011 sonu ve 2012’de Euro borç krizi derinleştiğinde ise sermaye çıkışını önlemek üzere üst limiti yükseltmiştir (Çevik, 2016: 715).

Küresel kriz sonrası risk iştahının ve kısa vadeli sermaye akımlarının yüksek orandaki hareketliliğinin artışı ve finansal istikrara yönelik farkındalığın artması bir anlamda TCMB’yi olduğu kadar, diğer dünya merkez bankalarını da alternatif politika arayışlarına ve faiz koridoru uygulamasına yönlendirmiştir (TCMB: 2012:2).

Kahn’a göre faiz koridoru sistemi 1998’de Avrupa Merkez Bankası tarafından ortaya konularak (Kahn, 2010:18, Vural, 2013:44), 1999’da Euro’nun yürürlüğe girmesiyle önemli ölçüde ve etkin bir biçimde kullanılmaya başlanmış (Kahn, 2010:18) kriz öncesinde ve kriz süresince pek çok ülkece uygulanmıştır.

Faiz oranlarındaki oynaklığı azaltmak ve piyasa beklentilerini yönetmek için kullanılan bu politika aracı, küresel finansal kriz öncesinde Kanada, İngiltere, Japonya, AMB, Norveç, Avustralya, İsveç ve Yeni Zelanda tarafından kullanılırken, kriz sonrasında Endonezya, Polonya, Romanya, Macaristan, Sırbistan, Türkiye ve İzlanda tarafından da kullanılmıştır. Ancak bu ülkeler ve AMB faiz koridoru sisteminin farklı çeşitlerini kullanmışlardır. Küresel krizle birlikte, AMB, Japonya, İngiltere, Kanada ve Norveç taban sisteminin kullanımına geçerken, diğer ülke merkez bankaları politika faiz oranlarını, koridorun merkezine yakın bir yerde tutma politikası izlemişlerdir (Vural, 2013: 44).

Sonuç

Faiz koridoru uygulamasının, merkez bankaları açısından pek çok önemli avantajı beraberinde getirdiği söylenebilir. Buna göre merkez bankaları faiz koridoru uygulamasıyla geleneksel para politikalarına oranla piyasalara daha hızlı ve etkin bir şekilde müdahalede olanağına sahip olmuşlardır. Böylece merkez bankalarının herhangi bir ani ve beklenmedik ekonomik şok karşısında esnek davranabilme kabiliyeti gelişmiş ve diğer değişkenlerin bu şoklardan etkilenmesinin önüne geçilmeye çalışılmıştır. Öte yandan, ödemeler dengesi aracılığıyla makroekonomik dengeler, hedefler doğrultusunda ayarlanabilmektedir. Bu açıdan, krize doğru giden süreçte faiz koridoru uygulamasının etkinliği daha fazla hissedilmektedir. Dolayısıyla, bu yeni para politikası aracının aynı hedefe yönelik diğer para politikası araçlarıyla eşgüdümlü bir şekilde uygulandığında, merkez bankası politikalarının etkinliğini arttırdığı söylenebilmektedir.

2008 Küresel krizi, ekonomi ve finans alanında pek çok ezberin bozulmasına neden olmuş ve merkez bankaları tarihte görülmedik şekilde sıra dışı politika araçları tasarlayarak uygulamaya koymuşlardı. Ne var ki, bu politikaların uygulamaya başlandığı dönemden bu yana neredeyse sekiz yıl geçmesine rağmen, küresel ekonomideki toparlanmanın hızı ve ekonomilerin kırılğanlığı halen tartışmalıdır.

Dünya ekonomisinde yaşanan gelişmeler özellikle, büyük ekonomilere sahip ülke merkez bankalarının da uyguladıkları para politikalarının değişmesine neden olmuştur. Nitekim 2008 yılında ABD’de ortaya çıkan ve tüm dünyaya hızla yayılan küresel finans krizi FED ve diğer ülke merkez bankalarını yeni politika arayışlarına sevk etmiştir.

Dünyadaki uygulamaları ele aldığımızda kriz öncesi dönemde uygulanan ve para politikasını sembolize eden tek bir faizin olduğu ve piyasada oluşan faizle politika faizinin birbirine yakın durduğu görülmektedir. Küresel kriz sonrasında ise pek çok merkez bankası uygulamasına bakıldığında, ilan edilen resmi faizler ile piyasa faizleri arasında bir takım farklılıklar oluştuğu dikkati çekmektedir.

Parasal genişleme ve negatif faiz uygulamalarının yanında, faiz koridoru ve rezerv karşılıkları oranı gibi geleneksel olmayan para politikası araçları, TCMB’nin de içinde bulunduğu merkez bankaları tarafından kullanılmaya başlanmıştır.

TCMB’nin uyguladığı likidite politikası ve piyasa fonlama faizlerinin birbirleriyle olan etkileşimi ile gerek, BIST bankalar arası gecelik faizler gerekse de, merkez bankası ortalama fonlama faizi bankaların fonlama maliyetlerini direkt olarak etkilediğinden özellikle kredi ve mevduat faizlerinin fiyatlamasında önemli bir rol oynamışlardır. Aynı zamanda özellikle ortalama fonlama faizi, uygulanacak olan para politikası duruşuna ilişkin bir mesaj şeklinde algılanmasından ötürü de önem taşımaktadır.

Küresel ekonomiye eklemlenmiş hemen her ülke açısından olduğu, gibi bizim ekonomimiz açısından da büyük önem taşıyan Amerikan Merkez Bankası FED’in, 2017 yılı içerisinde asgari 3 faiz artışı yapacağına dair beklentilerin neredeyse yüzde yüze ulaştığı ve hatta bazı Fed başkanlarının Amerikan ekonomisinin yeterince ısındığını dolayısıyla da, yapılacak faiz artırımlarının 4 kez yapılması fikrine sıcak baktıkları bir ortamda faiz indirimi yapılması beklentilerinin, sermaye çıkışlarını tetikleme olasılığı yüksektir. Nitekim daha öncede vurgulandığı üzere, döviz kurlarında yaşanan/yaşanacak yukarı yönlü bir hareket ve sonrasında enflasyonda görülecek yükselme eğilimi ile ortaya çıkacak olumsuz tablonun önüne geçebilmek amacıyla yapılacak daha sonraki yüklü faiz artışları, durgunluktan çıkmaya çalışan bir ekonomiyi doğaldır ki yeniden yavaşlatacaktır.

Kaynakça

- Alper, K., Altunok, F. ve Çapacıoğlu, T. (2015). "ABD Merkez Bankası (Fed) Politikaları ve Bankacılık Sektörü Dış Borçlanması", TCMB Ekonomi Notları, 2015(14).
- Bank of England, Statistical Interactive Database, <http://www.bankofengland.co.uk/boeapps/iadb/simplesearch.asp?Travel=Nlx>, (04.05.2017).
- Bank of England (BoE). (June 2012). The Red Book: The Framework for the Bank of England's Operations in the Sterling Money Markets, <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/money/publications/redbookjune2012.pdf>, (11.05.2017)
- Başçı, E. ve Kara, H. (2011). "Finansal İstikrar ve Para Politikası", İktisat İşletme Finans, 27 (315).
- Berentsen, A. ve Monnet, C. (2006). Optimal Monetary Policy in a Channel System of Interest-Rate Control. 2006 Meeting Papers 572, Society for Economic Dynamics.
- Berentsen, A., Marchesiani, A., ve Waller, C. J. (2010). Channel Systems: Why is There a Positive Spread? IEW - Working Papers 517, Institute for Empirical Research in Economics - University of Zurich.
- Bernhardsen T. ve Kloster, A. (2010). "Liquidity Management System: Floor or Corridor?", Norges Bank. Staff Memo, No. 4, 1-31.
- Binici, M., B., Kara, H. ve Özlü, P. (2016). "Faiz Koridoru ve Banka Faizleri: Parasal Aktarım Mekanizmasına Dair Bazı Bulgular", TCMB Çalışma Tebliği No: 16/8, Mart, Ankara
- BIS. (2009). "79th BIS Annual Report, Ch. VI. Policy Responses to The Crisis", Bank for International Settlements, 91-115
- Bowman D, Etienne, G ve Leahy, M., 2010. "Interest on Excess Reserves as a Monetary Policy Instrument: The Experience of Foreign Central Banks", Board of Governors of the Federal Reserv System. International Finance Discussion Papers, No. 996, ss. 1-47.
- Clews, Roger., SAalmon, C. ve Weeken, O. (2010). "The Bank's Money Market Framework", Bank of England, Quarterly Bulletin, 2010:Q4, 292-301
- Çevik, F. (2016). "Sermaye Akımı Oynaklığı ve Kredi Büyümesinde Yeni Para Politikasının Önemi", Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, Bahar, Cilt: 15, Sayı: 57
- Friedman B. M. ve Kenneth N. Kuttner, (2010). "Implementation of Monetary Policy: How Do Central Banks Set Interest Rates?", NBER Working Paper Series, No. 16165, 1-94.
- Kahn, George A. (2010), "Monetary Policy Under a Corridor Operating Framework", Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, Fourth Quarter.
- Kara, A. H. (2012), "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası", Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Çalışma Tebliği, No: 12/17
- Kutlar, A. ve Gündoğan, H. (2012). "Türkiye'de 2008 Finansal Kriz Sürecinde Para Politikası ve Enflasyon Hedeflemesi", Türkiye Ekonomi Kurumu-Uluslararası Ekonomi Konferansı, 1-3 Kasım 2012, İzmir.
- Serel, A. ve Bayır M. (2013). "2008 Finansal Krizinde Para Politikası Uygulamaları: Türkiye Örneği", Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, Sayı 19.

- Şentürk, M., Kayhan, S. ve Bayat, T. (2016). “Küresel Finans Krizi Sonrasında Merkez Bankacılığı ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası”, Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Temmuz, 2016; 9(3)
- TCMB. (2010). “Finansal İstikrar Raporu”, TCMB Yayınları, Ankara.
- TCMB. (2012). “2013 Yılı Para ve Kur Politikası”, TCMB Yayınları, Ankara, 25 Aralık.
- TCMB. (2013). “2014 Yılı Para ve Kur Politikası”, TCMB Yayınları, Ankara.
- TCMB. (2015). “Türkiye’de Finansal İstikrar Gelişmeleri”, TCMB Finansal İstikrar Raporu, Ankara.
- TCMB.(2016).http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/6f8c4952-8336-4f40-af89-f0910f71b32f/Temel%2BEkonomik%2BGeli%25C5%259Fmeler_26%2BEyl%25C3%25BCI_2016.pdf?MOD=AJPERES&attachment=true&CACHE=NONE&CONTENTCACHE=NONE, 30.09.2016
- Ünalmsı, D. (2015). “Faiz Koridoru, Likidite Yönetimi ve Para Piyasalarında Efektif Fonlama Faizi”, TCMB Ekonomi Notları, Sayı: 2015-20
- Vural, U. (2013). “Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi”, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara, Mart