



**T.C.
KAHRAMANMARAŞ SÜTÇÜ İMAM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**KÜRESEL KRİZ YÖNETİMİNDE
PARA POLİTİKALARININ ETKİNLİĞİ**

Burak UĞUR

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**KAHRAMANMARAŞ
AĞUSTOS – 2015**



**T.C.
KAHRAMANMARAŞ SÜTÇÜ İMAM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**KÜRESEL KRİZ YÖNETİMİNDE
PARA POLİTİKALARININ ETKİNLİĞİ**

**DANIŞMAN: Prof. Dr. İbrahim ÖRNEK
JÜRİ : Prof. Dr. Seyhan TAŞ
JÜRİ : Yrd. Doç. Dr. Metin YILDIRIM**

Burak UĞUR

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**KAHRAMANMARAŞ
AĞUSTOS – 2015**

**KAHRAMANMARAŞ SÜTÇÜ İMAM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI**

**KÜRESEL KRİZ YÖNETİMİNDE
PARA POLİTİKALARININ ETKİNLİĞİ**

Burak UĞUR

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Kod No:

**Bu Tez 07/08/2015 Tarihinde Aşağıdaki Jüri Üyeleri Tarafından
Oy Birliği ile Kabul Edilmiştir.**

**Prof. Dr. İbrahim ÖRNEK
BAŞKAN**

**Prof. Dr. Seyhan TAŞ
ÜYE**

**Yrd. Doç. Dr. Metin YILDIRIM
ÜYE**

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

**Doç. Dr. Abdullah SOYSAL
Enstitü Müdürü**

Not: Bu tez ve projede kullanılan özgün ve başka kaynaktan yapılan bildirişlerin, çizelge, şekil ve fotoğrafların kaynak gösterilmeden kullanımı, 5846 sayılı Fikir ve Sanat Eserleri Kanunundaki hükümlere tabidir.

KAHRAMANMARAŞ SÜTÇÜ İMAM ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

ÖZET

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**KÜRESEL KRİZ YÖNETİMİNDE
PARA POLİTİKALARININ ETKİNLİĞİ**

Burak UĞUR

Danışman : Prof. Dr. İbrahim ÖRNEK
Yıl : 2015, Sayfa: 167+XI

Jüri : Prof. Dr. İbrahim ÖRNEK (Başkan)
: Prof. Dr. Seyhan TAŞ (Üye)
: Yrd. Doç. Dr. Metin YILDIRIM (Üye)

2008 Küresel krizi sürecinde gerek gelişmiş ekonomilerde gerekse de gelişmekte olan ekonomilerde merkez bankacılığı anlayışı değişmiş ve iktisat politikasında para politikasının önemi artmıştır. Küresel kriz sürecinde, krizden önceki süreçte tek amacı fiyat istikrarı, politika aracıysa genelde sadece politika faizi olan para politikası ve merkez bankaları sorgulanmaya başlanmıştır. Bu süreçte merkez bankaları birden fazla amaca yönelmiş ve politika araçlarında çeşitliliğe gitmişlerdir. Bu kapsamda çalışmanın amacı, küresel kriz sürecini, bu süreçte gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde uygulanan para politikalarını ve bu süreçte 2010 sonundan itibaren Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın para politikasının etkinliğini incelemektir. Çalışmada gelişmiş ekonomi olarak Amerika merkez bankası ve Avrupa merkez bankası; gelişmekte olan ekonomi olarak ise TCMB'nin para politikası uygulamaları ele alınmaktadır. Elde edilen sonuçlar, TCMB tarafından uygulanan yeni para politikası bileşiminin finansal istikrar alanında genelde başarılı ancak fiyat istikrarı alanındaysa genelde başarısız olduğunu göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Küresel Kriz, Para Politikası, Gelişmiş ekonomiler, Gelişmekte olan Ekonomiler, TCMB, FED, ECB.

**DEPARTMENT OF ECONOMICS
INSTITUTE OF SOCIAL SCIENCES
KAHRAMANMARAŞ SÜTÇÜ İMAM UNIVERSITY**

ABSTRACT

MA THESIS

**MONETARY POLICY EFFICIENCY IN GLOBAL
CRISIS MANAGEMENT**

Burak UĞUR

Supervisor : Prof. Dr. İbrahim ÖRNEK

Year : 2015, Pages: 167+XI

Jury : Prof. Dr. İbrahim ÖRNEK (Chairperson)

: Prof. Dr. Seyhan TAŞ (Member)

: Assist. Prof. Dr. Metin YILDIRIM (Member)

In the 2008 Global Crisis process, the conception of central banking changed in both advanced economies and emerging economies; and also, importance of monetary policy increased in economic policies. During the global crisis, monetary policy and central banks, previously whose sole purpose had been price stability and instrument had been just policy rate in general, started to be questioned. While this period, central banks headed for more than one purpose and instrument. In this context, the aim of this study is to examine the global crisis process, monetary policies of the emerging and developed economies in the meantime and efficiency of CBT's monetary policy since the end of 2010. In this study, -as developed economies- the FED's and ECB's monetary policy implementations and -as an emerging economy- CBT'S monetary policy implementations examined. According to the results obtained, it's seen that CBT's new monetary policy mix is generally successful in financial stability but unsuccessful in price stability.

Keywords: Global Crisis, Monetary Policy, Advanced Economies, Emerging Economies, CBT, FED, ECB.

ÖN SÖZ

2008 küresel krizinden sonra iktisat politikasında para politikasının önemi artmış ve o zamana kadar kullanılmayan, yeni para politikası araçları geliştirilmiştir. Bu çalışma, küresel kriz sürecini, bu sürecin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde uygulanan para politikalarına etkilerini açıklamayı amaçlamaktadır.

Öncelikle hayatımın her döneminde desteklerini benden esirgemeyen, tez süreci boyunca bana sabreden, desteklerini sunan anne, babama, abim Oğuzhan UĞUR'a sevgi ve saygılarımı sunmak istiyorum. Çalışmanın tamamlanmasında çok önemli katkıları bulunan, yazım sürecinin her aşamasında verdiği gerek akademik, gerekse manevi destek ve sabırlarından dolayı danışmanım Prof. Dr. İbrahim ÖRNEK'e teşekkürü borç bilirim. Kahramanmaraş'a geldiğimden beri ihtiyacım olduğunda yardım ve desteğini esirgemeyen Prof. Dr. Seyhan TAŞ'a, Doç. Dr. Hüseyin AĞIR'a, Doç. Dr. Rahmi ÇETİN'e ve diğer öğretim üyelerine çok teşekkür ederim. Çalışmanın düzeltilmesinde büyük katkılar sunan Yrd. Doç. Dr. Metin YILDIRIM'a şükranlarımı sunarım. Son olarak çalışmanın hazırlanmasında desteklerini eksik etmeyen nişanlım Gülhan'a da en içten teşekkürlerimi sunarım. Çalışmanın para politikası literatürüne katkıda bulunması dileklerle...

Burak UĞUR
Ağustos 2015

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	I
ABSTRACT.....	II
ÖN SÖZ.....	III
İÇİNDEKİLER.....	IV
TABLolar LİSTESİ.....	VI
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	VII
KISALTMALAR LİSTESİ.....	X
1. GİRİŞ.....	1
2. KONU İLE İLGİLİ ÖNCEKİ ARAŞTIRMALAR.....	3
3. EKONOMİK KRİZ VE KÜRESEL KRİZİN GELİŞİMİ.....	5
3.1. Ekonomik Kriz Tanımlamaları ve Çeşitleri.....	5
3.1.1. Ekonomik Kriz Tanımlamaları.....	5
3.1.2. Ekonomik Krizlerin Nedenleri.....	7
3.1.3. Ekonomik Kriz Türleri.....	8
3.1.3.1. Reel Krizler.....	9
3.1.3.2. Finansal Krizler.....	9
3.1.3.2.(1). Para Krizleri.....	10
3.1.3.2.(2). Bankacılık Krizleri.....	13
3.1.3.2.(3). Dış Borç Krizleri.....	14
3.1.3.2.(4). Borsa Krizi.....	14
3.1.4. Ekonomik Kriz Modelleri.....	14
3.1.4.1. Birinci Kuşak Kriz Modelleri.....	15
3.1.4.2. İkinci Kuşak Kriz Modelleri.....	15
3.1.4.3. Üçüncü Kuşak Kriz Modelleri.....	17
3.1.4.4. Dışsal Faktörlere Vurgu Yapan Kriz Modelleri.....	18
3.2. Küresel Krizin Gelişimi.....	18
4. KRİZ SÜRECİNDE PARA POLİTİKASI VE UYGULAMALARI.....	30
4.1. Küresel Kriz Döneminde Kullanılan Para Politikası Araçları.....	30
4.1.1. Politika Faizi.....	30
4.1.2. Faiz Koridoru.....	32
4.1.3. Sözle Yönlendirme.....	33
4.1.4. Likidite Yönetimi.....	35
4.1.4.1. Zorunlu Karşılıklar.....	35
4.1.4.2. Açık Piyasa İşlemleri.....	37
4.1.4.3. Niceliksel Genişleme.....	38
4.1.4.4. Kredi Genişlemesi.....	41
4.1.4.5. Döviz Alımları ve Satımları.....	43
4.2. Gelişmiş Ekonomilerde Küresel Kriz Sürecinde Para Politikası Uygulamaları.....	44
4.2.1. Amerika Merkez Bankasının Kriz Sürecinde Para Politikası Uygulamaları.....	45
4.2.1.1. Politika Faizi.....	45
4.2.1.2. Sözle Yönlendirme.....	47
4.2.1.3. Likidite Yönetimi.....	52
4.2.1.3.(1). Zorunlu Karşılıklar.....	52
4.2.1.3.(2). Kredi Genişlemesi.....	56
4.2.1.3.(2).(a). Reeskont Penceresi.....	56
4.2.1.3.(2).(b). Vadeli İhale Kolaylığı (TAF).....	58
4.2.1.3.(2).(c). Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı (TSLF).....	59
4.2.1.3.(2).(d). Piyasa Yapıcısı Kredi Kolaylığı (PDCF).....	61
4.2.1.3.(2).(e). Varlığa Dayalı Finansman Bonusu Para Piyasası Yatırım Fonu Likidite Olanığı (AMLF).....	63
4.2.1.3.(2).(f). Finansman Bonusu Fonlama Kolaylığı (CPFF).....	65

4.2.1.3.(2).(g). Para Piyasası Yatırımcısını Fonlama Kolaylığı (MMIFF).....	67
4.2.1.3.(2).(h). Vadeli Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Kredi Kolaylığı (TALF).....	68
4.2.1.3.(2).(ı). AIG'e Mali Yardım	70
4.2.1.3.(3). Niceliksel Genişleme ve Vade Uzatma (Operation Twist) Programları.....	72
4.2.1.3.(4). Swap Anlaşmaları.....	83
4.2.2. Avrupa Merkez Bankasının Kriz Sürecinde Para Politikası Uygulamaları ..	86
4.2.2.1. Politika Faizi	87
4.2.2.2. Faiz Koridoru.....	88
4.2.2.3. Sözle Yönlendirme.....	91
4.2.2.4. Likidite Yönetimi.....	93
4.2.2.4.(1). Zorunlu Karşılıklar	93
4.2.2.4.(2). Kredi Genişlemesi	94
4.2.2.4.(2).(a). Ek 3 Ay Vadeli ve 6 Ay Vadeli Uzun Vadeli Finansman Operasyonları (LTRO)	95
4.2.2.4.(2).(b). Sabit Faiz Tam Tahsis İhale Yöntemi.....	95
4.2.2.4.(2).(c). Bir Yıllık ve Üç Yıllık Uzun Vadeli Finansman Operasyonları (LTRO)	96
4.2.2.4.(2).(d). Teminat Kurallarının Gevşetilmesi	97
4.2.2.4.(2).(e). Birinci ve İkinci Teminatlı Tahvil Alım Programları (CBPP1 ve CBPP2).....	98
4.2.2.4.(2).(f). Menkul Kıymet Piyasası Programı (SMP).....	100
4.2.2.4.(2).(g). Doğrudan Parasal İşlemler (OMT).....	102
4.2.2.4.(2).(h). Hedefli Uzun Vadeli Finansman Operasyonu (TLTRO).....	104
4.2.2.4.(2).(ı). Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Alım Programı (ABSPP) ve Üçüncü Teminatlı Tahvil Alım Programı (CBPP3)....	106
4.2.2.4.(3). Swap Anlaşmaları ve Döviz Satımları.....	108
4.3. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Örneğiyle Gelişmekte Olan Ekonomilerde Küresel Kriz Sürecinde Para Politikası Uygulamaları.....	112
4.3.1. TCMB'nin Yeni Para Politikası Stratejisi	116
4.3.1.1. Politika Faizi, Faiz Koridoru, Likidite Yönetimi.....	121
4.3.1.2. Zorunlu Karşılıklar.....	129
4.3.1.2.(1). Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM)	132
4.3.1.2.(2). Kaldıraca Dayalı Zorunlu Karşılıklar (KDZK).....	137
4.3.1.3. İhracat Reeskont Kredileri.....	139
4.3.1.4. Döviz Alımları ve Satımları.....	140
4.3.2. TCMB'nin Yeni Para Politikası Stratejisinin Performansının Değerlendirilmesi	145
5. SONUÇ ve TARTIŞMA.....	155
KAYNAKLAR	158
ÖZ GEÇMİŞ	168

TABLolar LİSTESİ

Tablo 3.1. Bazı Gelişmiş Ülkelerin Kamu Borç Yükleri (2007-2014, %).....	24
Tablo 3.2. AB’de Seçilmiş Ülkelerin Kamu Borç Yükleri (2007-2014, %).....	25
Tablo 3.3. Dünya Ekonomisinde, Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ekonomilerde ve Euro Bölgesinde Büyüme (2007-2014, %).....	27
Tablo 3.4. Dünya Ekonomisinde, Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ekonomilerde Enflasyon (2007-2014, %).....	28
Tablo 3.5. Dünya Ekonomisinde, Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ekonomilerde Ticaret Hacmindeki Değişimler (2007-2014) (%).....	29
Tablo 4.1. Açık Piyasa İşlemleri Çeşitleri.....	37
Tablo 4.2. APİ ile Niceliksel Genişleme Arasındaki Farklar.....	39
Tablo 4.3. Alt Rezerv Dilimi Maksimum Tutarı ve İstisna Tutarı.....	54
Tablo 4.4. Aşırı Rezervlere Ödenen Faiz Oranı (Tesis dönemi 1 hafta olan kuruluşlar baz alınmıştır, 2008).....	55
Tablo 4.5. Finansman Bonosu Türlerine Göre Faiz Oranları ve Ücretler.....	66
Tablo 4.6. FED’in Niceliksel Genişleme (QE) ve Operation Twist (Vade Uzatma) Paketleri.....	72
Tablo 4.7. FED’in Niceliksel Genişleme (QE) ve Operation Twist (Vade Uzatma) Paketleriyle İlgili Veriler.....	73
Tablo 4.8. Amerikan Ekonomisinde Büyüme.....	82
Tablo 4.9. FED’in Yabancı Merkez Bankalarıyla Yaptığı Swap Anlaşmaları.....	84
Tablo 4.10. Kredi Kurumlarının Rezerv Tabanını Oluşturan Kalemler.....	93
Tablo 4.11. ECB’nin Menkul Kıymetler Piyasası (SMP) Programında Aldığı Devlet Tahvili Miktarları.....	101
Tablo 4.12. Avrupa Merkez Bankası (ECB)’nin Yabancı Merkez Bankalarıyla Yaptığı Swap Anlaşmaları ve Döviz Likiditesi Sağlayıcı Operasyonları	109
Tablo 4.13. TCMB’nin Para Politikası Stratejisi.....	116
Tablo 4.14. Türkiye’de Cari Açık ve Cari açık/GSYİH (2002-2010, milyar dolar, %).....	118
Tablo 4.15. İhracat Reeskont Kredileri (2007-2014).....	140
Tablo 4.16. TCMB Tarafından Alım-Satımı Yapılan Döviz Tutarları (2002-2014, milyon dolar).....	142
Tablo 4.17. TCMB Döviz Satışları.....	145

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 3.1. Ekonomik Kriz Türleri.....	8
Şekil 3.2. Sermaye Hesabı Krizi ve Kredi Daralması Arasındaki Nedensellik Bağları..	12
Şekil 3.3. ABD konut fiyatları (1987-2013 Ağustos)	19
Şekil 3.4. ABD Konut Fiyatlarının Bir Yıl Öncesinin Aynı Ayına Göre Yüzde Değişimi (1987-2013 Ağustos).....	19
Şekil 3.5. FED'in Politika Faizinin Gelişimi (1991-2014).....	20
Şekil 3.6. Gelişmiş ekonomilerde, Avrupa Bölgesi ve Türkiye Ekonomisindeki İşsizlik Oranları (2006-2014).....	28
Şekil 4.1. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ekonomilerde Politika Faiz Oranları (01/2006-01/2014)	31
Şekil 4.2. Federal Fon Hedef Faizi, İşsizlik Ve Enflasyon Oranları (1988-2010).....	46
Şekil 4.3. FED'in Belirlediği Federal Fon Hedef Faizi Ve Taylor Kuralına Göre Belirlenen Federal Fon Hedef Faizi.	46
Şekil 4.4. FOMC Üyelerinin Politika Faizi Projeksiyonları (Yılsonu, Yüzde, Ocak 2012).....	48
Şekil 4.5. FOMC Üyelerinin Politika Faizi Projeksiyonları (Yılsonu, Yüzde, Eylül 2012)	49
Şekil 4.6. FOMC Üyelerinin Politika Faizi Projeksiyonları (Yılsonu, Yüzde, Aralık 2012).....	49
Şekil 4.7. Amerika Birleşik Devletleri İşsizlik Oranı (2004-Aralık 2014)	50
Şekil 4.8. FOMC Üyelerinin Politika Faizi Projeksiyonları (Yılsonu, Yüzde, Mart 2014).....	51
Şekil 4.9. Amerika'da Sözle Yönlendirme Duyurusu ve OIS Eğrisi	52
Şekil 4.10. Mevduat Kurumlarının Tuttukları Toplam Rezervler, Aşırı Rezervler ve Zorunlu Karşılıklar (2000-2012).....	55
Şekil 4.11. Reeskont Penceresi ve PDCF kullanımı (Mart 2008- Haziran 2010, Milyar dolar).....	62
Şekil 4.12. Varlığa Dayalı Finansman Bonusu Ve Birincil Kredi Oranları (Ocak 2008-Kasım 2008, %).....	64
Şekil 4.13. Mevcut (Vadesi Gelmemiş) Toplam Finansman Bonusu (Ağustos 2008-Nisan 2010).....	66
Şekil 4.14. Tüketici kredilerine dayalı ABS (üstteki şekil) ve CMBS faiz oranları (alttaki şekil) (2007-2011, Baz puan).....	70
Şekil 4.15. FED Bilançosu (Varlıklar) (2007-2011, Trilyon Dolar).....	74
Şekil 4.16. FED'de tutulan Aşırı Banka Rezervleri (Ocak 2008- Ocak 2014).....	74
Şekil 4.17. Mortgage faizleri ve MBS faizleri (2001-2013) (%).....	75
Şekil 4.18. ABD 10 Yıllık Tahvil Faizi (Gösterge Faiz) (2008-2013)	75
Şekil 4.19. Gelişmekte olan Ülkelere Kısa Vadeli (Portföy) Sermaye Akımları (06/2008-02/2014).....	76
Şekil 4.20. Amerikan Enflasyon Oranları (2007- 2014 Aralık).....	76
Şekil 4.21. ABD 10 Yıllık ve 2 Yıllık Tahvil Faizi (Ocak 2013- Mart 2014).....	79
Şekil 4.22. Gelişmekte Olan Ülkeler 10 Yıl Vadeli Tahvil Faizi (01/2013-03/2014)	80
Şekil 4.23. FED'in Yabancı Merkez Bankalarıyla Yaptığı Swap Anlaşmalarında Vadesi Gelmemiş (Mevcut) Miktar (Aralık 2007- Ocak 2010).....	85
Şekil 4.24. Yabancı Bankalarla (Amerikan Olmayan) Amerikan Bankaları Arasındaki 3 aylık Libor Farkları (Uluslararası Libor- Amerikan Libor)	86
Şekil 4.25. Avrupa Merkez Bankası Politika Faizinin Gelişimi (1999-2014).....	88

Şekil 4.26. Euro Bölgesi Enflasyon Oranları (1996-2014 Haziran)	88
Şekil 4.27. ECB Faiz Koridoru, Ana Finansman Operasyonu Faizi, Bankalar Arasındaki Gecelik Borç Alıp Verme İşlemlerinde oluşan faiz (EONIA) (2007-2012).....	89
Şekil 4.28. Euro Bölgesi Kredi Büyümesi (2006-2013)	90
Şekil 4.29. EONIA Vadeli Oranları	92
Şekil 4.30. Euro Bölgesi Ülkelerinde Zorunlu Karşılık Oranı Düşüşüyle Zorunlu Karşılık Miktarlarının Karşılaştırılması.....	94
Şekil 4.31. Avrupa Merkez Bankası'nın 2007-2013 Yılları arasında Likidite Temini ve Likidite Çekimi	95
Şekil 4.32. iBoxx Euro Üzerinden Teminatlı Tahviller Endeksi (Ocak 2007-Eylül 2010)	99
Şekil 4.33. Seçilmiş Euro Bölgesi Ülkelerinin 10 Yıllık Devlet Tahvilleriyle Alman Tahvili Arasında Getiri Farkı (Ocak 2007- Eylül 2010)	100
Şekil 4.34. Yunanistan ve İspanya ülkelerinin 10 Yıllık Devlet Tahvilleriyle Alman Tahvili Arasında Getiri Farkı ve ECB'nin Menkul Kıymet Piyasası Programı Çerçevesinde Toplam Alım miktarı (2010 Mayıs- 2012 Eylül) ...	102
Şekil 4.35. İspanya, İtalya ve Yunanistan Ülkelerinin 10 Yıllık Devlet Tahvillerinin Getirileri (2011 Temmuz-2014 Temmuz)	103
Şekil 4.36. Avrupa Merkez Bankası Toplam Bilanço Büyüklüğü (2007-2016).....	106
Şekil 4.37. Avrupa Merkez Bankası'nın Dolar Sağlama Operasyonlarında Mevcut (Vadesi Gelmemiş) Miktar ve 3 ay vadeli Euro/Dolar Çapraz Kur Swap Oranları (2008-2014).....	111
Şekil 4.38. TCMB Politika Faiz Oranı ve Gösterge Tahvil Faiz Oranı (Ocak 2008-Şubat 2010).....	113
Şekil 4.39. TCMB Politika Faiz Oranı ve Bankalararası Piyasada Oluşan Gecelik Faiz Oranı (Ocak 2008-Şubat 2009)	114
Şekil 4.40. Türkiye'de İthalat ve İhracat (Ocak 2008- Kasım 2010).....	118
Şekil 4.41. Gelişmiş Ekonomilerin Parasal Genişlemelerinin Gelişmekte Olan Ekonomilere Etkisi.	118
Şekil 4.42. Türkiye'de Cari Açığın Finansman Kaynakları (Ocak 2007-Eylül 2014)..	118
Şekil 4.43. Türkiye'de GSYİH Büyümesi ve Sermaye Hareketleri (1988-2012) (%)..	119
Şekil 4.44. TCMB'nin Politika Araçları ve Amaçları.....	119
Şekil 4.45. Krediler ve Kriz Dönemi Büyüme Performansı.....	120
Şekil 4.46. TCMB Faiz Koridoru ve BİST'te Oluşan Gecelik Faiz ve 1 Hafta Vadeli Repo Faiz Oranı (Politika Faizi) (Ağustos 2010- Ağustos 2012) (%).....	123
Şekil 4.47. TCMB Fonlaması (Mayıs 2010- Aralık 2011, 2 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar TL)	123
Şekil 4.48. TCMB Fonlaması (2 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar TL) (Ocak 2012-Aralık 2012).....	124
Şekil 4.49. TCMB Faiz Koridoru ve Bankalararasında Oluşan Gecelik Faiz, TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Faizi, 1 Hafta Vadeli Repo Faiz Oranı (Politika Faizi) (Haziran 2011- Aralık 2014).....	125
Şekil 4.50. TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimlerinin ABD doları Karşısındaki Değeri (22 Mayıs 2013- Temmuz 2014)	126
Şekil 4.51. Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (Mayıs 2013-Temmuz 2014)	126
Şekil 4.52. TCMB Fonlaması (Ocak 2013-Aralık 2013)	126
Şekil 4.53. TCMB Fonlaması(Ocak 2013-Aralık 2014)	128
Şekil 4.54. Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (Haziran 2014-Aralık 2014)	129

Şekil 4.55. Türkiye'ye Sermaye Girişleri /GSYİH (2007-2012).....	129
Şekil 4.56. Türkiye'de Net Kredi Kullanım Oranı, Cari Açık (2004-2014 1.çeyrek)...	130
Şekil 4.57. Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranları (03/2010-12/2013)	130
Şekil 4.58. Türk Lirası Mevduatın Vade Yapısı (2005-2010).....	131
Şekil 4.59. Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranları (03/2010-12/2013).....	131
Şekil 4.60. Döviz ve Altın Rezerv Opsiyon Oranları.....	133
Şekil 4.61. Bankaların Döviz ve Altın Rezerv Opsiyon Mekanizmasını Kullanma Oranları (Eylül 2011- Kasım 2014).....	134
Şekil 4.62. ROM Kapsamında Tutulan Altın ve Döviz Rezervleri (Ekim 2011- Haziran 2014).....	134
Şekil 4.63 Rezerv Opsiyonu Mekanizması: Otomatik Dengeleyici.....	135
Şekil 4.64. Gerçekleşen ROM Kullanım Oranı ve Fonlama Maliyetleri (Ağustos 2012-Ekim 2014).....	136
Şekil 4.65. Kaldıraca Dayalı İlave Zorunlu Karşılık Oranları.....	138
Şekil 4.66. Bankaların Kaldıraç Oranlarının Dağılımı.....	138
Şekil 4.67. Reeskont Kredilerinin Gelişimi (Mart 2010-Eylül 2014).....	140
Şekil 4.68. Döviz Alım İhaleleri (01/2009-01/2011)	141
Şekil 4.69. Kur Oynaklığı (10/2011-07/2012).....	143
Şekil 4.70. Göreli Kur (10/2011-07/2012)	143
Şekil 4.71. Toplam Kredi Büyümesi (01/2010-01/2015).....	146
Şekil 4.72. Tüketici ve Ticari Kredi Büyüme Oranları (01/2007-11/2014).....	147
Şekil 4.73. ABD Doları Karşısında TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimleri (01/2010- 04/2012).....	148
Şekil 4.74. ABD Doları Karşısında TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimleri (11/2010-05/2013).....	148
Şekil 4.75. Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (Aralık 2010-Ekim 2013)	149
Şekil 4.76. Türk lirası ve Yabancı Mevduat Vade Gelişimi (Aralık 2010- Mayıs 2013)	150
Şekil 4.77. Türkiye'de Cari İşlemler Dengesi (2005-2014 3. Çeyrek)	151
Şekil.4.78. Türkiye'de İhracat ve İthalat (2008-Ekim 2014).....	151
Şekil 4.79. Türkiye GSYİH ve Nihai Yurt İçi Talep (2007-2014 3.Çeyrek)	152
Şekil 4.80. Türkiye'de Harcama Yoluyla Yıllık Büyüme Katkıları (2010-2014 3. Çeyrek).....	152
Şekil 4.81. Türkiye'de Enflasyon (01/2010- 11/2014).....	154
Şekil 4.82. Türkiye'de Enflasyon Beklentileri (04/2006-11/2014).	154

KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ABS	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler
ABSPP	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Alım Programı
AIG	: Amerikan Uluslararası Grup
AMLF	: Varlığa Dayalı Finansman Bonosu Para Piyasası Yatırım Fonu Likidite Olanağı
APİ	: Açık Piyasa İşlemleri
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BİST	: Borsa İstanbul
BOE	: İngiltere Merkez Bankası
BOJ	: Japonya Merkez Bankası
CBPP1	: Birinci Teminatlı Tahvil Alım Programı
CBPP2	: İkinci Teminatlı Tahvil Alım Programı
CBPP3	: Üçüncü Teminatlı Tahvil Alım Programı
CDO	: Teminatlandırılmış Borç Yükümlülüğü
CDS	: Kredi İflas Takası
CMBS	: Ticari konut ipotegine dayalı menkul kıymetler
CPFF	: Finansman Bonosu Fonlama Kolaylığı
ECB	: Avrupa Merkez Bankası
EONIA	: Euro Bölgesinde Bankalararasındaki Gecelik Faiz Oranı
EPS	: Ek Parasal Sıkılaştırma
ERM	: Avrupa Döviz Kuru Mekanizması
FED	: Amerika Merkez Bankası
FOMC	: Federal Açık Piyasa Komitesi
GOÜ	: Gelişmekte Olan Ülkeler
GSMH	: Gayri Safi Milli Hâsıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla
IMF	: Uluslar arası Para Fonu
KOBİ	: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
LLC	: Limited Şirket
LTRO	: Uzun Vadeli Finansman Operasyonları
MBS	: İpotekli gayrimenkul kredisine dayalı menkul kıymetler
MMIFF	: Para Piyasası Yatırımcısını Fonlama Kolaylığı
OMT	: Doğrudan Parasal İşlemler
PDCF	: Piyasa Yapıcısı Kredi Kolaylığı
PPK	: Para Politikası Kurulu
QE	: Niceliksel Genişleme
QE1	: 1. Niceliksel Genişleme
QE2	: 2. Niceliksel Genişleme
QE3	: 3. Niceliksel Genişleme
ROK	: Rezerv Opsiyonu Katsayısı
ROM	: Rezerv Opsiyonu Mekanizması
SMP	: Menkul Kıymet Piyasası Programı
SPV	: Özel amaçlı şirket
TAF	: Vadeli İhale Kolaylığı
TALF	: Vadeli Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Kredi Kolaylığı

TARP	: Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programı
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TLTRO	: Hedefli Uzun Vadeli Finansman Operasyonu
TSLF	: Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı
VY	: Veri Yok
YP	: Yabancı Para

1. GİRİŞ

2008 Küresel finans krizi sürecinde ülkeler öncelikle geleneksel para politikası anlayışı çerçevesinde politika faizine başvurmuşlardır. Ancak faiz indirimlerinin gelişmiş ekonomilerde toparlanmaya katkıda yetersiz kalması, faiz oranlarının sıfıra yaklaşması ve bunun yanında Euro Bölgesi çevre ülkelerinde baş gösteren borç sürdürülebilirliği sorunları tek amacı fiyat istikrarı, politika aracıysa genelde sadece politika faizi olan enflasyon hedeflemesinin gelişmiş ekonomilerde sorgulanmaya başlanmasına neden olmuştur. Bu süreçte gelişmiş ekonomilerde merkez bankaları krizden çıkmak amaçlı fiyat istikrarının yanında tam istihdam ve iktisadi büyüme amaçlarını da ön plana çıkarmış ve birden çok amaca ulaşmak için birden çok aracın kullanıldığı esnek enflasyon hedeflemesi rejimine geçmişlerdir. Bu çerçevede gelişmiş ekonomilerde merkez bankaları niceliksel genişleme, kredi genişlemesi, sözleşme yönlendirme gibi geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanarak piyasaya yüklü miktarda likidite vermişlerdir.

Gelişmekte olan ekonomilerde ise merkez bankaları, temel amaçları olan fiyat istikrarını koruyarak, özellikle kriz sürecince gelişmiş ekonomilerin gevşek para politikalarının ve küresel finans sisteminde süregelen kırılmalıkların bu ülkelere yönelik sermaye akımlarındaki oynaklığı arttırması sebebiyle finansal istikrarı da gözetmeye başlayan para politikası uygulamasına başlamışlardır. Gelişmekte olan ülkeler bu amaçlara ulaşmak için politika faizinin yanında zorunlu karşılıklar, faiz koridoru gibi geleneksel olmayan para politikası araçlarını da aktif şekilde kullanmaya başlamışlardır. Böylece onlar da esnek enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamışlardır. Bu süreçte küresel anlamda enflasyonun bir risk olarak görünmemesi de merkez bankalarını cesaretlendirmiştir. Ayrıca gelişmiş ekonomilerin krizden çıkarken gevşek para politikalarının normalleşmeye dönmesi de bu ülkelere yönelik sermaye akımlarındaki oynaklığı arttırmakta dolayısıyla bu ülkeler bu tarz çok amaçlı çok araçlı para politikalarına devam etmektedirler.

Küresel kriz sürecinde pek çok gelişmekte olan ülkede olduğu gibi, TCMB da 2010 yılının sonlarından itibaren makro finansal riskleri de gözetken yeni bir para politikası çerçevesi tasarlamış ve uygulamaya koymuştur. Bu kapsamda, enflasyon hedeflemesinin genel çerçevesi gözden geçirilerek destekleyici amaç olan finansal istikrara vurgu artırılmış; bu amaca yönelik olarak ek politika araçları geliştirilmiştir. Böylece çok amaçlı, çok araçlı ve esnek bir politika stratejisi uygulanmaya başlanmıştır. Çalışmada gelişmiş ekonomi olarak Amerika Merkez Bankası (FED) ve Avrupa Merkez Bankası (ECB); gelişmekte olan ekonomi olarak ise TCMB'nin para politikası uygulamaları ele alınmaktadır.

Bu çalışmanın amacı, küresel kriz sürecini, bu süreçte gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere uygulanan para politikalarını ve bu süreçte 2010 sonundan itibaren Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın para politikasının etkinliğini incelemektir.

Çalışma beş bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde giriş kısmı yer almaktadır. İkinci bölümde önceki çalışmalar, üçüncü bölümde ekonomik kriz ve küresel krizin gelişimi kapsamında öncelikle ekonomik kriz tanımlamaları ve çeşitleri sonra ise küresel krizin gelişimi anlatılacaktır. Dördüncü bölümde küresel kriz sürecinde para politikası ve uygulamaları çerçevesinde ilk olarak küresel kriz sırasında merkez bankalarının kullandığı politika araçları teorik olarak anlatılacaktır. Yine aynı bölümde ikinci olarak küresel kriz döneminde gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde para politikası uygulamalarına değinilecek ve TCMB'nin 2010 sonundan itibaren

benimsediği yeni para politikasının etkinliği incelenecektir. Beşinci yani sonuç bölümünde ise çalışmanın hazırlanması sırasında elde edilen bulgulara yer verilecektir.

2. KONU İLE İLGİLİ ÖNCEKİ ARAŞTIRMALAR

Başçı ve Kara (2011), “Finansal İstikrar ve Para Politikası” isimli makalesinde TCMB tarafından uygulanan yeni para politikası bileşimini değerlendirmektedir. Çalışmada politika bileşiminin yapısı ile politika araçlarının nasıl ve hangi amaca yönelik olarak kullanıldığı açıklandıktan sonra iletişime dair hususlar ele alınmakta ve uygulanan politikanın ilk sonuçları tartışılmaktadır. Yeni para politikası stratejisinin etkilerini değerlendirmek için henüz erken olduğu düşünülse de, alınan ilk sonuçlar düşük politika faiz oranı, yüksek zorunlu karşılıklar ve geniş bir faiz koridorundan oluşan politika bileşiminin, özellikle yüksek cari açık veren ülkelerde kısa vadeli sermaye hareketlerinin makroekonomik dengesizlikler üzerindeki etkisini hafifletmek için etkili bir strateji olabileceğine işaret etmektedir.

TCMB’den Kara (2012), “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası” isimli makalesinde TCMB’nin yeni politikaya geçiş nedenleri, kullanılan araçlar ve aktarım mekanizmalarını ele alarak uygulanan politikaların sonuçlarını değerlendirmiştir. Çalışmada betimsel bir yaklaşım benimsenerek yeni politikaların uygulanmaya başlanmasından bir buçuk yıllık sürede makroekonomik değişkenler ve politika araçlarının genel seyri önsel çıkarımlar dâhilinde değerlendirilmiştir. Bu aşamada, incelenen veriler, uygulanan politikaların ekonomiyi yumuşak inişe geçirmekte başarılı olduğu belirlenmiştir. Türkiye ekonomisinin yakın tarihinde ilk kez kriz yaşamadan cari açığı kontrol altına alabildiği vurgulanmıştır. Ayrıca, yeni politika çerçevesinin sermaye hareketlerindeki oynaklığın ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini yumuşatma konusunda da oldukça etkili olduğu belirlenmiştir. Enflasyon tarafında ise kısa vadede aynı başarının sağlanamadığı, ancak orta vadeli enflasyon beklentilerinin yönetimi konusunda iyi bir performans sergilendiğine dikkat çekilmiştir.

Vural (2013), “Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi” isimli tez çalışmasında küresel finans kriz sonrası dönemde geleneksel olmayan para politikalarının geliştirilmesi ve uygulanmasını ele almıştır. Çalışmada 28 ülke 2009 Ocak-2012 Ekim arasında incelenmiştir. Gelişmiş ülkelerin ekonomiyi canlandırmak amacıyla geleneksel olmayan politikalardan miktarsal genişleme, kredi genişlemesi, teminat çeşitlendirmesi, vade uzatımı ve sözle yönlendirme politikalarını; gelişmekte olan ekonomilerin ise, gelişmiş ülkelerin ekonomilerini canlandırmak amacıyla piyasaya verdikleri likiditenin kendi ülkelerine akın etmesiyle sermayenin olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla geleneksel olmayan politikalardan faiz koridoru ve zorunlu karşılıkları daha yoğun şekilde kullandığı tespiti yapılmıştır. Ayrıca çeşitli veriler ışığında, TCMB’nin uyguladığı geleneksel olmayan para politikalarının kredi genişlemesi ve sermaye akımlarındaki oynaklığın olumsuz etkilerini azaltmada etkili olduğu değerlendirilmiştir.

Binici vd. (2013), “Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları ve Kredi Büyümesi” isimli makalesinde kriz sonrası dönemde gelişmiş ülke merkez bankalarının genellikle menkul kıymet alımları yoluyla parasal genişleme gibi bilanço politikalarını tercih ederken, gelişmekte olan ülkelerin ise zorunlu karşılık, faiz koridoru ve döviz müdahalelerini etkin olarak kullandığı tespitini yapmıştır. Bundan dolayı toplam akım kredi verileri kullanarak politika faizinin yanı sıra zorunlu karşılık ve faiz koridoru gibi geleneksel olmayan politika araçlarının kredi büyümesi üzerindeki etkisini incelemiştir. Farklı politika önlemlerinin kredi büyümesi üzerindeki etkilerini sınamak amacıyla dinamik bir zaman serisi modeli tahmin edilmiş ve regresyon analizi yapılmıştır. Para politikası değişkenlerinden efektif zorunlu karşılık oranının tüm kredi türleri üzerinde daraltıcı ve istatistiksel olarak anlamlı etkisi olduğu görülmektedir. Benzer etki politika

faizi ve koridor için de geçerli olmakla birlikte, politika faizinin daha çok tüketici kredileri, gecelik borç verme faizi ile politika faizi arasındaki farkın ise ticari krediler üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Dolayısıyla, farklı politika araçlarının toplam krediler üzerinde daraltıcı bir etkisi olmakla birlikte söz konusu politika araçlarının etkileri kredi türlerine göre farklılık göstermektedir.

Barlas ve Kaya (2013), “Parasal Genişleme Politikalarının Gelişmekte Olan Ülke Portföy Akımları Kompozisyonuna Etkisi” isimli makalesinde küresel finansal kriz sonrasında gelişmiş ülkelerce yürütülen genişletici para politikalarının gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarını portföy tercihi ayırımında nasıl etkilediğini incelenmekte ve portföy akımlarını belirleyen faktörleri araştırmaktadır. Söz konusu politikalar neticesinde oluşan likidite fazlasının yanında, durağanlaşan büyüme görünümü ve belirsizlik ortamının yol açtığı yüksek getirili ve kısa vadeli yatırım arayışının, son dönemde yatırımcıların gelişmekte olan ülke borçlanma senedi piyasalarına girişlerini belirgin biçimde artırdığı görülmüştür. Öte yandan, gelişmiş ülkelere kıyasla daha az sekteye uğrayan gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik faaliyet, bu dönemde gelişmekte olan ülke hisse senedi piyasalarına olağandan daha fazla yatırım çekmede yetersiz kalmıştır. Bulgular, bu süreçte bollaşan küresel likiditenin borçlanma senedi akımlarında anlamlı bir yapısal kırılmaya neden olduğunu, ancak benzer bir değişimin hisse senedi akımları için geçerli olmadığını ortaya koymuştur.

Serel ve Bayır (2013), “2008 Finansal Krizinde Para Politikası Uygulamaları: Türkiye Örneği” isimli makalesinde Türkiye’de 2008 finansal krizinde uygulanan para politikasını analiz etmiştir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının ekonomik daralma döneminde uyguladığı genişletici para politikası başarılı sonuçlar vermesine rağmen, ekonominin ısındığı dönemde uygulanan daraltıcı politikaların yeterli olmadığı ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu’nun destekleyici politikalarının katkısıyla birlikte başarıya ulaştığı vurgulanmıştır. 2009-2011 döneminde artmaya başlayan cari açık ve bunun finansmanında kullanılan kısa vadeli yabancı sermayenin azaltılmasına yönelik politikalarda ise başarılı sonuçlar alındığı ortaya konulmuştur. Ancak 2008-2011 döneminde fiyat istikrarı alanında merkez bankasının finansal istikrar kadar başarılı olunamadığı tespiti yapılmıştır.

Serel ve Özkurt (2014), “Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası” isimli makalesinde gelişmekte olan ülkeler kategorisinde yer alan Türkiye’nin 2010 yılı sonlarından itibaren uygulamaya başladığı para politikası karmasının ortaya çıkış süreci, uygulama aşamasında yaşanan gelişmeler ve sonuçlarını tespit etmişlerdir. Bu amaçla Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası kaynaklarına dayanılarak gözleme dayalı çalışma yapılmıştır. Politika karmasının geçmişinin kısa olmasına rağmen günümüzdeki sonuçlarına göre finansal istikrar alanında başarılı olduğu fakat fiyat istikrarı alanında başarısız olduğu tespit edilmiştir.

3.EKONOMİK KRİZ VE KÜRESEL KRİZİN GELİŞİMİ

Bu bölümde ekonomik kriz tanımlamaları, ekonomik kriz türleri ve küresel krizin gelişimi üzerinde durulacaktır.

3.1. Ekonomik Kriz Tanımlamaları ve Çeşitleri

Üçüncü bölümün bu kısmında ekonomik kriz tanımlamaları, ekonomik krizin nedenleri, türleri ve ekonomik kriz modelleri ele alınacaktır.

3.1.1. Ekonomik Kriz Tanımlamaları

Kriz; şüphesiz ki son zamanlarda en çok duyduğumuz kelimelerden bir tanesidir. Gelişmekte olan ekonomilerin oldukça aşına olduğu bu kelime küresel kriz süreciyle birlikte artık bütün dünyanın dilindedir.

Kriz kelimesi Yunanca bir kelime olup, ‘*krisis*’ kelimesine dayalı olan ve ‘krit’ kelimesi ile de bağlantılı olarak “karar, hüküm, hastalığın dönüm noktası” anlamlarına; bir başka açıdan ise, Fransızca etimolojik kökene sahip olup, ‘*crise*’ kelimesine dayalı olarak “buhran” anlamına gelmektedir (Bilge, 2009: 22-23).

Kriz birçok bilim dalında sıklıkla konu alınan alanlardan birisidir. İktisadi alanda Fransızca kökenine daha yakın olarak ‘beklenmeyen ve önceden sezilmeyen, hızlı bir şekilde ortaya çıkan mevcut araçları, amaç ve planları tehdit eden gerilim durumu, ‘bunalım’, ‘çöküntü’, ‘depresyon’, ‘patlama’ ve ‘buhran’ gibi kelimelerle eş anlamda kullanılmaktadır (Bilge, 2009: 23).

Literatürde çeşitli ekonomik kriz kavramlarına rastlamak mümkündür. Kısaca bu tanımlamalara bakarsak:

Ekonomik kriz, ekonomide aniden ve beklenmedik bir şekilde ortaya çıkan olayların makro açıdan ülke ekonomisini, mikro açıdan ise firmaları ciddi anlamda sarsacak sonuçlar ortaya çıkarması demektir (Uygun, 2011: 3). Yani önceden bilinmeyen yada öngörülemeyen bazı gelişmeler kriz olarak adlandırılabilir.

Genel anlamda krizi ekonomik istikrarın bozulması, beklenilmeyen bir durumun ortaya çıkması veya düz çizgi şeklinde gelişen bir durumun, olayın, oluşumun kesintiye uğraması ya da uygulanmakta olan bir programın öngörülmeyle kesintiye uğraması ve yerini belirsizliğe bırakması şeklinde tanımlayabiliriz (Yürekli, 2004: 66).

Ekonomik krizler; herhangi bir mal, hizmet, üretim faktörü veya döviz piyasasındaki fiyat ve/veya miktarlarda, kabul edilebilir bir değişim sınırının ötesinde gerçekleşen şiddetli dalgalanmalar olarak tanımlanabilir (Kibritçioğlu, 2001: 1).

Herhangi bir durumu ekonomik kriz olarak nitelendirebilmek için krizin temel unsurlarının bilinmesinde yarar vardır (Kocadağ, 2010: 3-4):

- Kriz, önceden bilinmeyen ya da öngörülemeyen bazı gelişmelerin; makro düzeyde devlet; mikro düzeyde ise firmaları ciddi olarak etkileyecek sonuçlar ortaya çıkarmasıdır.
- Krizin bir diğer özelliği, kişiler ve organizasyonlar için hem bir tehlike ve tehdit oluşturması, hem de yeni fırsatlar yaratmasıdır.
- Krizler kısa ya da uzun süreli olabilirler. Krizlerin organizasyonlar üzerindeki etkisinin kısa ya da uzun sürmesi, organizasyonu krize karşı koruyabilecek tedbirlerin zamanında alınıp alınmamasına ve bunların uygulanmasına bağlıdır.
- Krizlerin bir diğer özelliği bir bulaşıcı hastalık gibi sirayet etkisi göstermesidir. Herhangi bir organizasyonda ortaya çıkan bir kriz diğer sektörleri de etkisi altına alabilmekte ya da bir organizasyonda yaşanan kriz, bu organizasyonla ilişki içerisinde olan diğer organizasyonlara da sirayet edebilmektedir.

Ekonomik krizler değişik şekillerde ortaya çıkabilirler. Tüketici talebinde ve firmaların yatırımlarındaki büyük düşüş, yüksek oranlı işsizlik ve dolayısıyla yaşam standartlarının düşmesi biçiminde ortaya çıkabilir. Bu tür ekonomik krizlere genellikle finansal piyasalardaki belirsizlikler ve hisse senedi fiyatlarındaki düşüşler ve yerli paranın yabancı paralara göre değerindeki düşüşler eşlik eder. Bazen krizler doğrudan doğruya finansal sektörden kaynaklanabilir. Yani krizler reel kesimden başlayıp finans kesimini vurabileceği gibi tam tersi de olabilir (Eğilmez, 2013: 48).

Ekonomik kriz kavramını bazı örneklerle açıklamaya çalışabiliriz. Enflasyon, gerek devlet gerekse firmalar açısından bir sorundur ancak kriz değildir. Hiperenflasyon ise bir krizdir. Çünkü hiperenflasyon, fiyatlar genel seviyesinin aniden ve beklenmedik bir biçimde hızla artmasıdır. Ekonomik krizlerin temel unsurlarından birisinin de aniden ve beklenmedik bir anda ortaya çıkması ve firmaları ve devleti olumsuz etkilemesidir. Örneğin, Türkiye'nin bir dönem, içinde bulunduğu kronik enflasyon ortamını kriz olarak adlandırmak doğru değildir. Buna karşın 1980'li yıllarda birçok Latin Amerika ülkesinde, 1990'lı yıllarda ise sosyalizmin yıkılması ile birlikte piyasa ekonomisine geçiş yapan ülkelerde aniden ortaya çıkan hiperenflasyon gerçek anlamda bir kriz olarak adlandırılabilir. Tarihsel açıdan ilk büyük hiperenflasyon XVI. Yüzyılda Avrupa'da görülmüştür. Amerika kıtasının keşfedilmesinden sonra çok büyük miktarlarda değerli maden Avrupa'ya taşınmış ve taşınan altın ve gümüşün artması neticesinde Avrupa'da hiperenflasyon olgusu yaşanmıştır. Bu ilk krizin ardından dünyada zaman içerisinde çeşitli ülkelerde konjonktür hareketleri izlendiğinde fiyatlar genel seviyesinde ani sıçramalar ortaya çıktığı görülebilir. Fiyatlar genel seviyesi, üretim, yatırım, istihdam vs. deki iniş çıkış hareketleri iktisat biliminde konjonktürel dalgalanmalar olarak adlandırılır. Konjonktürün değişik dönemlerinde ortaya çıkan enflasyon, deflasyon, stagflasyon, resesyon gibi gelişmeleri kriz olarak adlandırmak doğru değildir (Uygun, 2011:4-5).

Fiyatlar genel seviyesinde azalma eğilimi olarak tanımlanan deflasyon kriz değildir. Ancak konjonktür içerisinde beklenmedik bir biçimde fiyatlardaki ani düşme donemi olarak adlandırılan depresyon bir krizdir. Örneğin, dünyada 1929- 1933 yılları arasında yaşanan ilk büyük depresyon (ekonomik buhran) gerçek anlamda bir ekonomik krizdir. Enflasyon ve deflasyon nasıl tek başına kriz olarak adlandırılmayacaksa aynı şekilde devalüasyon ve revalüasyon kavramları da kriz olarak adlandırılmaz. Sabit kur rejiminde ulusal paranın yabancı paralar karşısında değerinin düşürülmesi (devalüasyon) işleminin kriz olarak adlandırılması için, bu işlemin beklenmedik bir anda ve yüksek bir parite ayarlaması ile gerçekleştirilmesi gerekir. Yoksa, hükümetlerin yavaş yavaş ve ılımlı oranlarda başvurmak zorunda kaldıkları devalüasyon işlemini kriz olarak adlandırmamak gerekmektedir (Uygun, 2011:5).

Ekonomik krizler kapsamı ya da yayılma durumlarına göre ulusal, bölgesel ve küresel ekonomik kriz olarak sınıflandırılırlar. Kapitalizm küreselleşmeden, sermaye hareketleri bu kadar serbestleşmeden önce bir ekonomide çıkan kriz daha çok ulusal kriz olarak sınırlı kalırdı. Ancak kapitalizmin küreselleşmesiyle ülkeler arasında artan ticaret hacmi ve sermaye hareketlerinin serbest bırakılmasıyla herhangi bir ekonomide meydana gelen kriz çok kısa zamanda çeşitli yayılma kanalları aracılığıyla diğer ekonomilere sıçrayabilmektedir. Fakat bugün bile bazı krizler çıktığı yerle sınırlı kalabilmektedir. Burada bakmamız gereken temel kriter krizin çıktığı ülkenin dünya ekonomisindeki görece payı ve dünya ticaret hacmindeki payıdır. Eğer krizin çıktığı ekonominin dünya ekonomisindeki görece payı düşük ve dünya ticaret hacminden aldığı pay sınırlıysa kriz o ülkeyle ve o ülkeyle yakın ekonomik ilişkiler içinde bulunan ülkelerle sınırlı kalabilmekte dolayısıyla *ulusal nitelikte* olabilmektedir. Bazen de ekonomilerin birbiri ile olan ilişkileri dolayısıyla, ortaya çıkan bir ekonomik kriz bölgedeki diğer ekonomilere yayılmakta yani *bölgesel nitelikte* olabilmektedir. Eğer krizin çıktığı ülkenin dünya ekonomisindeki görece payı yüksek ve dünya ticaret hacmindeki payı büyükse - özellikle gelişmiş ekonomiler diyebiliriz- ekonomik kriz çok hızlı şekilde dünyaya yayılabilmekte dolayısıyla *küresel nitelikte* olabilmektedir¹.

¹ Ulusal nitelikte bir krize örnek olarak 2001 Türkiye krizini verebilir. Türkiye'de ortaya çıkan bankacılık krizi Rusya ile Türkiye ve komşu Ortadoğu ülkelerinde bazı etkiler yaratmış, ondan öteye

3.1.2. Ekonomik Krizlerin Nedenleri

Her ülkenin ekonomik, siyasi, sosyo-kültürel yapısı farklı olduğundan, her ülke için genel geçer bir kriz nedeninden bahsedilemez. Fakat ekonomik krizlerin genel nedenleri kısaca açıklanırsa:

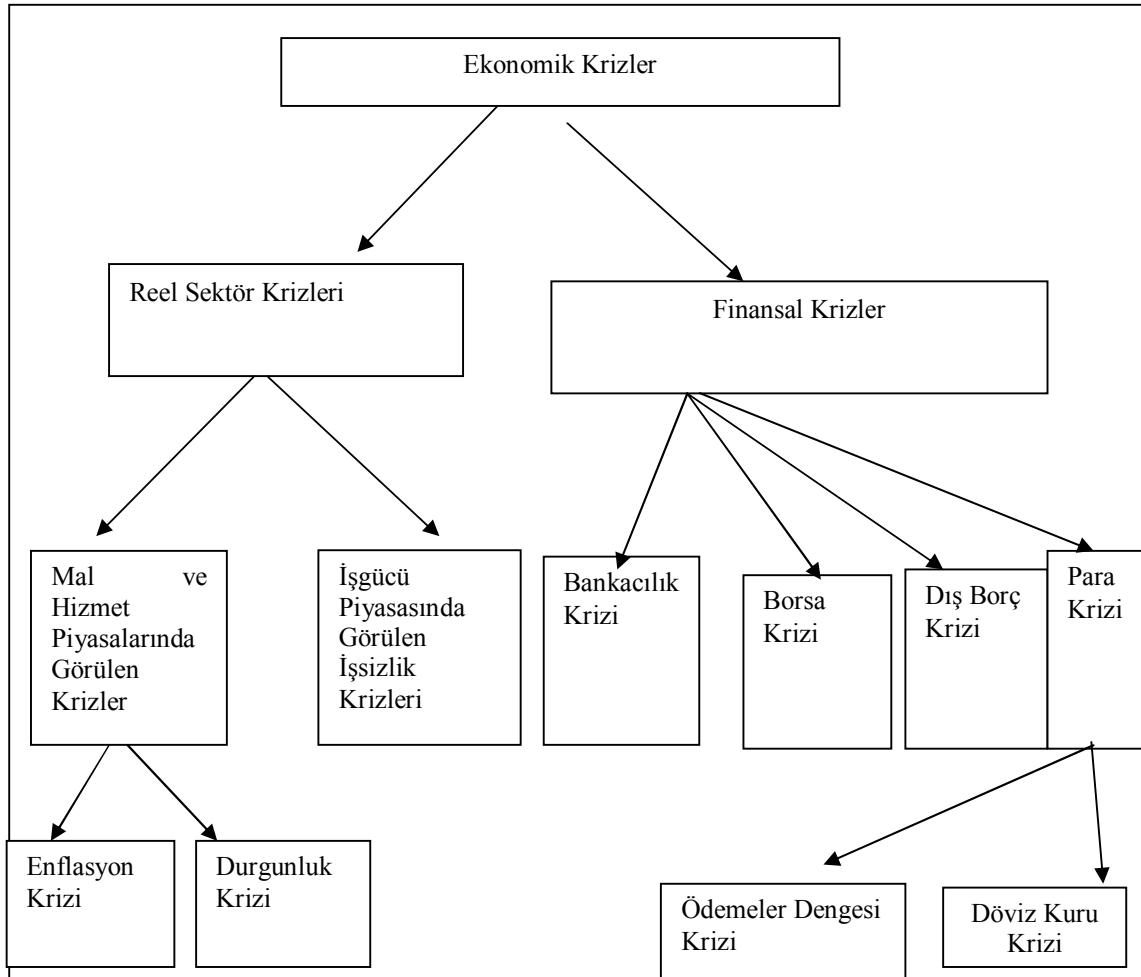
- Ekonomik krizler, reel ve finansal sektörlerde arz fazlalığı veya talep daralmasından kaynaklanabilir. Gerek arz, gerekse talep krizinin ortaya çıkmasının çeşitli nedenleri bulunmaktadır. Ekonomik krizler, organizasyon dışı konjonktürel nedenlerden kaynaklanabileceği gibi organizasyon içi nedenlerden de kaynaklanabilir. Ekonomik krizlerin nedeni, her zaman ekonomik nedenler olmayabilir. Örneğin, ülke düzeyinde ortaya çıkan deprem, sel gibi doğal afetler krize neden olabilir (Uygun, 2011: 7).
- Ekonomik süreç içerisinde üretim, istihdam ve fiyatlar genel seviyesinde ortaya çıkan ani konjonktürel hareketler ve dalgalanmalar da depresyon, hiperenflasyon, işsizlik gibi krizlere neden olabilir. Konjonktürel hareketler piyasa ekonomisinin tabii işleyişi neticesinde ortaya çıkan gelişmelerdir. Bunun yanı sıra devletin ekonomiye ani devalüasyon, vergi oranlarının arttırılması ve vergi yükünün ağırlaştırılması gibi iktisat politikası araçları ile müdahale etmesi de ekonomik krizlere neden olabilir (Uygun, 2011: 7-8).
- Krizlerin, organizasyonun kendi iç yapısından ve yönetiminden kaynaklanan nedenleri de olabilir. Optimal büyüklükten uzaklaşmış, merkezîyetçi ve hiyerarşik bir organizasyon yapısı, etkin olmayan liderlik ve mali yönetim, organizasyonda çağdaş yönetim tekniklerin uygulanmaması, organizasyonun, kriz ortamında, krize karşı koyabilme gücünü de sınırlandırır (Yavuz, 2006:6).
- Ekonomik krizlerin bir kısmı organizasyon dışı nedenlerden kaynaklanabilir. Siyasal, ekonomik, teknolojik ve ekolojik alanlardaki hızlı değişim ekonomik krizlerin ortaya çıkmasına neden olabilir. Örneğin, siyasi alanda yaşanan hükümet bunalımları, askeri darbeler, siyasi istikrarsızlık ortamı krizlere neden olabilir. Bunların yanı sıra, dünyada yaşanan hızlı ekonomik değişimler, daima krizlerin ortaya çıkmasına elverişli bir ortam yaratmaktadır. Özellikle, küreselleşme, uluslararası ve bölgesel entegrasyonların önem kazanması, dış ticarete serbestleşme, yeni oluşan büyük pazarlar ve sosyalizmin çöküşü ve piyasa ekonomisine geçiş sürecine giren ülkelerdeki pazar potansiyeli gibi ekonomik değişimler, hem tehlike hem de fırsat anlamında krizlere davetiye çıkartmaktadır (Yavuz, 2006: 6).
- Kapitalizmin küreselleşmesiyle ülkeler arasında artan ticaret hacmine bağlı olarak dünya ekonomisindeki genel daralmalar, bir ülkede çıkan ekonomik kriz, rakip ülkelerde yapılan devalüasyon ve yoğun rekabet diğer ülkelerin ekonomik krize girmesine neden olabilir.
- Günümüzde krizler oldukça sıklıkta tekrar edebilmekte ve çok hızlı bir süreçte meydana gelebilmektedir. Bunun en büyük nedeni, krizlerin bankacılık ve finansal kaynaklı krizler olmasıdır. Çünkü ekonomilerde para piyasaları ve mali piyasalar her türlü gelişmeye anında tepki

bir sıçraması olmamıştır. Bölgesel nitelikte bir krize örnek olarak da 1997 Asya krizini verebilir. Bu krizde Tayland'da ortaya çıkan krizin Singapur ve Hong Kong gibi bölgenin güçlü ekonomilerine de sıçramış olmasının altında yatan başlıca neden, yatırımcıların o bölgeyi ayrı ayrı devletler olarak değil bir bütün olarak görmesinden kaynaklanmıştır. Sonuçta kriz bütün bölgeye ve bütün işlemlere yayılmış, hatta küreselleşme eğilimi göstermiştir. Küresel nitelikte bir krize örnek olarak ise, 2007 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) yaşanan mortgage kredileri krizi olarak başlayan ve benzer nedenlerle İngiltere'ye sıçrayan ekonomik krizi örnek vermek mümkündür. Söz konusu kriz, 2008 yılının ikinci çeyreğinde küresel bir krize dönüşmüştür. Başlangıçta Çin, Hindistan, Rusya ve Brezilya başta olmak üzere gelişme yolundaki ülkeleri pek etkilemeyeceği düşünülürken, bu tahmin gerçekleşmemiş ve bütün ülkeler krizden etkilenmiştir (Eğilmez, 2013: 52-53).

gösterebilmektedir. Bu tepkinin boyutları gelişmekte olan ülkelerde piyasaların spekülative hareketlere açık olması nedeniyle daha da yıpratıcı olabilmektedir. Dünyada denetimsiz olarak sürekli hareket eden günlük yaklaşık 1,5-2 trilyon dolarlık bir fon bulunduğu tahmin edilmektedir. Bu fonların gelişmekte olan piyasalara ani girişleri halinde piyasalar bir anda olması gerekenin üzerinde olumlu tepki vermekte; ani çöküş halinde ise bu hareket piyasalar üzerinde şok etkisi yaratmakta ve ekonomik krize dönüşebilmektedir. Kriz, bu ülkelerde hükümetlere olan güveni azaltıp istikrarı yok ederken, oluşan güvensizlik ve belirsizlik ortamı spekülative hareketlerin şoklara ve beraberinde yeni krizlere dönüşmesine neden olmaktadır (Yürekli, 2004: 67).

3.1.3. Ekonomik Kriz Türleri

Ekonomik krizler reel sektör krizleri ve finansal krizler olarak iki ana başlık altında toplanabilir. Reel sektör krizleri kendi içinde mal ve hizmet piyasalarında görülen krizler ve işgücü piyasasında görülen işsizlik krizleri olarak ayrılırlar. Ayrıca mal ve hizmet piyasalarında görülen krizler ise enflasyon krizi ve durgunluk krizi olarak ikiye ayrılmaktadır. Finansal krizler ise bankacılık krizi, borsa krizi, dış borç krizi ve para krizi olarak dört alt başlık halinde incelenebilir. Para krizleri ise kendi içinde ödemeler dengesi krizi ve döviz kuru krizi olarak ikiye ayrılırlar. Bu ayrımlar Şekil 3.1.'de gösterilmiştir.



3.1.3.1. Reel Krizler

Reel krizler; mal, hizmet ve iş gücü piyasalarındaki ”miktarlar”da yani üretimde ve /veya istihdamda ciddi daralmalar (durgunluk ve/veya işsizlik krizi) biçiminde ortaya çıkar. Mal ve hizmet piyasalarındaki genel fiyat düzeyinin sürekli artışları ise bilindiği üzere, enflasyon olarak adlandırılır. Eğer bu artışlar belirli bir sınırın üstündeyse, buna enflasyon krizi diyebiliriz (Kibritçioğlu, 2001: 1-2).

Durgunluk krizi ise, yatırımların yetersizliği nedeniyle GSMH artış hızının düşük düzeyde kalmasıdır.

İşsizlik krizi ise, emek piyasasındaki işsizlik oranlarının ekonominin uzun dönemdeki işsizlik oranının (doğal işsizlik oranı) üzerinde olması şeklinde tanımlanabilir.

3.1.3.2. Finansal Krizler

Finansal krizler, döviz ve hisse senedi piyasaları gibi finans piyasalarındaki şiddetli fiyat dalgalanmaları veya bankacılık sisteminde bankalara geri dönmeyen (batık) kredilerin aşırı derecede artması sonucunda yaşanan ciddi ekonomik sorunlar olarak kabul edilebilir (Kibritçioğlu, 2001: 2).

Mishkin, asimetrik bilgi teorisi çerçevesinde finansal krizleri şöyle tanımlamaktadır: Bir finansal kriz, ters seçim ve ahlaki tehlike (moral hazard) sorunlarının ileri boyutlara varması ve böylece finansal piyasaların, fonların en verimli yatırım fırsatlarına sahip olan ekonomik birimlere kanalize edilmesindeki etkinliğini kaybetmesi nedeniyle finansal piyasalarda ortaya çıkan doğrusal olmayan bir bozulmadır (Mishkin, 1999 :1-2). Finansal piyasaların bu nedenle etkin bir şekilde işleyememesinin sonucunda iktisadi faaliyetler keskin bir şekilde azalacaktır (Mishkin, 2006: 206).

Mishkin, finansal krizleri tetikleyen faktörleri beş kategoriye ayırır: faiz oranlarının artması, belirsizlikteki artışlar, varlık piyasasının bilançolar üzerindeki etkisi, bankacılık sektöründeki sorunlar ve kamunun mali dengesizliği (Mishkin, 2006: 206). Mishkin çalışmasını kamunun mali dengesizliğinin sadece yükselen piyasalarda bir krize yol açabileceği şeklinde yapsa da, etkileri halen devam eden Avrupa borç krizi örneğinden yola çıkarak, kamunun mali dengesizliğinin gelişmiş ekonomilerde de bir finansal krize yol açabileceği söylenebilir.

Faiz oranlarındaki artışın yanında ortaya çıkan belirsizlikler tüm ekonomideki kurumların istikrarını olumsuz etkiler. Bu durum ülkede iktisadi durgunluğa, politik istikrarsızlığa ve menkul kıymetler borsasında ciddi düşüşlerin yaşanmasına yol açar. Bu gelişmeler sorunu finansal kriz boyutuna taşır. Krizin olumsuz etkisi firmaların, finansal araçların ve hane halklarının bilançolarında istenilmeyen değişikliklerin olmasına yol açar. Bu kesimler arasındaki fon akışı kesintiye uğrar. Bu kesinti sadece reel ve finansal sektörü değil aynı zamanda bankacılık sektörünü de etkiler (Öcal ve Çolak, 1999: 286-287).

Finansal krizlerin ortak özellikleri olmakla birlikte, hepsinin kendine has bazı ayırt edici özellikleri bulunmaktadır. Ortak nokta ise hepsinin önemli maliyetler yaratmalarıdır. Bu maliyetlerin en önemlileri, çıktı kayıpları ve kırılğan finansal sektörünü yeniden inşa etmek için harcanan önemli finansal kayıplardır (Özer, 1999: 29). 1990’lı yıllarda ve 2000’li yıllarda oluşan krizlerin en önemli ayırt edici özelliği ise bu krizlerin oluştukları bölge başta olmak üzere küresel düzeyde yarattıkları etkilerin artmış olmasıdır.

3.1.3.2.(1). Para Krizleri

Para krizleri, literatürde döviz krizi olarak da ifade edilir. Bir ülke parasının üzerindeki spekülasyon saldırı bir devalüasyonla veya şiddetli değer kaybıyla sonuçlanırsa veya merkez bankası büyük miktarlarda rezerv satmak veya faiz oranlarını önemli oranlarda yükseltmek suretiyle parayı korumaya zorlanırsa bir döviz veya para krizi oluşur (Delice, 2003: 59). Para krizi, bir ülke parasına güvenin kaybolması dolayısıyla spekülasyon fonların ülkeyi terk etmeye başlaması ve Merkez Bankasının tüm destekleme çabalarına rağmen mevcut kurun sürdürülemez olarak ulusal paranın devalüe edilmesi veya tümünden dalgalanmaya bırakılması biçiminde de tanımlanmaktadır (Seyidoğlu, 1999: 583).

Bazı iktisatçılar “eski tip” veya “yavaş hareket eden” para krizleri ile “yeni-tip” krizler arasında ayırım yaparlar. İlk kriz türleri bir aşırı harcama ve reel değerlenme döneminin arkasından cari hesap açığının artmasıyla doruğa ulaşırlar ve çoğunlukla devalüasyon ve aşırı sermaye kontrolleri ile sonuçlanırlar. İkinci tür krizlerde ise liberalize edilmiş ve finansal piyasalara entegre olmuş bir ortamda ekonominin önemli bir kısmında (kamu veya özel) bilançoların kredi değerliliği hakkında endişeleri olan yatırımcılar, döviz kuru üzerinde çok hızlı bir şekilde baskıya yol açabilirler (IMF, 2002: 6).

Para krizlerine yol açan spekülasyon saldırıları, yurtiçi aktif piyasalarında bir çöküşün yabancı para cinsinden kısa vadeli dış borçlardaki artışın, döviz kurundaki aşırı değerlenme ve cari hesap açığındaki artışın veya sabit döviz kuru sistemini terk etmeye yönelik bir politika tercihinin arkasından ortaya çıkabilir (Delice, 2003: 59).

Şekil 3.1.’de gösterildiği gibi para krizleri kendi içinde ödemeler dengesi krizi ve döviz kuru krizi olarak ikiye ayrılmaktadır. Sabit kur sistemleri uygulayan ülkelerdeki para krizleri ödemeler dengesi krizi diye adlandırılarak döviz rezervi azalmalarına dikkat çekilirken, esnek kur sistemi uygulanan ülkelerdeki krizlere döviz kuru krizi adı verilerek, rezerv azalmaları yerine kur değişmelerine dikkat çekilmiş bulunmaktadır (Kibritçioğlu, 2001: 9).

Döviz krizlerinin belirleyicileri şu beş grup altında toplanabilir (Kibritçioğlu, 2001: 2):

1. Zayıf makro ekonomik göstergeler ve hatalı iktisat politikaları
2. Finansal alt yapının yetersizliği
3. Ahlaki risk ve asimetrik enformasyon olgusu
4. Piyasadaki kreditorlerin ve uluslar arası finans kuruluşlarının hatalı his ve öngörülerini
5. Siyasal suikast veya terörist saldırı gibi bazı beklenmedik olaylar ve tesadüfler.

Hemen her döviz krizi öncesinde, bu beş grupta yer alan etkenlerin bir veya bir kaçını, belirli bir süredir değer yitirmesi gerektiği halde hâlâ hiç veya yeterince değer yitirmemiş bulunan bir ulusal paraya karşı ekonomik ajanlarca spekülasyon saldırı başlatılmasına yol açmaktadır. Daha sonra da, yerli paradan döviz doğru kaçışla birlikte mevcut döviz kuru üzerinde kendini gösteren bu baskı, ilgili ülkenin iktisat politikası kararı alıcıları tarafından ya Merkez Bankası rezervlerinde ciddi bir erime göze alınarak, ya büyük bir devalüasyonla, ya yurtiçi faizler önemli ölçüde yükseltilerek, ya da bu üç politikanın iki veya üçünün uygun bir bileşimi tercih edilerek

karşılanmaktadır. Burada, güçlü bir spekülasyon saldırısı karşısında hükümetin alacağı ilgili politika kararı geciktikçe finansal baskının da giderek büyüyeceği ve böylece döviz krizinin daha da derinleşeceği yani daha yüksek oranlı devalüasyon, faiz artışı ve/veya rezerv kayıpları ile sonuçlanacağı ortadadır (Kibritçioğlu, 2001: 2-3).

1990 sonrası dönemde gelişmekte olan ekonomilerde yaşanan para krizlerinin çoğunun ana nedeni sermaye çıkışları yani sermaye hesabı krizleridir. Tasarrufları yatırımlarını finanse etmeye yetmeyen gelişmekte olan ekonomiler uluslararası sermaye akımlarıyla yüksek büyüme yaşayabilmekte ve finansman akımlarında ani bir bozulma olana kadar yaşanan bir takım risklerin üstünü örtmektedirler. Ancak sermaye akımlarındaki ani duruş ve sermaye çıkışlarıyla birlikte finansal piyasalarda oynaklık ve iktisadi faaliyette keskin bir daralma yaşanmaktadır.

Sermaye hesabı krizlerinin en önemli iki bileşeni, hacimli sermaye girişleri ve bu sermaye içerisinde kısa vadeli kredilerin ağırlıklı olmasıdır. Bu iki durum birlikte para ve bankacılık krizlerine yol açmaktadır (Delice, 2003: 60). Söz konusu krizlerin oluşum mekanizmaları genel olarak Şekil 3.2’de gösterildiği gibi işlemektedir.

Şekil 3.2’de gösterildiği gibi, yoğun sermaye girişi ülkede hızlı kredi büyümesine neden olarak ekonomiyi canlandırmakta ve cari işlemler açığını da arttırmaktadır. Yoğun sermaye girişi ve sermaye girişlerinin kısa vadeli kredilerle ağırlıklı olması vade ve kur uyumsuzluklarını artırarak finansal sektörü ve firmaları kırılgan hale getirmektedir. Kriz öncesinde sermaye girişlerinin GSYİH’ya oranı artar. Bankacılık sistemi borçlarını ödeyemez hale gelinceye kadar, dış borçlanma yoluyla daha fazla borçlu duruma gelir. Sermaye girişlerinin ani ve yoğun şekilde tersine dönmesiyle önce merkez bankasının rezervleri tükenmekte sonra ülke parası ciddi değer kaybetmekte, kredilerde ani daralma meydana gelmekte cari işlemler açığı daralıp cari işlemler fazlası verilse de hâsıla şiddetli bir şekilde düşmektedir. Aynı zamanda vade ve kur uyumsuzluklarının etkisiyle de gerek bankacılık sektörü gerekse reel sektör kendini krizin içinde bulmakta ve bu sebeplerle hâsıla daha da düşmektedir.

3.1.3.2.(2). Bankacılık Krizleri

Bankacılık krizi, mali güvenin kaybolması dolayısıyla tasarruf sahiplerinin mevduatlarını çekmek için bankalara hücum etmeleri veya başka bir nedenle bankaların yükümlülüklerini karşılamada yetersiz kalması nedeniyle kamu otoritesinin söz konusu bankaların faaliyetlerine son vermesi, birleşmelere zorlaması, devletleştirmesi veya önemli miktarda mali destekte bulunması veya da bankaların kendisinin kapanma, birleşme, devlet yardımı veya kamu sektöründe bir veya daha fazla finans kuruluşu tarafından devralınma için çaba göstermeleri ya da bunların gerçekleşmesi olarak adlandırılmaktadır (Yıldırtan, 2006: 97, Goldstein vd., 2007: 28). Bankaların talepleri yerine getirememeleri ile mali panik krize dönüşmüş olur. 1994 Meksika krizi ve Türkiye 1994 5 Nisan Kararları sırasında bazı bankalar tasarruf sahiplerinin bu tür hücumlarına uğramışlardır (Yıldırtan, 2006: 97).

Bankacılık krizine neden olan pek çok faktör sıralanabilir (Küçükaksoy, 2006: 116-117):

- Makro Ekonomik Şoklar: Ekonomik Resesyonlar, faiz oranlarındaki ani yükselişler, şirketlerin finansal sorunları (ödeme gücü), gayrimenkul piyasasındaki olumsuzluklar, kısa vadeli kaynakları uzun vadeli krediye çeviren bankaları zora sokmaktadır.
- Riskli faaliyetler: Türev ürünlerin gelişmesi, yüksek faiz riskinin alınması, döviz kuru riskleri ve buna bağlı olarak da açık pozisyonlar, riskli faaliyetlerdir.
- Yoğun rekabet: Mevduat faizleri üzerindeki sınırlamaların kaldırılmış olması bankaları rekabet eden, türev araçlarını çeşitlendiren ve açık pozisyon alan bir yapı haline getirmiştir.
- Kötü yönetim: Az karlı ve çok riskli faaliyetlere girişmesini sağlayan bir yönetim ve açık pozisyonlar bankaları zora sokmuş, bankaların kontrolün de yapılmaması bir başka kötü yönetim sorununu gündeme getirmiştir.
- Bankacılık yapısı: Muhabir bankaların varlığı, işlem miktarlarının artmasına ve türev araçların çeşitlenmesine sebep olmuştur. Ayrıca çok sayıda küçük bankanın varlığı da bankacılık yapısının denetlenmesini engelleyen bir unsurdur.
- Finansal serbestleşme: Finansal serbestleşme sayesinde hassas yapısı olan bankacılık sektöründe, krizlerin yayılma etkisi hemen hissedilmektedir.
- Kısa süreli yabancı kaynaklara bağımlılık: En ciddi bankacılık sorunları, mevduatlarının önemli kısmının yabancılara ait olduğu ülkelerde yaşanmaktadır. Olumsuz finansal gelişmelere aşırı duyarlı olan yabancılara ait bu fonlar, ulusal ekonomiyi ani terk etme eğilimindedirler. Yabancıların, bankalardaki döviz hesaplarını kapatma yönündeki panik saldırısı, bankacılık sektörüne zarar vermektan başka, rezervlerinde yitirilmesine sebep olarak bir para krizi oluşturur.

Bankacılık krizleri para krizlerinden daha uzun süre devam etme eğilimi taşırlar ve ekonomik faaliyet hacmi üzerindeki etkileri daha şiddetli olur. Sermaye hareketleri ve finansal işlemler üzerindeki kontroller nedeniyle 1950'li ve 1960'li yıllarda bankacılık krizleri fazla yaşanmıyordu. Fakat 1970'lerden buyana giderek artan bir şekilde para krizleriyle birlikte ortaya çıkmaya başladılar (Delice, 2005: 3). Bankacılık

sektörü tasarrufların reel kesime kredi olarak verilmesinde oynadığı aktif rol nedeniyle ekonomide önemli bir rolü üstlenmektedir. Dolayısıyla bankacılık sisteminin yaşayacağı sorunlar, diğer sektörlere kıyasla daha ciddi sonuçlar doğurmaktadır (Kuran, 2006: 6).

Ayrıca para krizleriyle bankacılık krizleri arasında iki yönlü nedensellik söz konusudur. Buna göre yaşanan para krizi bir bankacılık krizine neden olabileceği gibi, bankacılık krizi de para krizine neden oluşturabilir. Bu iki krizin bir arada gerçekleşmesine ikiz kriz denmektedir.

3.1.3.2.(3). Dış Borç Krizleri

Para krizleri ve bankacılık krizlerine göre daha somut ve önceden görülebilen özelliklere sahip olan dış borç krizleri, ülkenin kamu ve/veya özel kesime ait dış borçlarını ödeyememe durumudur (Bilge, 2006: 44). Bir borçlanıcı borçlarını ödeyemez veya borç verenler borçların ödenmeme olasılığı olduğunu düşünerek yeni krediler vermeyip, mevcut kredileri geri almaya çabaladıklarında borç krizleri ortaya çıkar. Bu krizler özel veya kamu borcundan kaynaklanabilir. Kamu sektörünün geri ödeme yükümlülüklerini yerine getiremeyeceği şeklindeki risk algılamaları özel sermaye girişlerinde şiddetli bir düşüşe ve bir para krizine yol açabilir (IMF, 2002: 6).

Borç krizinin en güzel örneği günümüzde halen etkisini devam ettiren Avrupa Borç Krizidir. Yunanistan'la başlayan sonra İrlanda, İspanya, Portekiz ile devam eden ve Euro Bölgesindeki diğer ekonomileri de etkisi altına alan kriz bir kamu borç krizidir. Bu ülkelerde devlet borçlarını çeviremez konuma gelmiştir.

Ülkeler bir dış borç krizi ile karşılaştıkları zaman sorulacak ilk soru, krizin geçici mi yoksa kalıcı mı olduğudur. Bir başka ifadeyle, ülkenin likidite kısıtı (illiquidity) ile mi yoksa çözümsüzlükle mi (insolvency) karşılaşıldığının tespitidir. Borçlular için cevap birincisidir ve likidite sağlanmasıyla sorun aşılanacaktır ancak, alacaklılar için ise cevap ekonominin şartlarına bağlıdır. Alacaklıların tepkisi kayıpları kesmek için yeni borçlanmaları durdurmak şeklinde belirlenebilir (Turgut, 2006: 38).

3.1.3.2.(4). Borsa Krizi

Borsa krizi, borsada işlem gören menkul kıymetlerin fiyatlarındaki yüksek oranlı düşüşler olarak tanımlanabilir. Borsanın yükselişe geçmesi ekonomiye olan güveni, ekonomik parametrelerin olumlu bir seyir içinde olduğunu yansıtırken, borsadaki büyük değer kayıpları ekonomide bazı şeylerin rayında olmadığı konusunda önemli bir gösterge olarak görülmektedir (Kocadağ, 2010: 11).

3.1.4. Ekonomik Kriz Modelleri

Reel ve finansal krizleri açıklamaya yönelik çok sayıda geliştirilen teorik model vardır. Ancak her bir krizin nedenleri, ekonomiler üzerinde meydana getirdiği etkiler farklı olduğundan dolayı bu teorik modeller yaşanan tüm krizleri açıklamakta yetersiz kalmaktadır. Her birisi krizlerin farklı noktalarına dikkat çeken bu kriz modellerini dört başlık altında toplamak mümkündür:

- 1) Birinci Kuşak Kriz Modelleri
- 2) İkinci Kuşak Kriz Modelleri
- 3) Üçüncü Kuşak Kriz Modelleri
- 4) Dışsal Faktörlere Vurgu Yapan Kriz Modelleri

3.1.4.1. Birinci Kuşak Kriz Modelleri

Krugman tarafından ortaya atılan ve Flood ve Garber tarafından geliştirilen birinci nesil modeller, krizi ateşleyen temel makroekonomik faktörlerin önemini vurgulamakta ve para krizlerini, makroekonomik politikaların yapısal uyumsuzluğu, yani sürdürülemez oluşuna bağlamaktadır. Kanonik modeller olarak da adlandırılan bu modellerde finansal krizlerin ekonomi politikalarındaki temel dengesizlikler (bütçe açıklarının para basılarak finanse edilmesi gibi) ve döviz kurunu sabit tutma arasındaki tutarsızlıktan kaynaklandığı öne sürülmektedir (Delice, 2003: 64-65).

Krugman'a göre sabit döviz kuru rejimi altında bütçe açıklarının parasal genişlemeyle finanse edilmesi yurt içi enflasyon yaratır, bu da ulusal paranın aşırı değerli hale gelmesine neden olur. Buna bağlı olarak ülkede ihracat azalır, ithalat artarak cari işlemler dengesi bozulacaktır. Cari işlemler dengesindeki bozulmayla Merkez Bankası döviz satımlarına başlayacak ve buna bağlı olarak da Merkez Bankası rezervleri erimeye başlayacaktır. Merkez Bankası rezervleri belirli bir kritik seviyenin altına düşmesiyle o paraya karşı spekülasyon atak başlayacaktır. Bu durum Merkez Bankasının elindeki son rezervlerin de erimesine neden olacak ve kurun dalgalanmaya bırakılmasına veya devalüasyona neden olacaktır. Modelde spekülasyonun davranışı para krizlerinin kaynağı olarak görülmemekte sadece krizi hızlandıran bir unsur sayılmaktadır.

Bu modellerde, makroekonomik temellerdeki bozukluklar krizin göstergesi olmaktadır. Bu bozukluklar ise; yüksek ve artan oranlı bütçe açıkları, yüksek parasal artış oranları, yüksek enflasyon, aşırı değerli döviz kuru, geniş cari açıklar, uluslararası rezervlerde düşüşler ve yükselen ülke içi faizlerdir (Yörük, 2008: 10).

Birinci nesil modeller, sabit döviz kuru rejimi altında aşırı genişlemeci politikaların ekonomiyi krize nasıl sürükleyebileceği üzerine yoğunlaşmaktadır. Birinci nesil kriz modellerin 1980'lerdeki Latin Amerika ve 1998 Rusya krizlerini iyi açıkladığı görüşü genel olarak kabul görmektedir. Örneğin Rusya'da bütçe açığı ve hükümetin borç yükü, gelecekte parasal genişlemenin olacağını ve Ruble'nin değer kaybedeceği beklentisine yol açtığı için Rusya krizinin önemli nedenleri arasında görülmüştür. Aynı nedenler Brezilya, Arjantin ve Türkiye krizleri için de geçerli sayılmıştır (Selimov, 2003: 7)

Son olarak birinci nesil kriz modellerinin temel niteliklerini sıralayacak olursak (Yörük, 2008: 11);

- Krizlerin öncü göstergeleri vardır ve krizler tahmin edilebilir,
- Beklentiler kriz sürecini hızlandırır,
- Krizler kaçınılmazdır,
- Uygulanan politikalar makroekonomik göstergelerin bozulmasına yol açar.

3.1.4.2. İkinci Kuşak Kriz Modelleri

Birinci kuşak modeller 1990'lı yıllarda yaşanan birçok krizi açıklamakta yetersiz kalmıştır. Bu krizlerden birisi de 1992-1993 yıllarında Avrupa'da yaşanan Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) krizidir. Kriz yaşayan ülkelerin çoğunun birinci kuşak modellerde olan makroekonomik temellerdeki bozuklukları taşımadıkları görüldü. İngiltere, İsveç ve İspanya gibi ülkelerde rezervler yeterliydi, bütçe açıkları çoğunlukla yoktu olanlardaysa açıklar parasallaşmamıştı ve yurtiçi kredi artışı yönetilebilir düzeylerdeydi. Buna rağmen bu ülkelerin paraları spekülasyon baskısı altına girdi. Bu

durum mevcut para krizleri teorilerinin zenginleştirilmesine neden oldu ve ikinci kuşak modeller ortaya çıktı.

Bu modellere göre, para krizini yaratan olgu makroekonomik politikaların sürdürülebilirliği ile ilgili beklentilerde oluşan ani değişikliklerdir (Delice, 2003: 65). İkinci nesil modeller üç konu üzerinde odaklanmaktadır (Kansu, 2006: 83):

- Sabit kur sisteminden çıkmak isteyen hükümetin bir nedeni olmalı
- Hükümetin sabit kur sisteminin devamı için gerekçesi olmalı
- Piyasada sabit kur sistemini sürdürmenin maliyetinin arttığına dair inancın artması ve piyasaların sabit kur sisteminin sürdürülmeyeceği inancına kapılmaları ve böylece krize yol açan kısır döngünün meydana gelmesi için gerekli ortamın oluşması.

Hükümetlerin ulusal para biriminin değer kaybetmesine izin vermeleri ancak yurtiçi piyasalarda bazı düzeltmelere ihtiyaç duymaları ile mümkündür. Bu düzeltmelerin en önemlisi, büyük miktarlara varan ve sabit kur uygulandığı için bir türlü sona erdirilemeyen iç borçlanmaların tasfiye edilmesi zorunluluğudur. Başka bir sebep de ülkenin aşağıya doğru katı bir ücret sistemi sebebiyle yaşadığı işsizlik sorununu çözüme kararlılığıdır. Hükümet bu sorunları çözebilmek için genişletici para politikaları uygulamak ister, ancak sabit kur rejimi bu duruma engel olmaktadır (Akdiş, 2000: 97).

Kamuoyunun beklentileri de sabit kuru korumayı ve sürdürmeyi zorlaştırmaktadır. Şayet halk gelecekte paranın devalüe edileceğine inanmış ise sabit kuru korumak maliyetli olacaktır. Örneğin devalüasyon olacağı inancıyla hareket eden tasarruf sahipleri, paralarının değer kaybedeceğini düşünerek yüksek faiz oranı talep edecekler, bu da var olan borç yükünü arttıracaktır. Devalüasyonu hedefleyerek ücret düzeylerini öyle yüksek tespit edeceklerdir ki, maliyet artışları ülke sanayisinin uluslararası alandaki rekabet gücünü kaybetmesine sebep olacak, bu gücün yeniden kazanabilmesi için devalüasyon yapmak gerekli hale gelebilecektir. Ayrıca yüksek belirlenme zorunluluğu doğmuş olan kısa vadeli faiz oranları hükümetin nakit akışı ile birlikte üretim ve istihdam düzeylerini de düşürecektir (Akdiş, 2000: 97).

Bu geniş kapsamlı tesirlerin birlikte çalışması ise sabit döviz kurunu sürdürmenin maliyetlerini artırıcı bir süreç ortaya çıkacak ve sabit kuru korumak yerine ondan vazgeçmek daha uygun olacaktır. Bu ortamdaki bir hükümetin sabit döviz kurunu devam ettirmek istemesi durumunda, ileride devalüasyon yapılması ihtimalini gören spekülâtörlerin milli para aleyhine pozisyon alarak, olması beklenen devalüasyonu vaktinden önce gerçekleştirmeleri söz konusu olacaktır. Milli paradan olabilecek kaçışı sezen spekülâtörler daha önceden pozisyon alacaklardır. Dolayısı ile sabit döviz kurunu sona erdirecek kriz, bu sonucu gerektirecek değişiklikler tamamen gerçekleşmeden bile ortaya çıkabilecek ve sabit kur rejimini sona erdirebilecektir (Akdiş, 2000: 97).

Bu tür çalışan ekonomilerin ortak bir özelliği var: Bu ekonomilerde birden fazla denge bulunmaktadır. Kısaca şu: Mevcut döviz kuru rejimi spekülâtif hareketlerin yokluğunda sorunsuz devam edecektir. Bu, iyi dengedir. Kötü dengeye ise spekülâtif atak sonucunda gidilir; döviz kuru sistemi çöker (Özatay, 2013b: 547).

İkinci nesil kriz modellerini birinci nesil krizlerinden ayıran bazı temel özellikler ifade edilirse;

- Krizler önceden tahmin edilemez,
- Krizlerin nedeni kendi kendini besleyen nitelikteki beklentilerdir,

- Hükümetler makroekonomik politikalar karşısında seçim yaparlar,
- Ekonomilerde çoklu denge söz konusudur.

1992 ERM krizi; ikinci nesil modellere gösterilen ilk örnektir. ERM krizi, makroekonomik temeller sağlam olsa bile olumsuz beklentilerin yol açtığı yeni bir kriz türüdür.

3.1.4.3. Üçüncü Kuşak Kriz Modelleri

Birinci ve ikinci kuşak kriz modelleri 1997-1998 Asya krizini açıklamada yetersiz kalmışlardır. 1990'ların ortalarında bu ülkelerin hükümetleri hemen hemen bütçe dengesine sahiptiler. Endonezya ve Malezya haricinde diğer ülkeler aşırı genişlemeci para politikaları izlemekten kaçınmışlardı. Diğer taraftan kriz etkisini gösterene kadar bu ülkelerdeki düşük enflasyon ve işsizlik oranları ile yüksek büyüme oranları, ikinci kuşak kriz modellerinin bu ülkelerde uygulanabilirliğini de tartışmalı hale getirmiştir. Dolayısıyla hükümetler, ikinci kuşak modellerin öngördüğü yüksek işsizlik, düşük büyüme gibi sabit döviz kuru rejimiyle çelişen politika tercihlerine sahip değillerdi. Ülkelerin hemen hemen hepsinde bankacılık sistemindeki zayıflıklardan kaynaklanan kırılgan bir finansal yapı mevcuttu (Mundaca, 2003: 3). Tüm bu faktörlerden dolayı üçüncü kuşak modeller, finansal sistemi krizlerin merkezine yerleştiren bir anlayıştan doğmuştur (Altıntaş, 2007: 23).

Finansal piyasaların giderek bütünleştiği günümüz dünyasında herhangi bir ülkenin finans piyasasında meydana gelen istikrarsızlıkların veya krizin bir başka yerde makroekonomik temellerle açıklanamayan bir krizi başlatabilmesi gerçeğinden hareket eden bu modeller bulaşma sorununa odaklanırlar. Asya krizinden sonra geliştirilen üçüncü kuşak modellerde, temelde reel sektörün ve/veya bankacılık kesiminin bilanço bozukluklarına dayanılmakta ve önceki modellerin aksine para ve bankacılık krizleri birlikte açıklanmaya çalışılmaktadır. Bu modelleri üç başlık altında toplayabiliriz: i) yanlış politika/*moral hazard*(*ahlaki tehlike*) modelleri; ii) vade uyumsuzluğu (*maturity mismatch*) modelleri; ve iii) para birimi uyumsuzluğu (*currency mismatch*) modelleri.

Moral hazard modellerinde hükümetler, özel finans kuruluşlarının (bankaların) mevduat sahiplerine açık olmasa da gizli mevduat garantileri sağlamaktadır. Finansal kuruluşlara sağlanan bu tür garantiler, zayıf düzenleme ve denetleme ile birlikte gözetim ve kontrolde eksikliklere neden olarak ahlaki tehlike sorununa yol açmaktadır. Örneğin Dooley (2000), Krugman (1998), Corsetti vd. (1999), Mishkin (1999) ve Chinn ve Kletzer (2000) çalışmalarında bu ilişkiyi analiz etmişlerdir. Bu modellerde Asya krizinde olduğu gibi, zayıf bankacılık sisteminin özellikle gayrimenkul gibi alanlarda aşırı yatırımı teşvik ederek varlık fiyatlarında şişkinliğe neden olacağı ve bu yapının da krizleri başlatabileceği ileri sürülmektedir. Mevduata sağlanan yüzde yüz sigorta sistemiyle finansal kuruluşların beklenmeyen başarısızlıklarının parasal artışla finanse edilen kamu açıklarını daha da büyüteceği beklentisi oluşacaktır. Bu beklentiler ise para krizine dönüşecektir. Modelde zayıf bankacılık yapısı birinci nesil modellerle ilişkilendirilse de mikro ekonomik zayıflıklar makroekonomik istikrara zarar verebilmektedir (Opiela, 2004: 520).

Diğer taraftan sınırsız mevduat garantisi, eksik düzenlenmiş finansal sistemde bankaların yüksek faiz ödeyerek sağladıkları mevduatlarını riskli yatırımlara kanalize etmesiyle sistemde sorunlu kredileri artıracaktır (Altıntaş, 2007: 24). Krugman'a göre Doğu Asya'daki finans kuruluşları üretken kesimdeki şirketlere kredi verirken

hükümetlerin geri ödeme garantisi nedeniyle, eksik değerlendirme yapmışlar ve yanlış krediler vermişlerdir (Şişman, 2006: 20).

Vade ve para birimi uyumsuzluğu modelleri, bankaların ve/veya şirketlerin yabancı döviz cinsinden kısa vadeli yükümlülüklerine ve yerli para cinsinden uzun vadeli varlıklara sahip olmasıyla ortaya çıkan likidite sorunları etrafında geliştirilen modellerdir. Bu modelleri inceleyen çalışmalarda, bankalar kendi çıkarları doğrultusunda hareket eden ajanlar olarak kabul edilmektedir. Modeller, Diamond and Dybvig'in klasik koordinasyon hatası modelinin uluslararası piyasalara uyarlanmasıyla genişletilmiş ve modellerde vade uyumsuzluklarının herhangi bir şok karşısında bankalarda vadeden önce para çekme isteğine ve sermaye çıkışlarına yol açarak para krizlerine neden olacağı vurgulanmıştır (Altıntaş, 2007: 24).

3.1.4.4. Dışsal Faktörlere Vurgu Yapan Kriz Modelleri

Diğer bir açıklamalar seti ise, özellikle gelişmekte olan ülkelerde yaşanan krizlerin temel nedeninin dışsal etkenler olduğuna dikkat çekmektedir. Özellikle sanayileşmiş ülkelerdeki önemli ekonomik değişimler (dış ticaret hadlerinde, faiz oranlarında ve döviz kurlarındaki değişimler), yatırımların globalleşmesi ve sermaye piyasalarının artan bütünleşmesi yoluyla krizi tetikleyen etkenler olabilmektedir (Yay, 2001: 1241). Örneğin sanayileşmiş ülkelerin faiz oranlarındaki düşüşler, sermaye akımlarını geliştirmekte olan ekonomilere yönlendirirken, faiz oranlarında meydana gelen ani artışlar, bu ekonomilerdeki bankaların ve firmaların maliyetlerin yükselterek, dış finansman akımlarını sınırlayabilmektedir (Delice, 2003: 65). Asya krizinde bu tür bir etki yapan dış faktör döviz kurlarındaki değişimdir. 1995 ortalarından itibaren ABD dolarının Japon yeni karşısında aşırı değerlendirilmesiyle; paralarını ABD dolarına sabitleyen ülkelerin önemli ticaret ortakları Japonya karşısında rekabet güçleri kırılma noktasına gelmiş ve aşırı bir cari açık problemiyle karşılaşmışlardır (Yörük, 2008: 13). Buna verebilecek en güzel örnek ise, dördüncü bölümde tekrar değinileceği üzere, 22 Mayıs 2013'de dönemin ABD Merkez Bankası Başkanı Ben Bernanke, ABD ekonomisinde olumlu verilerin geldiğini ve ekonomik verilerin böyle devam etmesi koşuluyla aylık 85 milyar dolar olan tahvil alımlarını yıl sonuna doğru kısılabileceklerinin beyanını vermiş, bu da Bloomberg verilerine (Bloomberg, 23.12.2013, www.bloomberg.com) göre ABD on yıl vadeli gösterge tahvilin faizini 21 Mayıs'ta yüzde 1,93'den hızla yükselterek 5 Temmuz'da yüzde 2,74'e kadar çıkarmıştır. Bu durum geliştirmekte olan ekonomilerde krize neden olmasa da geliştirmekte olan ekonomilerden sermaye çıkışları görülmüş, bu ülkelerin paraları dolara karşı ciddi değer kaybetmiş ve yurt içinde faizler artmıştır.

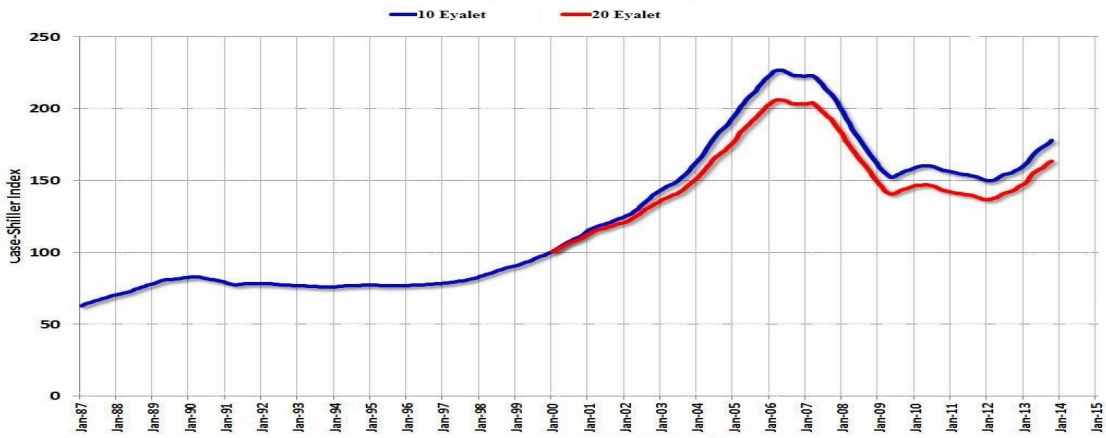
3.2. Küresel Krizin Gelişimi

2007 yılında ABD'de mortgage (konut kredisi) piyasasındaki sorunlarla başlayan kriz, 2008 yılında derinleşmiş, finans ve ticaret kanallarıyla dünyaya yayılarak küreselleşmiştir. Küresel finans krizinden şüphesiz en çok etkilenen ekonomilerden biri Euro Bölgesi ülkeleridir. Küresel finans krizinin yansıması olarak bu ülkelerin bir kısmında borç krizi meydana gelmiştir. Günümüzde halen etkisi devam eden küresel kriz, birçok ekonomiste göre 1929'larda yaşanan Büyük Depresyondan beri görülmüş en büyük krizdir.

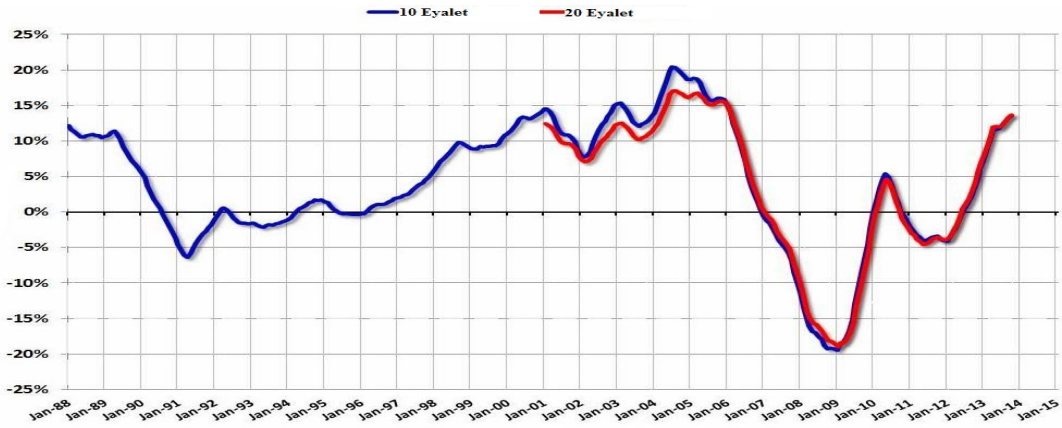
2008 yılında dünyaya yayılan mortgage krizini anlayabilmek için süreci 2000'lere kadar götürmek gerekir. 2000 yılında Dot.com krizi yaşayan ABD, 2001'den itibaren ekonomiyi canlandırmak amacıyla kısa vadeli faiz oranlarını düşük, likiditeyi

bol tutan bir para politikası uygulamaya başlamıştır. Kredilerin maliyetinin azalmasıyla konut satın almak avantajlı hale gelirken, tüketim harcamaları artmış ve bireysel tasarruflar azalmıştır. Özellikle, alt gelir grubuna (eşik altı kesim) sahip kişiler değişken faizli konut kredilerine büyük talep göstermiş, konut talebinin artması ile birlikte konut fiyatları hızlı bir şekilde yükselmeye başlamıştır.

Konut fiyatlarındaki bu gelişme şekil 3.3'deki mevsimsel hareketlerden arındırılmış Standard& Poors's Case-Shiller endeksinden ve şekil 3.4.'deki mevsimsel hareketlerden arındırılmış bir yıl öncesinin aynı ayına göre Standard& Poors's Case-Shiller endeks değişiminden net bir şekilde görülmektedir. Şekil 3.3.'de görüldüğü gibi, konut fiyatlarında 1996'dan beri olan artış 2002'den itibaren hızlanmıştır. 2006'dan itibaren ise önce konut fiyatlarındaki artış hızının sonra da fiyatların kendisinin düştüğü görülmektedir.



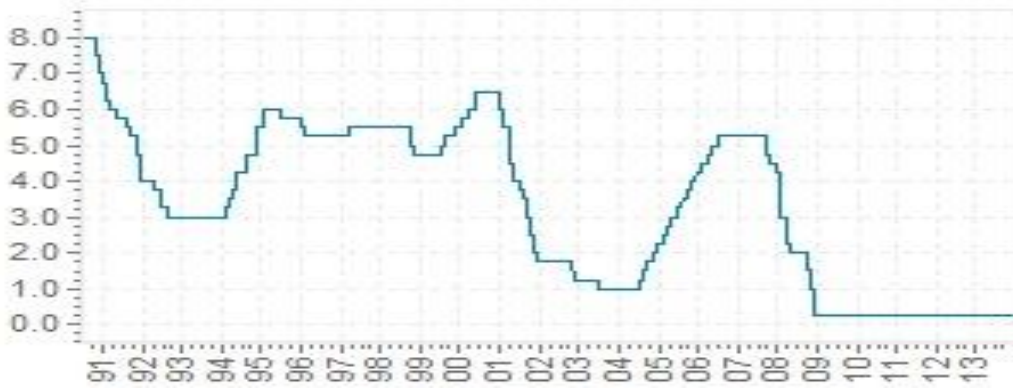
Şekil 3.3. ABD konut fiyatları (1987-2013 Ağustos, mevsimsel hareketlerden arındırılmış Standard& Poors's Case-Shiller endeksi, aylık veriler, kırmızı çizgi 20 eyalet, mavi çizgi 10 eyalet) (Jan:Ocak demektir) (Calculatedriskblog, 10.01.2014, www.calculatedriskblog.com)



Şekil 3.4. ABD Konut fiyatlarının bir yıl öncesinin aynı ayına göre yüzde değişimi (1987-2013 Ağustos, mevsimsel hareketlerden arındırılmış Standard& Poors's Case-Shiller endeks değişimi, aylık veriler, kırmızı çizgi 20 eyalet, mavi çizgi 10 eyalet) (Jan:Ocak demektir) (Calculatedriskblog, 10.01.2014, www.calculatedriskblog.com)

ABD Merkez Bankası'nın (FED), politika faiz oranlarını uzun bir dönem boyunca oldukça düşük düzeyde tutması hem kredi patlamasına, hem de konut

fiyatlarında aşırı bir şişkinliğe neden olurken, bazı finansal kuruluşlarını daha çok kâr edebilmek için daha çok risk almaya yöneltmiştir (Vural, 2013: 3). Buna göre bankalar ellerindeki bol likiditeyi değerlendirmek için, konut fiyatlarındaki artışa da güvenerek yoğun olarak eşik altı (subprime) denilen ödeme gücü düşük olan kesime ipotekli konut kredisi vermişlerdir. Bireysel konut mortgage piyasasında 2007 yılı Eylül ayı itibarıyla toplam piyasanın %62,3'lük payından oluşan Hope Now ortaklıklarında kayıtlı 33,3 milyon adet mortgage sayısı tespit edilmişken, Mortgage Bankalar Birliği tarafından 53,4 milyon adet mortgage sözleşme sayısı olduğu tahmin edilmiştir. Bu dağılıma prime ve subprime ayrımı ele alınarak bakıldığında bildirilen rakamların %87'si subprime kredilerine, geri kalan payın ise prime kredilere ait olduğu görülmüştür (BDDK, 2008: 45).



Şekil 3.5. FED'in Politika Faizinin Gelişimi (1991-2014, %) (Global-rates, 14.01.2013, www.global-rates.com)

Yukarıdaki şekilde Amerika Merkez Bankasının yıllar itibarıyla politika faiz oranları gösterilmiştir. Buna göre temel amacı fiyat istikrarını ve tam istihdamı sağlamak olan FED, yukarıda da ifade edildiği gibi 2001 yılından başlayarak 2004 yılı ikinci çeyreğe kadar politika faizini belirgin bir biçimde düşürmüştür. FED, gösterge faizini % 6,50'den %1'lere kadar indirmiş ve bir yandan da para tabanını da belli seviyede artırarak ekonomiyi canlandırmaya çalışmıştır. Burada dikkat çeken nokta yukarıda da belirtildiği gibi FED'in gevşek para politikası uyguladığı dönem konut fiyatlarının hızla arttığı döneme denk gelmektedir.

Konut fiyatlarındaki yükselişler eşik altı kesimi iflas etmekten kurtarıyordu. Aldıkları krediyi ödeme güçlüğüne düşeceklerini düşündüklerinde kolaylıkla evlerini satabiliyorlar ve evlerin satış fiyatları alış fiyatlarından yüksek olduğundan, borçlarını rahatlıkla ödeyebiliyorlardı (Özatay, 2013a: 108). Yine konut fiyatlarındaki yükseliş sürdüğü sürece krediyi veren banka, kredi geri dönmese de pek sıkıntı yaşamıyordu. Çünkü böyle bir durumda ipotek altında olan eve el konuluyor ve ev çok daha yüksek fiyattan satılabiliyordu.

Ev fiyatlarının artması ev sahiplerinin tüketimlerini artırmakta ve ekonomik aktivitenin yeniden hızlanmasını destekliyordu. Evlerinin değeri artan ev sahipleri bu değer artışına istinaden bankalardan daha fazla kredi kullanabilmekte ve bu ek kredi imkânıyla evlerinin tadilatından arabalarını veya mobilyalarını değiştirmeye kadar çeşitli şekillerde tüketimlerini artırabiliyorlardı. Yeni kredi almasalar bile faizler düştüğünde daha yüksek faizli eski kredilerini daha düşük faizle değiştirebilmekte ve aylık taksit ödemelerinin miktarını azaltabiliyorlardı. Bu da yine birçok aile için yeni bir ciddi miktarda harcama imkânı anlamına geliyordu (Özel, 2008: 29).

Mortgage piyasası, mortgage kredisinin düzenlendiği birincil piyasalar ile bu kredilere dayalı olarak oluşturulan menkul kıymetlerin (türev ürünlerin) alınıp satıldığı ikincil piyasalardan oluşmaktadır. Bu piyasalarda, bireysel yatırımcı, kurumsal yatırımcı, yatırım bankaları, mortgage finansman kurumları gibi pek çok katılımcı yer almaktadır.

Birincil piyasa ürünü olan mortgage kredilerinin ikincil piyasada işlem görmesine aracılık eden menkul kıymetleştirme süreci, gayrimenkul üzerine ipotek konulduktan sonra, sistemin yapılanmasına bağlı olarak; ipoteğe dayalı konut kredisi veren bankaların alacaklarını teminat göstererek konut tahvilleri çıkarması veya da bankaların konut kredisini bir mortgage finansman kurumuna satması ve o kurum tarafından gayrimenkule dayalı tahvil ihraç edilmesine üzerine kuruludur. Bu tahvillerin değeri ipotekli konut kredilerinin geri ödenmesi ile konut fiyatlarına ve tahvilin değerine yönelik beklentiye bağlıdır. Menkul kıymetleştirmenin banka açısından faydası; daha fazla mevduata ihtiyaç duymadan yeni krediler açılması için nakit girişi sağlanması, ayrıca mortgage kredilerinin vadesinin 30,40 yıl olduğu düşünüldüğünde, sağlanan nakit girişiyle krediden çok daha kısa vadeli mevduatın geri ödemesinin yapılmasına olanak sağlanmasıydı. Menkul kıymetleştirmenin yatırımcı açısından faydasıysa; bu tahvillerin faiz getirileri, Amerikan hazine bonosunun çok üzerindedir ve dayanak varlık olarak subprime (eşik altı) mortgage kredileri olsa bile kredi derecelendirme kurumları tarafından çoğu, A grubundan kredi derece notu almışlardır. Dolayısıyla Amerikan mortgage sektöründe kredi ve konut talebine bağlı olarak konutların değeri artmış, bu da gayrimenkule dayalı olarak çıkarılan tahvillerin değerinin artmasına yol açmış ve bu tahvillere kredi derecelendirme kuruluşlarının olumlu notlarının ve değer artış beklentisi etkisiyle yatırımcıların yoğun talebi de eklenince bu tahvillerin değeri daha da artmıştır.

Ayrıca bu dönemde ABD mortgage piyasasında aşırı menkul kıymetleştirmenin söz konusu olduğunu da belirtmek gerekir. Piyasada CDO (teminatlandırılmış borç yükümlülüğü) gibi konut tahvillerine dayalı ihraç edilen menkul kıymetler bulunmakta ve hatta bunlara dayalı tahviller (CDO²) bile çıkarılmıştır. Tam bir mühendislik harikası denilebilecek bu ürünlerin oldukça karmaşık bir yapısı vardı. Bu menkul kıymetler daha riskliydi ve daha yüksek kar elde etmek isteyen yatırımcılar için de yeni birer alternatif haline gelmişlerdir. Hedge (Serbest) fonlar gibi yüksek kaldıraçla işlem yapan fonlar, yüksek kar elde etme isteğiyle bu tür kredi ürünlerine büyük ilgi göstermişlerdir.

Menkul kıymetleştirmenin krizin sebeplerinden birisi olarak değerlendirilmesinin ana sebebi bu sayede riskin bir kurumdan diğerine aktarılmasının kolaylaşmasıdır. Örneğin mortgage kredisi veren bir banka kredilerin geri ödemelerini menkul kıymetleştirerek kısmen veya tamamen bir yatırım bankasına veya bir mortgage kuruluşuna satmaktadır. Bu mekanizma kriz durumunda mali sistemi kırılğan bir hale getirmektedir. Şöyle ki banka tarafından yapılan menkul kıymetleştirme sayesinde kredi ödemelerindeki aksama hem krediyi veren banka hem de menkul kıymeti satın alan diğer finansal kuruluşlar için zarar anlamına gelmektedir. Nitekim, FED Eski Başkanı Greenspan krizin sadece kredilerden kaynaklanmadığını asıl nedenin bu kredilerin paketlenerek tekrar satışı olduğunu ifade etmiştir (Alantar, 2008: 3).

2004 yılında FED, enflasyon riskine karşı önlem almak için faiz oranlarını yükseltmiş, bu da krize giden sürecin başlangıcını oluşturmuştur. FED, 30 Haziran 2004'ten itibaren faizleri kademeli şekilde artırmış ve başlangıçta yüzde 1 olan politika faizini 2006 ortasında yüzde 5,25'e çıkarmıştır (Şekil 3.5). Böylece kullanılan konut kredilerinden değişken faizli olan mortgage kredilerinin geri ödeme tutarları, faiz oranlarının artması nedeniyle oldukça yüksek düzeylere ulaşmıştır. Çalışmada daha

önceden de belirtildiği gibi, subprime (eşik altı) mortgage kredisi kullananların önemli bir kısmı değişken faizli kredi kullanmışlardır. Dolayısıyla faiz artışı özellikle eşik altı kesimi zor durumda bırakmış, bu kişilerin krediyi geri ödeme kabiliyetlerini azaltmıştır. Bir örnek vermek gerekirse: 2005 yılında değişken faizli subprime mortgage kredisi kullanan bir kişi, bu kredilere tanınan ilk 2 yıla ilişkin sabit faiz ödemesini 2005-2007 Eylül döneminde yaklaşık %3,75 faiz puanı üzerinden yaparken, bu süre sonunda değişken faize geçtiğinde faizlerin %5,25'e çıkmasıyla birlikte mortgage kredisine ilişkin faiz oranının da yükselmesiyle kredi geri ödemelerinde güçlük yaşamıştır (BDDK, 2008: 49). Aynı zamanda sadece FED'in faiz artırımını değil, bankacılık kesiminin yüksek riskli olan eşik altı kesime yoğun bir şekilde kredi vermesi de belirli bir zamandan sonra bu kişilerin aldıkları borçları ödeyememesi problemlerini artırmıştır. Bunda da özellikle ev fiyatlarının artmasıyla evin değer artışına bağlı olarak ek kredi alanların da etkisi bulunmaktadır. Bu sebeplerle kredilerini geri ödeyemeyen subprime mortgage kredi sahipleri aldıkları evleri satılığa çıkarırlar, ancak böyle bir durumda bir yandan konut arzı artışı bir yandan da eşik altı kredi açanların kredilerin dönmemesi sebebiyle konut kredisini azaltmasıyla olan konut talebi düşüşünün etkisiyle konut fiyatları hızla düşmeye başlamıştır. Belirli zaman sonra konutların ipoteklerini ellerinde tutan kurumlar bu konutlara el koymuş ancak o aşamada konut fiyatları daha da düşmüştür.

Konut fiyatlarındaki aşırı şişkinliğin 2006'da patlar gibi olması, sonrası da tam anlamıyla patlamasıyla özellikle eşik altı konut kredileri geri dönmemeye başlamıştır. Konutun fiyatındaki düşüş nedeniyle, krediden doğan borcun tutarı konutun değerini giderek aşmaya başlamıştır. Krugman, konut fiyatlarının en üst düzeye ulaştıkları noktadaki değerlerinin iktisadi temeller tarafından belirlenen değerlerine göre çok fazla olduğunu, mesela konut fiyatlarının en çok arttığı bölgelerden olan Miami'de kabarcık (aşırı şişkinlik) sonucu oluşan fiyatın "normal" fiyatın iki katına ulaştığını belirtmektedir. Bu durumda, konut kredisini alan başlangıçta kısmen peşin ödeme yapmış olsa bile (riski azaltmak için konut kredilerinin bir kısmı ABD'de böyle açılmaktadır) fiyatların "mevsim normallerine" dönmeleri durumunda kalan borcun değeri konutun fiyatını çok yüksek oranda aşmaktadır (Özatay, 2013a: 119).

Bu durumda, zaten kredi ödeme gücü oldukça az olan bu eşik altı kredileri alanlar açısından konutu terk edip gitmek daha anlamlı bir davranış haline gelmiştir (Özatay, 2013a: 119). Dolayısıyla da bu kişiler de evlerinin anahtarlarını zarflara koyup bankalara/mortgage finansman kurumlarına göndererek kredi geri ödemelerinden vazgeçmişlerdir (Alantar, 2008: 2). Konutların ipoteklerini ellerinde tutan kurumların evlere el koyup, bu evleri satışa çıkarmasıyla yukarıda belirttiğimiz süreç aynen işlemiş bir yandan konut arzı artışı bir yandan da eşik altı kredi açanların kredilerin dönmemesi sebebiyle konut kredisini azaltmasıyla olan konut talebi düşüşünün etkisiyle konut fiyatları daha da düşmüştür. Dolayısıyla burada kendi kendine besleyen bir süreç olmuştur. Yani; düşen konut fiyatları- ödeme gücü-el konulan konutlar- konutların daha düşük fiyatlarla satılmaya çalışılması- konut fiyatlarının daha da düşmesi (Özatay, 2013a: 108)... İpotekli konut kredilerinin geri ödenmemesiyle bankalar, mortgage finansman kurumları gibi konut tahvillerini ve bunların türevleri diyebileceğimiz CDO, CDO² gibi ürünleri çıkaran kurumlar, bu ürünleri ellerinde bulunduranlara geri ödemelerini yapamamışlardır. Aynı zamanda kredi derecelendirme kuruluşları da ard arda bu ürünlerin notlarını indirmiş ve yatırımcılar bu ürünleri satmaya çalışmışlardır. Böylece konut fiyatlarının hızlı düşüşüyle konuta dayalı tahvil ve CDO gibi ürünlerin fiyatları çok ciddi düşmüş, adeta sıfırlanmış ve bu ürünler piyasada toxic (zehirli) varlıklar olarak adlandırılmaya başlanmıştır. Sonuçta bu zehirli varlıkları alanlar ya da

satanlar önemli likidite sıkıntısı çekmişler, iflas riskiyle karşılaşmışlar, finansal piyasalarda oluşan güvensizlik ortamında bankalar birbirlerine borç vermeyi kesmiş ve bankalar arası piyasada faizler çok ciddi yükselmiş, böylece kriz bir likidite krizine dönüşmüş ve Amerikan mali sistemi durma noktasına gelmiştir.

Finansal kuruluşların risk iştahı ve düşük faiz oranlarının etkisiyle özensizce dağıtılan krediler, ABD'nin kredi hacmini önemli ölçüde arttırırken, mali yapının da bozulmasına neden olmuştur. 2007'de başlayan eşik altı kredi krizi hızlı bir şekilde tüm ABD finansal sistemini etkilemeye başlamıştır. 12 Mart 2007'de ülkenin en büyük ikinci ipotekli kredi kuruluşu olan New Century Financial Corporation'ın iflas isteminde bulunması krizin üstündeki perdeyi kaldırmış, Freddie Mac ve Fannie Mae'in hisse senetlerinin %70'lere varan oranlarda değer kaybetmesi de krizi iyice derinleştirmiştir. Eylül 2008'de ABD hükümeti bu iki kuruluşu el koymuş, mali kriz de hızını arttırmaya başlamıştır. Bu ay içinde FED, ABD'nin en büyük sigorta şirketi olan Amerikan Uluslararası Grup (AIG)'a mali yardımda bulunmuş, 158 yıllık yatırım bankası Lehman Brothers iflas etmiştir. Yatırım bankalarının zor duruma düşmelerinde, sermayelerine göre çok fazla borçlanmaları, ipotekli konut kredileriyle bağlantılı riskli menkul kıymetlere büyük yatırımlar yapmaları ve etkin olmayan risk yönetimi uygulamaları etkili olmuştur (Vural, 2013: 4).

ABD'nin konut piyasalarında başlayan ve bir süre sonra likidite krizine dönüşen finansal kriz, Amerika'da hızla kredi daralmasına neden olmuştur. Kredi piyasasındaki talep daralması çeyrek dönemler itibarıyla incelendiğinde, 2007 yılının üçüncü çeyreğinden sonra, mortgage krizi ifadesinin başta FED olmak üzere piyasalarda kullanılmaya başlanmasıyla birlikte kredi piyasasının da eşanlı olarak tepki verdiği görülmektedir. 2007 yılının üçüncü çeyreğinde %36,7 artış gösteren kredi kullanım oranı son çeyrekte %27,5 ve 2008 yılının ilk çeyreğinde %16 azalış göstermiştir (BDDK, 2008: 36). Kredi piyasasındaki sorunların artarak sürmesiyle kriz reel sektöre yansımış ve şirket iflaslarına neden olmuştur.

ABD finans piyasasında başlayıp reel sektöre hızla yayılan kriz sonucu ABD ekonomisi Aralık 2007 – Haziran 2009 arasında büyük bir işsizlik artışı ve durgunluk (resesyon) sorunu ile karşılaşmıştır. ABD'deki bu ekonomik kriz, özellikle güçlü finansal ilişkiler kanalıyla dünyanın diğer gelişmiş ekonomilerine (özellikle AB ülkelerine) de bulaşmıştır. Ancak, aradan geçen zamanda, gelişmekte olan ülkelerin ABD'deki krizden gelişmiş ekonomilere kıyasla genelde görece daha az etkilendiği gözlemlenmiştir. Yine de, ABD'den dünyaya yayılarak derinleşen küresel ekonomik krizin gerek gelişmiş, gerekse Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere de yansımaları için aslında çok önemli potansiyel bulaşma kanalları mevcuttu (Kibritçioğlu, 2011: 6). Bunlar;

- i. *Aşırı-riskli varlık ticareti kanalı* (birinci finans kanalı): Kriz öncesinde ABD ile arasında var olan uluslararası finansal akımlar aracılığıyla, ileride “zehirli” (toxic) niteliğe bürünecek olan varlıklar (assets) edinmiş olan finansal aktörlerin varlığı ABD'nin krizinin ilgili ülke ekonomisine de bulaşması için büyük bir açık kapı yaratıyordu.
- ii. *Kredi kanalı* (ikinci finans kanalı): Kriz nedeniyle daralan uluslararası kredi kanalları, ilgili ülkelere fon akışlarını azaltarak da o ülkelere krizi bulaştırabilirdi. Çünkü küresel likiditedeki daralma yerli bankaların ve şirketlerin dış finansman güçlükleri yaşamalarına ve/veya mevduat bankalarının açtıkları yurtiçi kredilerde daralmalara sebep olabilirdi.

- iii. *Ticaret kanalı*: Krize sebep olan (ABD) veya krizin bulaştığı (AB ülkeleri gibi) ülkeler üçüncü ülkelerin temel ticaret ortağı oldukları ölçüde, bu kriz ülkelerindeki olası durgunluk ve reel gelir kayıpları, üçüncü ülkelerin mal ve hizmet ihracatına yönelik dış talebi daraltarak sonuçta krizi söz konusu üçüncü ülkelere de aktarabilirdi.
- iv. *Güven kanalı*: Tüketici ve yatırımcıların üçüncü ülke ekonomisine ve orada uygulanan/uygulanacak ilgili iktisat politikalarına olan güvenlerindeki azalma ve belirsizlikler de krizi söz konusu üçüncü ülkelere aktarabilirdi.

Bu kanallardan ilki, ABD'deki finans krizinin genelde gelişmiş ülkelere (özellikle AB ülkelerine); ikincisi ve üçüncü ise daha çok gelişmekte olan ülkelere bulaşması için aracı oldu. Böylece kriz bu kanallar yoluyla gerek gelişmiş ekonomilerin gerekse de gelişmekte olan ekonomilerin finans ve reel piyasalarını etkilemiştir.

Finansal kuruluşların bilançolarını desteklemek amacıyla likit yatırımlarını geri çekmeleriyle, gelişmekte olan ekonomilerde önemli oranda sermaye çıkışı olmuştur. Küresel ihracat hacmi Nisan 2008- Ocak 2009 arasında yaklaşık % 25 düşmüştür (Braga ve Vincelette, 2011: 1-2). Zarar, her biri küresel ekonominin istikrarını riske sokacak yüksek ve artan kamu borçları, kırılğan bankalar ve likidite sorunu şeklinde üç değişik şekilde gerçekleşmiştir (Dadush vd., 2010: 1). Ülkeler küresel finansal krizin etkilerini azaltmak için sert önlemler almışlardır. Bu kapsamda para politikası gevşetilmiş, finansal sistemin sermaye yapısı yeniden düzenlenmiş, hanehalkı ve şirketler için kurtarma paketleri uygulanmıştır. Finansal denetim sistemleri yeniden düzenlenmiş ve mali canlandırma paketleri çıkarılmıştır (Braga ve Vincelette, 2011: 2). Gerek gelişmiş ekonomilerde gerekse de gelişmekte olan ekonomilerde merkez bankaları politika faiz oranlarını çok ciddi düşürmüş, ayrıca başta FED, Avrupa Merkez Bankası(ECB), İngiltere Merkez Bankası(BOE), Japonya Merkez Bankası(BOJ) olmak üzere gelişmiş ekonomilerdeki merkez bankaları piyasaya yüklü miktarda likidite sağlayarak genişletici para politikasına gitmişlerdir. Parasal tedbirlere ilaveten hükümetler genişletici maliye politikası uygulamışlardır. Gelişmiş ekonomilerde 2007 yılında GSYİH'nin %1,1'i olan bütçe açıkları, 2009'da % 8,8'e yükselmiş, mali olarak dengede olan ve 2007'de %1,2 bütçe fazlası veren gelişmekte olan ekonomilerde ise % 4,9'a yükselmiştir (IMF, 2010: 8). 2008 küresel finansal kriziyle birlikte Tablo 3.1'de görüldüğü gibi gelişmiş ekonomilerin kamu borçları önemli oranda artmıştır. Finansal krizle bağlantılı mali ekonomiyi canlandırma paketleri, özel sektör borçlarının kamulaştırılması ve vergi gelirlerinin düşmesi gibi çok sayıda etken, kamu borçlarındaki artışa neden olmuştur (Kılıç ve Bayar, 2012: 55).

Tablo 3.1. Bazı Gelişmiş Ülkelerin Kamu Borç Yükleri (Kamu Borç Stoku/GSYİH) (2007-2014, %) (IMF, 27.02.2015, www.imf.org)

Ülkeler	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Japonya	183	191,8	210,2	216	230	238	243,5	245
Kanada	66,7	70,8	83	84,5	85,9	88,1	88,2	88,8
EuroBölgesi	66,5	70,3	80,1	85,7	88,2	93	95,2	96,4
AB(27)	58,9	63,2	73,7	79,4	82,0	86,1	88,0	89,1
Almanya	65,2	66,8	74,5	82,5	80	81	78,4	75,5
ABD	64	72,8	86	94,8	99	102,5	104,2	105,6
İngiltere	43,7	51,9	67	78,5	84,3	89	90,6	92
G-7	81,6	89,8	105	113	118	122,2	120,1	120,1

Finansal kriz olarak başlayan 2008 Dünya Ekonomik Krizi, AB ülkelerinde bir borç krizi haline dönüşmüştür. İlk borç krizi 2010 yılında Yunanistan'da patlamıştır. Yunanistan'ın ardından İrlanda, Portekiz ve İspanya, krizin derinleştiği AB üyesi ülkeleri olurken, bu ülkeleri İtalya izlemiş ve uluslararası piyasalarda başta Belçika ve İngiltere olmak üzere diğer AB ülkelerinin de krize gireceğine dair beklentileri başlatmıştır (Meriç ve Atsan, 2013: 149-150). Avrupa borç krizinin genel oluşum nedeni sorgulanıldığında, karşımıza AB devletlerinin küresel finans krizinin etkilerini azaltmak amacıyla kamu harcamalarını artırması ve daralmaya bağlı olarak vergi gelirlerinde düşüşlerle artan ve ciddi seviyelere çıkan bütçe açıkları ve kamu borç yükleri çıkmaktadır. Ama daha derine inerek borç krizi yaşayan AB ülkelerine bakıldığında, krizin her ülkede farklı nedenden kaynaklandığını görürüz. Yunanistan'da krizin nedeni temel olarak yıllardan beri yüksek seyreden kamu açıklarının küresel finans kriziyle beraber kamu harcamalarında hafif artış ve daralan ekonomide vergi gelirlerinin düşüşüyle artması ve bir takım muhasebe hileleriyle bütçe açığı ve kamu borç yükü gibi verilerle oynandığının anlaşılması iken, İrlanda ve İspanya'da ise küresel finans krizine kadar bankacılık ve emlak sektörüne dayalı olan ekonominin, 2008 küresel finansal kriziyle konut fiyatlarının önemli oranda düşmesi ve bankaların bu konut kredilerini yapılandırmasıyla ciddi oranlarda zarar etmesi, hükümetlerin de bankaları kurtarmak için yaptıkları kaynak aktarmalarının bütçe açıklarını ve kamu borçlarını artırmasıdır. Portekiz'in temel sorunuysa yıllardır yaşamış olduğu durgunluk nedeniyle bütçe açıklarını kısamaması ve 2008 krizinden yaşamış olduğu etkiyi azaltmak için daha da artırmasıdır. Sonuçta Tablo 3.2.'de görülebileceği gibi bu ülkelerde kamu borç yükleri çok ciddi artmış ve Euro'ya geçiş kriteri olan yüzde 60 düzeyinin fazlasıyla üstüne çıkmıştır.

Tablo 3.2. AB'de Seçilmiş Ülkelerin Kamu Borç Yükleri (Kamu Borç Stoku/GSYİH) (2007-2014, %) (IMF, 27.02.2015, www.imf.org)

Ülkeler	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Euro Bölgesi	66,5	70,3	80,1	85,7	88,2	93	95,2	96,4
AB	58,9	63,2	73,7	79,4	82	86,1	88,0	89,1
Yunanistan	107,2	112,9	129,7	148,3	170,3	157,2	175	174,2
İrlanda	23,9	42,6	62,2	87,4	98,9	111,4	116,1	112,4
İtalya	103,3	106,1	116,4	119,3	120,7	127	132,5	136,7
Portekiz	68,3	72	83,7	94	108,3	124,1	128,9	131,2
İspanya	36,3	40,2	54	61,7	70,4	85,9	93,9	98,6
Fransa	63,2	67	78	80,9	84,4	88,7	91,8	95,2
Almanya	65,2	66,8	74,5	82,5	80	81	78,4	75,5
İngiltere	43,7	51,9	67	78,5	84,3	89	90,6	92

Tablo 3.2'den görüldüğü gibi 2009 yılında Yunanistan'da kamu borç yükü 129,7'e, İtalya'da %116,4'e, İrlanda da ise %62,2'e, Portekiz'de %83,7'e, İspanya'da ise %54'e ulaşmıştır. Söz konusu borçlanma oranlarındaki artış bu ülkelere yönelik endişeleri artırarak, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından not indirimlerine ve borçlanma maliyetlerinde artışa yol açmıştır. 2009 yılı sonunda Avrupa bölgesinin çevre ülkelerinde olağanüstü seviyelerde borç birikimi, finansal piyasalarda endişeleri artırmıştır (Kılıç ve Bayar, 2012: 61). Aynı zamanda bu dönemde, Avrupa bankaları da özellikle kriz sonrasında değeri sıfır düzeylerine inen zehirli varlıkları ellerinde bulunduklarından, konut fiyatı düşüşü sonucu konut kredilerinin yeniden yapılandırılması gibi olaylardan dolayı küresel finans krizinden önemli seviyede etkilenmişlerdi. Ayrıca bankaların ellerinde önemli seviyede sorunlu devletlerin

tahvilleri bulunmaktaydı. Dolayısıyla Avrupa birliğinde ülkelerde hem kamu maliyesi hem de bankacılık kesimi sorunları başlamıştı.

2009 yılının ekim ayında Yunanistan'da seçimle iktidara gelen yeni hükümetin mali verilerin çarpıtıldığını açıklaması Yunanistan'ın ekonomik krizinin resmi başlangıcı sayılabilir. 2008 yılı bütçe açığı yüzde 5'den yüzde 7,5'e revize edilmiştir. Aynı zamanda 2009 yılı için öngörülen bütçe açığı GSYH'nin yüzde 3,7'sinden yüzde 12,7'sine revize edilmiştir, kamu borç yüküyle yüzde 99,6'dan yüzde 115'i olarak revize edilmiştir (Köse ve Karabacak, 2011: 291). 2010 yılının nisan ayında Euro stat bunu yüzde 12,7'den yüzde 13,6'ya, Kasımdaysa yüzde 15,6'ya revize etmiştir. Kamu borç yüküyle yüzde 129,7 olarak açıklanmıştır (Eurostat, 23.01.2014, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>). Verilerle oynandığının açıklanması (anlaşılması) ve kamu borç yükündeki ciddi artış piyasalarda risk algısının bozulmasına ve derin bir güvensizliğe yol açmıştır.

Uluslararası finans piyasalarında zaten var olan tedirginlik ve belirsizlik ortamında, başta gelen uluslararası kredi dereceleme kuruluşlarının üçü de (Fitch, Standard&Poors ve Moody's) Yunanistan'ın kredi derecesini düşürmüştür. Bu gelişme, ülkenin borçlanma maliyetlerini olumsuz etkilemiştir. Bu duruma AB kurumlarının ve üye ülkelerin Yunanistan'a yardım etmekten kaçınmaları da eklenince bir yandan ülkenin borçlanma maliyetleri hızla tırmanışa geçmiş, diğer yandan ülke artık hem uluslararası piyasalardan hem de AB üyesi ülkelere borç bulmakta zorlanmaya başlamıştır. Üstelik son yıllarda ülkeye hızla artan sıcak para şeklinde gelen yabancı sermayenin girişinin aniden durması yanında, ülkeden de çıkmaya başlamasıyla, Yunanistan'ın mali sıkıntısı daha ağırlaşmıştır. Bu dönemde, 2009 yılında tarihi zirvesini yapan sıcak para girişi, yerini çıkışa bırakmıştır. Böylece, 2010 yılında 25 milyar doların üzerinde yabancı sermaye ülkeyi terk etmiştir. Sonuçta Yunanistan, uluslararası piyasadaki daha yüksek faiz ödemeye razı olsa da yeni borç bulması imkânsız hale gelmiş, dolayısıyla kamu sektörü borçlarını çevirememiştir. Böylece ekonomi, yüksek bütçe açığını, borçlarını çeviremeyerek krize girmiştir (Akçay, 2012: 30).

Başta Almanya olmak üzere bazı üye ülkelerin başlangıçta Yunanistan'a yardım konusunda isteksiz olması, piyasalarda panik havasının yayılmasına neden olmuş ve sonuçta kamu maliyesi ve bankacılık kesimleri sorunlu olan İrlanda, Portekiz, İspanya, İtalya ve Belçika da borç krizine sürüklenme tehdidi ile karşı karşıya kalmışlardır (TC. Başbakanlık Avrupa Birliği Genel Sekreterliği, 2011: 3).

Borç sorunlarının giderilmesine yönelik olarak başta Yunanistan olmak üzere İrlanda, İspanya, Portekiz ve İtalya'da bir yandan AB ve IMF kaynaklı fonların desteğiyle borçların ödenmesine çalışılmış, diğer yandan kamu borç stokunu azaltmak için kemer sıkma programları uygulamaya konulmuştur (Kılıç ve Bayar, 2012: 62). Yine Avrupa Merkez Bankası küresel finans krizinden ve Avrupa borç krizinden kaynaklanan ekonomik daralmayı hafifletmek için politika faizini çok ciddi düşürmüş ve hem ekonomileri canlandırmak hem de ülkelerin daha düşük faizlerden borçlanmalarını sağlamak amacıyla sorunlu ülkelerin tahvillerini ikincil piyasada almış veya alım konusunda taahhüt vermiştir.

2007 yılında ABD'de başlayıp dünyaya yayılan, 2010 yılında ise Avrupa Borç Kriziyle dünya ekonomisi üzerindeki baskılarını artıran ve günümüzde halen devam eden küresel kriz'in dünya, gelişmiş, gelişmekte olan ekonomiler ve Euro bölgesi üzerinde yarattıkları tahribat tablo 3.3, tablo 3.4 ve Tablo 3.5'deki verilerle ve Şekil 3.5 yardımıyla bakılabilir.

Tablo 3.3’de görüldüğü gibi, ABD’de başlayıp dünyaya yayılan küresel finans krizinin etkisiyle 2008 yılında hem gelişmiş hem gelişmekte olan ekonomilerde, Euro bölgesinde ve dünya genelinde büyüme oranlarında çok ciddi düşüşler yaşanmıştır. Küresel krizin dünyaya tamamen yayılmasıyla 2009 yılında dünya ekonomisi ve başta Euro bölgesi olmak üzere gelişmiş ekonomiler daralmış, gelişmekte olan ekonomilerde ise krizin etkisiyle oluşan sermaye akımlarındaki zayıflamayla büyüme düşmüştür. Küresel krizin ekonomiler üzerindeki etkisini azaltmak için gevşetilen para ve maliye politikalarının etkisiyle 2009 yılının ikinci yarısından itibaren ekonomiler toparlanmaya başlamış ve 2010 yılında güçlü bir büyüme yaşamışlardır. 2010 yılında Yunanistan’la başlayan sonra da diğer Avrupa bölgesi ekonomilerine sıçrayan, küresel krizin ikinci aşaması olan Avrupa borç krizinin 2011 yılının ikinci yarısında tüm dünyayı etkilemeye başlamasının da etkisiyle Euro bölgesi ve gelişmiş ülkeler başta olmak üzere büyüme azalmıştır. 2012 ve 2013 yılında ise Euro bölgesi daralmış, dünya ekonomisi, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler ise küresel krizin başlangıcından önceki döneme (2007) göre zayıf büyüme sergilemişlerdir. Ülke gruplarına göre bakıldığında gelişmekte olan ekonomiler gelişmiş ekonomilere göre krizden daha az etkilenmişlerdir.

Tablo 3.3. Dünya Ekonomisinde, Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ekonomilerde ve Euro Bölgesinde Büyüme (2005-2014, %) (IMF, 27.02.2015, www.imf.org)

Ülke Grubu	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dünya	3,5	4,0	4,0	1,5	-2,0	4,1	2,9	2,4	2,5	2,6
Gelişmiş ekonomiler	2,8	3,1	2,8	0,1	-3,4	3,0	1,7	1,3	1,3	1,8
Euro Bölgesi	1,7	3,3	3	0,4	-4,4	2	1,5	-0,7	-0,4	0,8
Gelişmekte olan ekonomiler	7,3	8,3	8,6	5,8	3,1	7,5	6,2	5,1	4,7	4,4

Tablo 3.4’de görüldüğü gibi, 2008 yılında başta gelişmekte olan ekonomilerde olmak üzere enflasyon artmıştır. Gelişmiş ekonomilerde enflasyondaki yükselişte petrol ve gıda fiyatlarındaki yükselişler rol oynarken, gelişmekte olan ekonomilerde bunun yanında küresel finans krizinin ilk etkisiyle ulusal paraların 2008 yılında dolar karşısında önemli ölçüdeki değer kayıpları etkili olmuştur². 2009 yılında ise dünya ekonomisinin genelinde yaşanan talep düşüşüyle enflasyon oranları çok ciddi düşmüştür. 2010’dan sonra dünyada, gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde enflasyon oranları artsa da, gelişmekte olan ekonomiler haricinde enflasyon bir sorun olarak görülmemektedir. Burada dikkat çeken bir diğer gelişme ise, gelişmiş

² Bu durum, krize ilişkin oluşan olumsuz görünümün, diğer ülkelere (ABD dışı) ilişkin risk algılamalarını daha da kötüleştirerek, sermaye akımlarının daha güvenli liman arayışı çerçevesinde ABD hazine kağıtlarına yönelmesiyle ilişkilendirilmektedir. Artan küresel risk algılamasının bir yansıması olarak 2008 yılının Temmuz ayından itibaren gelişmekte olan ekonomilerin döviz kurlarında ciddi değer kayıpları gözlenmiştir (Dağgeçen, 2012: 16).

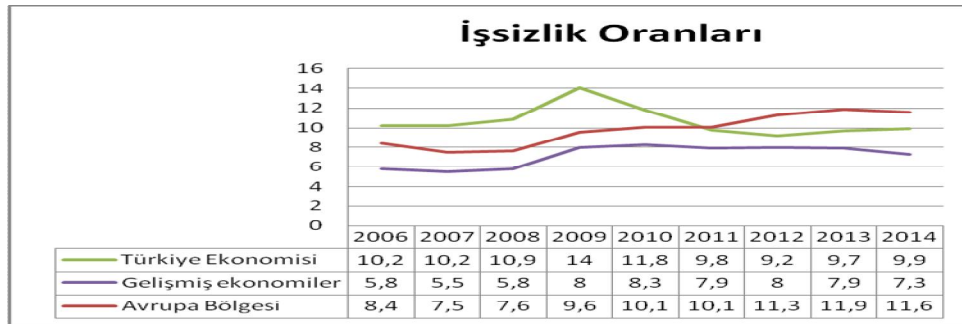
ekonomilerde para ve maliye politikaları çok ciddi genişletilse de bunun enflasyon üzerinde çok da etkisinin olmadığını görülmüştür.

Tablo 3.4. Dünya Ekonomisinde, Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ekonomilerde Enflasyon (2005-2014, %) (IMF, 27.02.2015, www.imf.org)

Ülke Grubu	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dünya	4,1	4,1	4,3	6,4	2,8	3,9	5,2	4,2	3,9	3,8
Gelişmiş ekonomiler	2,3	2,4	2,2	3,4	0,1	1,5	2,7	2	1,4	1,6
Gelişmekte olan ekonomiler	6,2	6,1	6,6	9,4	5,3	5,9	7,3	6,1	5,9	5,6

Tablo 3.5.'de görüldüğü gibi, küresel finans krizinin etkisiyle 2008 yılında gerek gelişmiş ekonomilerin gerekse de gelişmekte olan ekonomilerin ithalat, ihracat artış hızı önemli seviyelerde düşüş göstermiş, 2009'da ise daralmıştır. Bunlara bağlı olarak da 2008 yılında dünya ticaret hacmi artışı çok ciddi gerilemiş, 2009 yılında ise yüzde 10,6 daralmıştır. 2010 yılında küresel ekonomide güçlü büyüme yaşanmasıyla gerek gelişmiş ekonomilerin gerekse de ticaretini kendi arasında yapmaktan çok gelişmiş ekonomilerle yapan gelişmekte olan ekonomilerin ihracat ve ithalatları yüksek düzeyde artış göstermiştir. 2011 yılı ve sonrasında ise küresel krizin bir diğer ayağı olan Avrupa borç krizinin tüm dünyada etkisini göstermesinin de etkisiyle dış ticaret yine etkilenmiş ve Euro bölgesi başta olmak üzere gelişmiş ülkelerde büyümenin zayıflaması ve daralmalar yaşanmasıyla, bu ülkelerde ithalat artış hızı düşük seyretmiş ve gelişmekte olan ekonomilerin ihracat artış hızı düşerken, dünya ticaret hacmi küresel krizin başlangıcından önceki döneme (2007) göre de zayıf seyretmiştir.

Son olarak şekil 3.6'da küresel finans kriziyle birlikte 2008'den itibaren işsizlik oranlarının başta Euro bölgesi olmak üzere gelişmiş ekonomilerde ve gelişmekte olan ekonomileri temsil etmesi amacıyla baktığımız Türkiye ekonomisinde önemli ölçüde artış gösterdiği görülmektedir. 2010'dan itibaren Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilerde işsizlik düşüp kriz öncesi seviyelerine dönse de gelişmiş ekonomiler ve Euro bölgesi Avrupa Borç krizinin de etkisiyle 2008 öncesine göre oldukça yüksek işsizlik oranları yaşamaktadırlar.



Şekil 3.6. Gelişmiş ekonomilerde, Avrupa Bölgesi ve Türkiye Ekonomisindeki İşsizlik Oranları (2006-2014) (IMF World Economic Database October 2014 kaynağından tarafımızca düzenlenmiştir, 27.02.2015, www.imf.org).

Tablo 3.5. Dünya Ekonomisinde, Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ekonomilerde Ticaret Hacmindeki Değişimler (2005-2014) (%) (IMF, 27.02.2015, www.imf.org)

<i>Mal ve Hizmet Ticaret Hacmindeki Değişimler</i>	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Dünya ticaret hacmindeki değişim	7,6	9,2	8,1	3	-10,6	12,6	6,7	2,9	3	3,8
Gelişmiş ekonomilerde ihracat değişimi	6,2	8,9	7,1	2,2	-11,6	12,2	6,2	2	2,4	3,6
Gelişmiş ekonomilerde ithalat değişimi	6,3	7,9	5,5	0,6	-12,2	11,7	5,3	1,2	1,4	3,8
Gelişmekte olan ekonomilerde ihracat değişimi	11,2	10,9	9,6	4,5	-7,6	13,5	7,2	4,6	4,4	3,9
Gelişmekte olan ekonomilerde ithalat değişimi	11,6	11,9	15,4	9	-8	14,3	9,8	6	5,3	4,4

4. KRİZ SÜRECİNDE PARA POLİTİKASI VE UYGULAMALARI

Bu bölümde ilk olarak küresel kriz döneminde kullanılan para politikası araçları teorik olarak anlatıldıktan sonra küresel kriz döneminde gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde para politikası uygulamalarına değinilecektir.

4.1. Küresel Kriz Döneminde Kullanılan Para Politikası Araçları

Dördüncü bölümün bu kısmında küresel kriz sürecinde kullanılan geleneksel para politikası araçları (politika faizi, açık piyasa işlemleri gibi) ve geleneksel olmayan araçları (niceliksel genişleme, sözle yönlendirme gibi) ele alınacaktır.

4.1.1. Politika Faizi

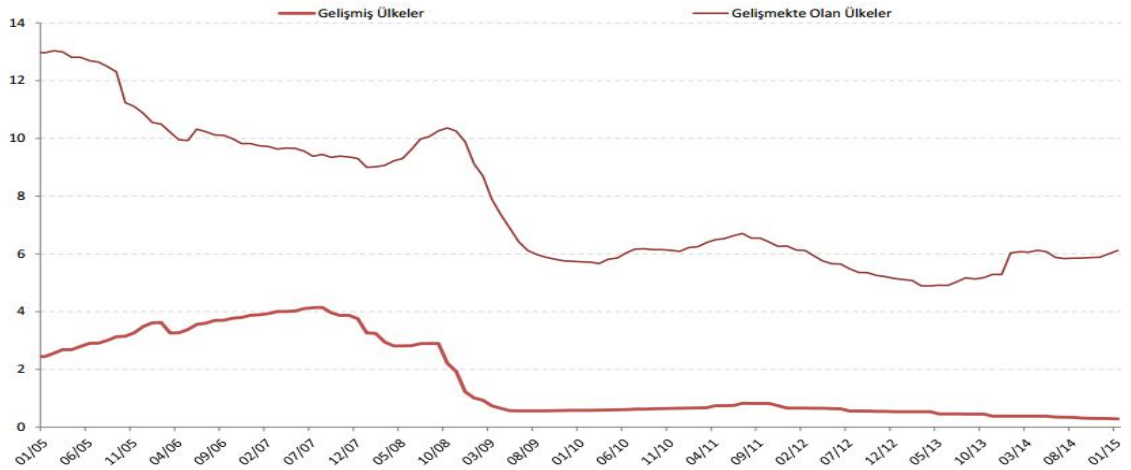
1990'larla beraber enflasyon hedeflemesi yaklaşımı ile birlikte para politikalarının yürütülmesinde faiz oranlarına neredeyse tek politika aracı olma rolü yüklendi. Bu faiz oranı, merkez bankası tarafından kolaylıkla kontrol edilebilen gösterge (politika) faiz oranlarıdır. Politika aracı olarak faiz oranlarının daha çok tercih edilmesinin arkasında yatan üç varsayım vardır. İlk varsayım göre para politikasının reel etkileri parasal büyüklüklerin direkt etkileri ile değil faiz oranları ve varlık fiyatları aracılığıyla gerçekleşir. İkinci varsayım göre tüm faiz oranları ve varlık fiyatları arbitraj yoluyla birbirlerine bağlanmıştır. Üçüncü varsayım göre ise politika faizi merkez bankasının duruşunu yansıtmaktadır. Bu üç temel varsayım altında merkez bankasının yapması gereken şey kısa vadeli faiz oranlarını belirlemektir çünkü diğer oranlar ve fiyatlar bu oranı takip edecektir. Bundan dolayı birden fazla piyasaya müdahalede bulunmak hem gereksizdir hem de uygun değildir (Tokucu, 2010: 47). Eğer merkez bankası birden fazla kısa vadeli faiz belirliyorsa bunlardan en önemlisi, ekonomik birimlerin odaklandıkları politika faizidir. Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde, merkez bankaları şoklar karşısında genelde sadece politika faiz oranlarını değiştirerek para politikasını yönlendirmektedir.

Politika faiz oranı ise, merkez bankalarının temel fonlamalarında ya da borçlanmalarında geçerli olan ve *genellikle* bankalar arasındaki kısa vadeli (gecelik) borç alıp verme işlemlerinde oluşmasını hedeflediği faiz oranıdır. Genellikle vurgusunun nedeni, faiz koridoru uygulayan merkez bankalarının bankalar arasındaki gecelik borç alıp verme işlemlerinde oluşan faizi bazı zamanlarda geçici olarak, politika faizinin oldukça altında ya da üstünde oluşmasına izin verebilmeleridir. Merkez bankasının açıkladığı politika faizinin bankaların kendi aralarında yaptıkları işlemlerde geçerli olması, bankaların likidite taleplerine ve merkez bankasının açık piyasa işlemleri, zorunlu karşılıklar gibi politika araçlarıyla yürüttüğü likidite yönetimine bağlıdır.

Geleneksel enflasyon hedeflemesi rejiminin genelde tek politika aracı olan politika faizindeki bir değişimin makroekonomik bir etkisi olması için öncelikle bankalar arasındaki kısa vadeli (gecelik) borç alıp vermede belirlenen faizi (kısa vadeli piyasa faizi) etkilemesi gerekmektedir (Özatay, 2013b: 440). Kısa vadeli piyasa faizini belirlemekteyse merkez bankalarının sadece aldıkları faiz kararları etkili olmamakta, gelecekte alacakları kararlar da bugünkü kısa vadeli piyasa faizlerini belirlemekte önemli bir rol oynamaktadır (Özatay, 2013b: 217). Bekleyişler hipotezine göre ise uzun vadeli faizlerin belirlenmesinde içinde bulunulan dönemin kısa vadeli faizi (piyasa), uzun vadede kısa vadeli faizlere ilişkin bekleyişler ve risk primi önemli rol oynamaktadır (İnal, 2006: 14). Dolayısıyla merkez bankasının politika faizini

değiştirmesindeki beklentisi, fiyatların katılığı varsayımı altında kısa vadeli reel piyasa faizinin değişmesi ve bunun da daha uzun vadeli olan reel mevduat, kredi ve tahvil faizlerini değiştirmesidir. Bu etkilerin büyüklüğü, merkez bankalarının kararlarının beklentileri ne ölçüde yönlendirdiği ile doğru orantılıdır. Uzun vadeli reel faizler ise (fiziksel) yatırımların karlılığını, kredi hacmini, hisse senedi fiyatlarını ve döviz kurunu etkilemektedir. Dolayısıyla hem doğrudan uzun vadeli faizlere hem de bu değişkenlere bağlı olarak belirlenebilen yatırım, tüketim, ihracat ve ithalat değişkenleri politika faizinden etkilenmiş olurlar. Toplam talepteki değişiklikler, toplam arzdaki değişikliklerle birlikte fiyat ve gelir hareketlerine yol açar; gelir, enflasyon ve işsizlik düzeylerini değiştirir (Özatat, 2013b: 220).

Geleneksel enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde merkez bankası enflasyon hedefin üzerine çıktığında veya çıkacağını öngördüğünde politika faizini artırır, tersi durumdaysa düşürür. Merkez bankası politika faizini düşürdüğünde piyasadaki kısa ve uzun vadeli reel piyasa faizinin düştüğü varsayıldığında; yatırımların karlılığı, kredi hacmi, hisse senedi fiyatları ve reel döviz kurunun artması (ulusal paranın değer kaybetmesi) beklenir. Her biri doğrudan uzun vadeli reel faizler ve bu değişkenlerin bir kısmı tarafından belirlenebilen yatırım, tüketim ve ihracatın artması, ithalatın ise düşmesi beklenir. Bu gelişmeler sonucunda enflasyon ve milli gelir artabilir, işsizlik ise düşebilir.



Şekil 4.1. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ekonomilerde Politika Faiz Oranları (01/2005-01/2015) (%) (TCMB, 28.02.2015, <http://www.tcmb.gov.tr>).

Yukarıdaki şekilde 2005 yılından günümüze doğru gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde politika faiz oranları gösterilmiştir. Krizle birlikte ülkeler öncelikle geleneksel para politikası anlayışı çerçevesinde politika faizine başvurmuşlardır. Krizin başlamasıyla gelişmiş ülkeler faiz oranlarında önemli indirimlere giderken çok kısa sürede birçoğu faiz oranlarını sıfır düzeyine çekmiştir. 2008 yılının sonuna kadar temkinli para politikası izleyen gelişmekte olan ülkeler, küresel çalkantı sonucu kredi olanaklarının daralması ile Eylül ayından sonra faiz oranlarını hızlı bir şekilde indirmeye başlamıştır. Gelişmekte olan ülkelerdeki enflasyon oranı genel olarak gelişmiş ülkelere göre daha yüksek olduğundan gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranları, gelişmiş ülkelerdeki seviyelere inmemiştir (Vural, 2013: 8). Krizin ilerleyen süreçlerindeyse sermaye akımlarındaki oynaklığın etkisini yumuşatmak amacıyla gelişmekte olan ekonomilerde bu politika aracı kullanılmıştır.

Ancak faiz indirimlerinin gelişmiş ekonomilerde toparlanmaya katkıda yetersiz kalması, faiz oranlarının sıfıra yaklaşması ve bunun yanında Euro Bölgesi çevre

ülkelerinde baş gösteren borç sürdürülebilirliği sorunları tek amacı fiyat istikrarı, politika aracıysa genelde sadece politika faizi olan para politikası, enflasyon hedeflemesi ve merkez bankalarının gelişmiş ekonomilerde sorgulanmaya başlanmasına neden olmuştur. Bu süreçte gelişmiş ekonomilerde merkez bankaları krizden çıkmak amaçlı fiyat istikrarının yanında tam istihdam ve iktisadi büyüme amaçlarını da ön plana çıkarmışlar ve birden çok amaca ulaşmak için birden çok aracın kullanıldığı esnek enflasyon hedeflemesi rejimine geçmişlerdir. Bu çerçevede gelişmiş ekonomilerde merkez bankaları niceliksel genişleme, kredi genişlemesi, sözleşme yönlendirme gibi geleneksel olmayan para politikası araçlarıyla piyasaya yüklü miktarda likidite vermişlerdir.

Gelişmekte olan ekonomilerde ise merkez bankaları, temel amaçları olan fiyat istikrarını sağlamayı koruyarak, özellikle kriz sürecince gelişmiş ekonomilerin gevşek para politikalarının ve küresel finans sisteminde süregelen kırılanlıkların bu ülkelere yönelik sermaye akımlarındaki oynaklığı artırması sebebiyle finansal istikrarı³ da gözetmeye başlayan para politikası uygulamasına başlamışlardır. Gelişmekte olan ekonomiler bu amaçlara ulaşmak için politika faizinin yanında zorunlu karşılıklar, faiz koridoru gibi geleneksel olmayan para politikası araçlarını da aktif şekilde kullanmaya başlamışlardır. Böylece onlar da esnek enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamışlardır. Bu süreçte küresel anlamda enflasyonun bir risk olarak görünmemesi de merkez bankalarını cesaretlendirmiştir. Ayrıca gelişmiş ekonomilerin krizden çıkarken gevşek para politikalarının normalleşmeye dönmesi de bu ülkelere yönelik sermaye akımlarındaki oynaklığı artırmakta dolayısıyla bu ülkeler bu tarz çok amaçlı çok araçlı para politikalarına devam etmektedirler.

4.1.2. Faiz Koridoru

Faiz koridoru uygulayan bir merkez bankası bir borç verme ve bir de borç alma faiz oranı açıklamaktadır. Borç verme faiz oranı; geçici likidite sıkışıklığına düşen bir bankanın, Merkez bankası'ndan kısa vadeli (gecelik) borçlanmak için ödemeyi kabul ettiği faiz oranıdır. Merkez Bankası'nın borç alma faiz oranı ise, geçici likidite fazlası olan bir bankanın, bu fonunu değerlendirerek, bir faiz getirisi sağlamak için merkez bankasına bu fonu mevduat şeklinde yatırması halinde almayı kabul ettiği faiz oranıdır. Bu açıklamadan anlaşılacağı üzere borç verme faiz oranı, borç alma faiz oranından yüksek olmalıdır (Özatay, 2013b: 441). Faiz koridoru denildiğinde de merkez bankalarının gecelik borç verme ve borç alma faiz oranları arasındaki bant kastedilmektedir (Vural, 2013: 30). Koridor sistemindeki amaç, piyasadaki kısa vadeli faizin saptanan koridorun dışına çıkmamasıdır.

Faiz koridoru uygulayan merkez bankası, kısa vadeli piyasa faizinin oynaklığını azaltabilmek amacıyla bu koridorun içinde bir politika faizi belirleyebilir. Faiz koridoru küresel kriz öncesinde enflasyon hedeflemesi uygulayan çoğu merkez bankasının uyguladığı bir sistemdi. Ancak geleneksel yapıda faiz koridoru genelde kendi başına bir araç olmaktan ziyade piyasa faizlerinin politika faizinden belirgin şekilde sapmasını engellemek amacıyla kullanılmaktadır. Bu doğrultuda faiz koridoru politika faizi

³ Genel olarak gelişmiş ülke merkez bankalarının da finansal istikrar amacını ön plana çıkardığı düşünülse de, bu amaç genel olarak bu ülkelerin finansal piyasalarında kriz çıktıktan sonra, yani finansal istikrarsızlık boy gösterince finansal kesimi finansal krizden çıkarmak amaçlıdır. Dolayısıyla bu amaç bir çeşit merkez bankalarının son başvurma merci olma görevini yerine getirmeleri şeklinde olduğundan tam istihdam ve iktisadi büyüme amacı çerçevesinde ele alınabilir. Gelişmekte olan ülke merkez bankalarının finansal istikrar aracıysa, bu ülkelerin finansal piyasalarında kriz çıkmadan, finansal sistemin istikrarsızlaşmaması için önlemler alınmasıdır.

etrafında simetrik ve (genelde değişmeyen) dar bir bant olarak tanımlanmakta, diğer bir ifadeyle pasif bir rol üstlenmektedir (TCMB, 2012a: 4). Öte yandan küresel kriz sürecinde TCMB ve daha birçok merkez bankası asimetrik faiz koridoru sistemini kullanmışlardır. Asimetrik faiz koridoru, kısaca gecelik borçlanma ve borç verme faizinin politika faizine olan uzaklığının ek bir politika aracı olarak kullanılması anlamına gelmektedir. Bu sistemde faiz koridoru aktif bir araç olarak kullanılmaktadır. Faiz koridorunun genişliği gerekli görüldüğünde ayarlanabilmekte ve politika faizi etrafında asimetrik bir yapı oluşturulabilmektedir (TCMB, 2013a: 2). Merkez bankaları politika faizini değiştirmek yerine faiz koridorunu daraltıp genişleterek ve etkin bir likidite yönetimi uygulayarak kısa vadeli piyasa faizini politika faizinin oldukça altında ya da üstünde oluşmasına geçici bir süre izin verebilmektedirler. Ayrıca bu yapıda faiz koridorunun genişliği, kısa vadeli piyasa faizinin hangi aralıkta dalgalanabileceğini de belirlemektedir.

Faiz koridoru politikası ile öncelikle, ekonomideki belirsizliklerin bertaraf edilmesi amaçlanmaktadır. Böylece merkez bankaları piyasaya likidite sağlarken hem sürekli değişen şartlar doğrultusunda algılamalardaki farklılığa hızlı bir şekilde tepki verme hem de uygulayacağı faiz oranı anlamında esnek davranabilme avantajına sahip olmaktadır (Vural, 2013: 31).

4.1.3. Sözle Yönlendirme

2008 yılının son çeyreğinden itibaren tüm dünyayı etkisi altına alan küresel finansal kriz merkez bankalarını geçmişten farklı politikalar uygulamaya sevk etmiştir. Söz konusu durum merkez bankalarının iletişim politikaları açısından da kendisini göstermiştir. Kriz ile birlikte nominal faiz oranlarının yüzde sıfıra gelmesi veya bu sınıra yaklaşması sonucunda gelişmiş ülke merkez bankalarının ekonomik faaliyeti canlandırmaya yönelik adımlar atabilmeleri için alan kalmaması, merkez bankalarını iletişim alanında farklı uygulamaları benimsemeye sevk etmiştir. Bu noktada "sözle yönlendirme (forward guidance)" kavramı öne çıkmaktadır (TCMB, 2013b: 2). Dünyada başta Amerika, İngiltere, Japonya, Yeni Zelanda, İsveç, Norveç gibi gelişmiş ülke merkez bankaları olmak üzere giderek artan sayıda merkez bankası etkin bir iletişim aracı olarak politika amaçları ve araçlarına dair sözle yönlendirme yöntemini halihazırda kullanmaktadırlar (TCMB, 2013c: 2).

Sözle yönlendirme, merkez bankalarının ekonomik görünümüne ilişkin değerlendirmelerine bağlı olarak para politikasının gelecekteki olası yönelimi hakkında kamuoyu ile iletişim kurmalarıdır. Sözle yönlendirmenin temel amacı para politikasının gelecekteki seyrine ilişkin belirsizliği azaltarak ekonomik birimlerin beklentilerini yönlendirmektir. Merkez bankaları, destekleyici para politikalarının uzunca bir süre devam edeceğine işaret etmenin yanı sıra para politikasının normalleşmesi sürecine ilişkin çıkış stratejilerinin bir parçası olarak da bu yönleme başvurmaktadır. Bir iletişim aracı olarak sözle yönlendirmenin kullanımı sadece politika faizinin yüzde sıfır sınırına gelmesi durumu ile ilgili olmamakla birlikte, bu sınıra ulaşılması başta Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası (FED) olmak üzere, dünya merkez bankalarını daha açık sözle yönlendirme araçları kullanmaya sevk etmiştir. Bu çerçevede, merkez bankalarının bu tip bir iletişimde bulunmaları, özellikle olağanüstü durumlarda karşılaşılan para politikası zorluklarıyla bir mücadele şekli olarak ortaya çıkmaktadır (TCMB, 2013b: 2). Çalışmanın ilerisindeki kısımlarda ülke uygulamalarında görülebileceği gibi sözle yönlendirme, merkez bankalarının faiz oranlarıyla ilgili

olabileceği gibi, varlık alımlarının miktarı ya da para politikasıyla ilgili alınacak herhangi bir kararlar ilgili de olabilir.

Diğer taraftan, altı çizilmesi gereken bir başka husus ise sözle yönlendirme ile merkez bankaları tarafından yapılan açıklamaların bir taahhüt niteliği taşımasıdır. Bu yolla yapılan açıklamalar, merkez bankasının elinde bulundurduğu veri setine dayanarak ve bu verilere bağlı olarak yapacağını öngördüğü politika hareketlerini içermektedir (TCMB, 2013b: 2).

Ülke uygulamaları incelendiğinde üç tip sözle yönlendirme şekli kullanılmaktadır. İlk olarak *açık uçlu yönlendirmede*, para politikalarının izleyeceği seyre ilişkin niteliksel bilgi sunulmaktadır. Merkez bankalarının politika faiz oranlarını uzun bir süre daha artırmayacakları yönündeki açıklamaları açık uçlu yönlendirmenin bir örneğidir. Merkez bankalarına öngörülemeyen gelişmeler karşısında esneklik sağlarken zaman ya da duruma ilişkin net (nicel) bilgi içermediğinden yoruma açık kalmaktadır. Öte yandan *zamana bağlı yönlendirmede*, merkez bankaları para politikasının ne zaman değişeceğine ilişkin işaret vermektedir. Belirli bir tarih beirtilmesi nedeniyle ekonomik birimler tarafından yorumlanması kolay olmakla birlikte, ekonomik koşullardaki olası değişiklikler halinde para politikasının ne tür bir tepki vereceği hakkında belirsizlik oluşturmaktadır. Son olarak, *duruma bağlı yönlendirmede*, merkez bankaları para politikasında değişime yol açabilecek ekonomik koşullara yönelik işaret vermektedir. Merkez bankalarının ülkedeki işsizlik oranı veya büyüme belirli bir seviyeye ulaşana kadar veya enflasyon oranı orta vadeli hedefler ile uyumlu olduğu sürece politika faiz oranlarını artırmayacaklarını açıklamaları, duruma bağlı yönlendirme örneği oluşturmaktadır. Para politikasının anlaşılabilirliğini artırması gibi bir avantajının olmasının yanı sıra, duruma bağlı yönlendirme ekonomik birimlerin merkez bankası tarafından belirtilen kriterlere aşırı odaklanması ve açıklanan verilere bağlı olarak yüksek oynaklık oluşturması gibi olumsuzluklara yol açabilmektedir (TCMB, 2013b: 2).

Bekleyişler hipotezine göre uzun vadeli faizlerin belirlenmesinde içinde bulunulan dönemin kısa vadeli faizi (piyasa ve politika faizinin aynı olarak varsayıldığında), uzun vadede kısa vadeli faizlere ilişkin bekleyişler ve risk primi önemli rol oynamaktadır (İnal, 2006: 14). Bu doğrultuda, merkez bankaları ekonomik birimlerin kısa vadeli faiz oranlarının öngörülebilir gelecekteki gelişimine yönelik beklentilerini değiştirmek ve buna yönelik bilgi sağlamak suretiyle uzun vadeli faiz oranları üzerinde etkili olabilmektedir. Bu yolla merkez bankaları para politikası stratejileri ve reaksiyon fonksiyonlarına açıklık getirmektedir. Özellikle politika faizinin yüzde sıfır bandına yaklaştığı veya bu bantta seyrettiği durumlarda, merkez bankaları nominal faiz oranını daha da aşağı çekememekte, politika faizini düşük bir seviyede tutma niyetini iletişim yoluyla kamuoyuyla paylaşarak beklentileri yönetmeye çalışmaktadır. Böylelikle uzun vadeli faiz oranları üzerinde aşağı yönlü bir baskı yaratılırken kredi koşullarını genişletmek için ve merkez bankasına, ekonomiye artan güven yoluyla dolaylı bir kanal oluşturulmaktadır. Özellikle kamuoyunun makroekonomik koşullara ve para politikasına ilişkin beklentilerinin merkez bankasının değerlendirmelerinden belirgin olarak farklılaştığı durumlarda sözle yönlendirme, merkez bankalarının değerlendirmelerinin ve stratejilerinin netleştirilmesi açısından önem kazanmaktadır (TCMB, 2013b: 3). Bu noktada, sözle yönlendirme stratejisinin başarısının verilen söze piyasanın inanıp inanmadığına bağlı olduğunu belirtmek gerekir (Labonte, 2014a: 16). Bu da merkez bankalarının ekonomik birimler gözündeki itibarıyla (güvenirliliğiyle) çok yakından ilgilidir.

Sözle yönlendirmenin, parasal genişlemenin etkilerini üç yolla artırması beklenmektedir (TCMB, 2013b: 3-4):

1. Para politikası karar alıcılarının enflasyon ve istihdam ödünleşimi, ekonomik görünüm ve olası politika tepkilerine ilişkin görüşü hakkında açıklık sağlamaktadır.
2. Para politikasının geleceğine ilişkin belirsizlikleri azaltmaktadır. Hangi koşullar altında genişletici para politikasının devam edeceği hakkında ekonomik birimlerin bilgi sahibi olması sağlanmaktadır.
3. Faiz oranlarının yüzde sıfır sınırına geldiği durumda, ekonomik birimlerin gelecekte parasal sıkılaşma yönündeki beklentilerini öteleyerek fiyat istikrarını ve finansal istikrarı tehlikeye atmadan ek genişletici etki yaratılmasını temin etmektedir.

Öte yandan merkez bankaları bu politikayı uygularken enflasyon oranını göz önünde bulundurmamak durumundadır. Düşük faiz oranı sözü, talebi fazla arttırıp enflasyonu beklenenden fazla arttırma eğilimine girerse, merkez bankaları bu sözü çiğneyip faiz oranını yükseltmek durumunda kalabilir. Ancak böyle bir durum merkez bankalarının kredibilitesine zarar verebilmektedir (Vural, 2013: 27).

4.1.4. Likidite Yönetimi

Dördüncü bölümün bu kısmında zorunlu karşılıklar, açık piyasa işlemleri, niceliksel genişleme, kredi genişlemesi ve döviz alım satımları teorik olarak anlatılacaktır.

4.1.4.1. Zorunlu Karşılıklar

Küresel kriz sürecinde merkez bankaları birden fazla amaca yönelmiştir. Bu sebeple, merkez bankalarının amaçlarına ulaşmak için kullanacağı araçların yeniden gözden geçirilmesi ihtiyacı doğmuştur. Son 20 yıl içerisinde merkez bankalarının temel politika aracı olan faiz oranlarına yönelmesi ve para politikasını faiz oranlarını kullanarak yönlendirmeleri sebebiyle zorunlu karşılık oranının kullanımı önemli ölçüde azalmıştı. Hatta Kanada ve Yeni Zelanda gibi ülkelerde bu uygulama tamamen ortadan kaldırılmıştı. Ama küresel finansal krizle birlikte zorunlu karşılık uygulamalarında artış görülmekte, özellikle küresel kriz sonrası dönemde zorunlu karşılıklar, gelişmekte olan ülkelerde sıkça kullanılan bir para politikası aracı olarak karşımıza çıkmaktadır (Vural, 2013: 29).

Zorunlu karşılıklar, bankaların ve düzenleyici kurumlar tarafından gerekli görülebilecek diğer finansal kuruluşların çoğunlukla mevduat ve benzeri yükümlülüklerinin belirlenen bir orandaki kısmının merkez bankası nezdinde tutulmasıyla uygulanan bir para politikası aracıdır (TCMB, 2011a: 1).

Zorunlu karşılıklar kredi hacmi ve para arzını esas olarak iki kanaldan etkilemektedir: i) maliyet kanalı ii) likidite kanalı (TCMB, 2011a: 3).

Zorunlu karşılık oranlarındaki değişimler bankaların kaynak maliyetini etkilemektedir. Bu nedenle bankalar, karşılık oranlarındaki değişimleri kredi ve/veya mevduat faizlerine yansıtma eğiliminde olmaktadır (TCMB, 2011a: 3). Bu yükün kredi ve mevduat faizleri arasında nasıl paylaşılacağı hakkında kesin bir hüküm yok olmasına rağmen kredi faizlerindeki bir artış kredi talebini düşürecek bu da kredi hacmini ve para arzını düşürecektir. Aynı şekilde mevduat faizindeki düşüşte bankaların verilebileceği

kredi miktarını düşürebilecektir. Dolayısıyla maliyet kanalı merkez bankasının zorunlu karşılıkları değiştirerek bankaların kredi ve mevduat faizleri arasındaki farkı etkilemesidir (TCMB, 2011a: 3). Likidite kanalına bakıldığında, merkez bankası zorunlu karşılık oranını yükselttiğinde bankalar daha büyük miktar rezerv tutmak zorunda kalmakta, verebilecekleri kredi miktarı ve para arzı azalmaktadır. Ters durumda ise zorunlu karşılık oranı düşürüldüğünde, daha az rezerv tutma nedeniyle bankaların verebilecekleri kredi miktarı ve para arzı artmaktadır. Böylece bu iki kanal yoluyla, zorunlu karşılık oranının yükseltilmesi ekonomide kredi hacmi ve para arzının daralmasına neden olurken, zorunlu karşılık oranının düşürülmesi de ekonomideki kredi hacmi ve para arzını artırmaktadır.

Merkez bankaları, bankalardan aldıkları bu karşılıklar için belirli bir faiz ödeyebilecekleri gibi herhangi bir ödeme yapmayabilirler. Bu ödemelerde geçerli olan faiz oranını merkez bankaları belirler (Özatay, 2013b: 445). Zorunlu karşılık oranlarındaki değişimin maliyet kanalıyla etkin olabilmesi için zorunlu karşılıklara faiz ödenmemesi veya piyasa faizlerinin önemli bir oranda altında kalacak bir faiz ödenmesi yapılmalıdır (TCMB, 2011a: 4). Küresel kriz sürecinde merkez bankaları zorunlu karşılıklara faiz ödenmesine son vererek ya da faiz ödenmesine başlayarak da bu aracı kullanmışlardır.

Kriz sürecinde merkez bankaları tarafından çeşitlendirilerek çok farklı amaçlar için kullanılabilen zorunlu karşılıklar uygulaması, temelde 3 amaç için kullanılmaktadır: ihtiyat, likidite yönetimi ve parasal kontrol. Buna göre *ihtiyat fonksiyonu* günümüzde özellikle gelişmiş piyasalarda önemini kaybetse de, merkez bankasına yatırılan zorunlu karşılıkların bankaların ileride karşılaşılabilecekleri zorluklara karşın bir nevi sigorta görevi görmesidir. *Likidite yönetimi* çerçevesinde, merkez bankaları zorunlu karşılık oranlarını değiştirerek bankacılık kesimindeki likiditeyi kontrol etmekte böylece bankalar arasındaki gecelik işlemlerde belirlenen faizin politika faizine yakınsanmasını amaçlamaktadır. Küresel kriz sürecinde özellikle gelişmekte olan ekonomilerdeki merkez bankaları zorunlu karşılık aracını *parasal kontrol* fonksiyonu olarak kullanmışlardır. Buna göre gelişmiş ekonomilerin merkez bankalarının gevşek para politikalarının sonucu olarak bu ülkelere yönelik sermaye girişleri artmıştır. Sermaye akımlarındaki artış ise bir yandan hızlı kredi büyümesine ve ulusal paranın değerlenmesine yol açarak cari açığı artırmakta, bir yandansa hızlı kredi genişlemesinin kredi kalitesinde düşüş riskini artırmasıyla finansal istikrarı olumsuz etkilemektedir. Bu çerçevede, kredi talebini düşürmek amacıyla merkez bankasının politika faizini yükseltmesi sermaye girişlerini artırarak kredi hacmini daha da genişletebilmekte, sermaye akımlarını hafifletmek amacıyla politika faizinin düşüşüyle bir yandan kredi talebini daha da artırmakta bir yandansa enflasyonist baskılara neden olabilmektedir. Bu durumda, merkez bankası sermaye akımlarını hızlandırmadan maliyet ve likidite kanallarıyla kredi koşullarında sıkışmaya yol açacak zorunlu karşılıklar aracına başvuracak ve zorunlu karşılık oranını yükseltecektir. Küresel kriz sürecinde gelişmekte olan ülke merkez bankaları kredi büyüme hızını sürdürülebilir seviyeye çekebilmek amacıyla bu aracı oldukça sık kullanmışlardır.

Ayrıca küresel kriz sürecinde, bazı ülkeler sadece zorunlu karşılık oranını arttırıp düşürerek kullanırken bazı ülkelerde farklı zorunlu karşılık uygulamalarının olduğu görülmektedir. Zorunlu karşılıklarda herhangi bir çeşitlendirmeye gitmeyip bu uygulamayı sadece arttırıp azaltarak kullanan ülkeler, Polonya, Romanya, Filipinler, Peru, Güney Kore, Kolombiya, Brezilya ve Avrupa merkez bankasıdır. Macaristan, Sırbistan, İsrail, Çin, Türkiye ve Endonezya merkez bankaları ise zorunlu karşılıklar uygulamasını çeşitlendirerek kullanmışlardır (Vural, 2013: 45-46).

Diğer taraftan zorunlu karşılıkların para politikası aracı olarak kullanılmasının bazı dezavantajları vardır. Zorunlu karşılıklar oranı esnek bir politika aracı değildir. Bunlardan ilki zorunlu karşılıklarda yapılan küçük bir değişiklik bile para arzını büyük oranda değiştirebilmekte bu sebeple, hassas bir şekilde kullanılması önem taşımaktadır. İkinci olarak ise, bankacılık sisteminde, borçların vadelerinin varlıkların vadesinden kısa olması ve bunun bankacılık sektörünün likidite ve faiz riskini artırması sebepleriyle zorunlu karşılıkların sürekli değiştirilmesi ticari bankalar için belirsizlik meydana getirebilmektedir (Vural, 2013: 29-30). Üçüncü olarak ise, uygulamada genel olarak, hesaplanan zorunlu karşılık miktarının bir süreden sonra başlayan bir dönemde merkez bankasında tutulması söz konusu olduğundan, zorunlu karşılık oranlarındaki bir değişim ekonominin likiditesini hemen değiştirmemektedir. Ama bu sistem değiştirilerek de bu gecikme süresi azalabilir (Özatay, 2013b: 448).

4.1.4.2. Açık Piyasa İşlemleri

Açık piyasa işlemleri (APİ), merkez bankalarının para arzını ve ekonominin likiditesini düzenlemek amacıyla piyasadaki mevcut devlet tahvili ve hazine bonolarını alıp satması yoluyla gerçekleşir. Bu işlem için yeni tahvil veya senet ihraç edilmez (Keyder, 2012: 80). Özel sektör ihraçlarını bu alım-satımların dışında tutan sistem bu sayede para politikası araçlarının ekonomik koşullara uygun bir biçimde uygulanmasını temin eder (Orhan ve Erdoğan, 2005: 64). Merkez bankaları bu tahvil ve bonoları bankalardan ve aracı kurumlardan almaktadır. Şayet merkez bankası para arzını bu yolla artırmayı amaçlarsa piyasadaki açık piyasa alımlarında bulunur. Böylece piyasaya para enjekte eder; eğer amaç para arzını düşürmekse, portföyündeki bono/tahvillerin bir kısmını satışa çıkarır. Bu yolla piyasadaki para çeker (Keyder, 2012: 80).

Tablo 4.1'den de görülebileceği gibi açık piyasa işlemlerinde merkez bankası devlet iç borçlanma senetleri kullanarak ters repo, doğrudan satış, repo ve doğrudan alış yapabilmektedir. Repo; menkul kıymetlerin geri satmak vaadiyle satın alınmasıdır. Merkez bankası repoyu piyasadaki geçici likidite sıkışıklığı olduğu dönemlerde (örneğin vergi dönemi) bankacılık sistemi likiditesinin geçici bir süre artırılması amacıyla kullanmakta, işlemin vadesini ise geçici likidite fazlası olan günlere (örneğin devlet iç borçlanma senetlerinin itfa tarihinde) denk getirmeye çalışmaktadır. Bu işlemin ilk aşamasında bankacılık sisteminin likiditesi artarken, ikinci aşamasında ise sisteme çıkan likidite tekrar merkez bankasına dönmektedir. Eğer merkez bankası piyasadaki likidite açığının kalıcı olduğunu düşünüyorsa doğrudan açık piyasa alış yapması yoluyla piyasaya likidite sürebilmektedir. Piyasada nakit fazlası olduğu dönemde ise, bu işlemlerin tersi olan doğrudan açık piyasa satımı veya ters repo ile piyasadaki likidite çekilmektedir.

Ayrıca faiz koridoru uygulayan merkez bankaları, vadeli mevduat alım/satım işlemleri çerçevesinde önceden ilan ettikleri faiz oranlarından işlem yaparak bankalar arasındaki gecelik borç alıp vermede belirlenen faizin belirli bir bant içinde oluşmasını hedeflemektedirler (TCMB, 2012b: 2). Merkez bankaları mevduat verirken (gecelik kredi açarken) karşılığında bankalardan teminat isterler. Dolayısıyla bir bankaya verilen mevduatın üst sınırını o bankanın merkez bankasına vereceği teminat miktarı belirler. Merkez bankalarının verdikleri mevduat için bankalardan talep ettikleri faiz, koridor sisteminde faizin üst sınırını belirler. Buna borç verme faiz oranı denir. Yine merkez bankaları genellikle sınırsız olarak, faiz koridorunun alt sınırından mevduat alırlar. Buna da borçlanma faiz oranı denir (Özatay, 2013b: 457).

Tablo 4.1. Açık Piyasa İşlemleri Çeşitleri (TCMB, 2012b: 3).

<i>İşlem Çeşidi</i>	<i>Hangi Durumda Yapılır?</i>	<i>Sonuçta Ne Olur?</i>
Doğrudan Satım	Piyasada kalıcı likidite fazlasının olduğu durumlarda yapılır.	Piyasadan kalıcı olarak likidite çekilmiş olur.
Ters Repo	Piyasada geçici likidite fazlalığı olması durumunda yapılır.	Piyasadan geçici olarak likidite çekilmiş olur.
Doğrudan Alım	Piyasada kalıcı likidite sıkışıklığının olduğu durumlarda yapılır.	Piyasaya kalıcı olarak likidite sağlanmış olur.
Repo	Piyasada geçici likidite açığı olması durumunda yapılır.	Piyasaya geçici olarak likidite sağlanmış olur.

Merkez bankaları kısa vadeli piyasa faizinin nerede gerçekleşeceğini temelde açık piyasa işlemleri ve onun iki alt aracı olan repo ve ters repoyla belirlerler. Merkez bankaları repo-ters repo işlemleri için ihaleler açarlar. Bu ihalelerin sistemi, merkez bankasının kısa vadeli piyasa faizinin nerede (genelde politika faizine yakın) gerçekleşmesini istiyorsa yaklaşık orada gerçekleşmesini sağlar (Özatay, 2013b: 447).

Repo-ters repo işlemleri için merkez bankalarının açtıkları ihalelere bakıldığında 3 çeşit ihale görülür. İhale çeşitleri miktar ihalesi, geleneksel yöntem ve son fiyat ihalesidir. Merkez bankaları bu ihale yöntemlerini farklı şekillerde uygulayabilmektedir.

Miktar ihalesinde merkez bankası ihalede uygulanacak faizi önceden ilan eder. Bankalar bu faizden almak ya da vermek istedikleri borç miktarını belirtirler. Bu yöntemde merkez bankaları miktarı da yine önceden ilan edebilmekte ve ihale tutarının toplam teklife oranını dikkate alarak ihale miktarını katılımcılara dağıtabilmekte ya da tüm teklifleri karşılayabilmektedir (Özatay, 2013b: 457).

Geleneksel ihale yönteminde merkez bankası kesin miktarı ya da maksimum tutarı önceden ilan edebilmekte ya da miktarı tekliflerden sonra belirleyebilmektedir. Burada bankalar talep ettikleri faiz düzeyi ile birlikte vermek/almak istedikleri borç miktarını teklif olarak verirler (Paya, 2007: 168). Merkez bankası en cazip faiz teklifden itibaren teklifleri sıralamakta ve öngördüğü tutara gelinceye kadar teklifleri kabul etmektedir. Bu ihale yönteminde ihaleyi kazananların işlemleri, kendi teklif faiz oranlarından gerçekleştirilir (TCMB, 2004: 12).

Son olarak son fiyat ihalesine bakıldığında, geleneksel ihale yöntemi gibidir. Geleneksel yöntemden tek farkı, ihaleyi kazananların hepsine uygulanacak faiz oranının, ihaleyi kazanan en son faiz oranı olmasıdır (TCMB, 2004: 12).

4.1.4.3. Niceliksel Genişleme

2008 yılındaki finansal krizin ardından, birçok gelişmiş ülke merkez bankası politika faiz oranlarını düşürerek likidite sıkışıklığı yaşayan bankalara kredi açmaya başlamışlardır. Faiz oranları sıfır düzeyine yaklaştıkça ve faiz indirimlerinin piyasaya yeterli likiditeyi sağlayamadığı dolayısıyla ekonomiyi canlandıramadığı durumlarda merkez bankaları alternatif bazı önlemler olarak piyasaya para sağlamaya başlamışlardır. Bu şekilde de temel politika aracı olan faiz oranı temel araç olmaktan çıkmış, paranın miktarı araç olarak kullanılmaya başlamıştır (Vural, 2013: 19). Böyle bir durumda merkez bankaları niceliksel genişleme politikası uygulayabilmektedir.

Niceliksel genişleme politikası merkez bankalarının, bankaların ve diğer kurumların (sigorta şirketleri, bireysel emeklilik şirketleri, finansal olmayan firmalar vb.) ellerinde bulunan finansal varlıkları (tahvil, bono, varlığa dayalı menkul kıymet

vb.) satın alıp bu banka ve kurumlara likidite sağlamasıdır (TCMB, 2012c: 5). Bu tanımda niceliksel genişleme sanki açık piyasa işlemleri olarak algılanabilse de, arasındaki en önemli farklılıklardan biri niceliksel genişleme de piyasaya yüklü miktarda likidite verilmekte, bir başka deyişle alınan varlıklar APİ'ye göre çok daha fazla miktarda olmaktadır (NRI, 2009: 5). Ayrıca APİ'ye göre kullanılan kağıtlar çok daha kapsamlıdır. Tablo 4.2 de APİ ile niceliksel genişleme arasındaki farklar gösterilmiştir.

Niceliksel genişleme ile kredi genişlemesi arasındaki ayrım ise net değildir ve merkez bankaları arasında değişmektedir⁴. Ancak genel olarak bakıldığında; merkez bankalarının küresel krizde devlet kağıtları alımları karşılığında piyasaya para vermesi niceliksel genişleme; finansman bonusu, şirket tahvilleri ve varlığa dayalı menkul kıymetler gibi özel sektörün çıkardığı varlıklar karşılığında piyasaya para vermesi kredi genişlemesi olarak adlandırılmıştır (NRI, 2009:5-7; Kozicki vd. 2011: 14). Ayrıca kredi genişlemesinde genelde varlık alımlarıyla ortaya çıkan likidite merkez bankasının diğer varlıklarıyla sterilize edilirken, niceliksel genişlemede ise sterilizasyon yapılmamakta, para tabanı genişlemektedir. Yine niceliksel genişleme doğrudan alımlarla yapılmakta, kredi genişlemesinde ise devlet kağıtları ve diğer varlıklar teminat alınarak da kredi verilebilmektedir.

Tablo 4.2. APİ ile Niceliksel Genişleme Arasındaki Farklar (Perrera, 2010: 19; yazar tarafından düzenlenmiştir).

<i>Açık Piyasa İşlemleri</i>	<i>Niceliksel Genişleme</i>
Düzenli yürütülür.	Belirli bir süre ya da limitle yapılır.
Kısa vadeli piyasa faizinin genelde politika faizine yaklaşması amacıyla düzenli kullanılır.	Merkez bankalarının son araçlarından, krizde ve genelde politika faiz oranı sıfır veya sıfıra yakın iken bankacılık sistemine likidite sağlamak ve uzun vadeli faizleri düşürüp ekonomiyi canlandırmak amacıyla kullanılır.
Alınan/ Satılan varlık miktarı sınırlıdır. Hazine bonusu ve devlet tahvili kullanılır.	Yüklü miktarda varlık alımı yapılmaktadır. Varlık kapsamı çok geniştir. Ama küresel krizde en fazla uzun vadeli devlet tahvilleri kullanılmıştır.
Sadece banka ve aracı kurumlarla işlem yapılır.	Banka ve aracı kurum haricinde doğrudan firmalarla da işlem yapılır.
Repo, ters repo, doğrudan alım ve satım yapılır.	Doğrudan alım kullanılır.

Merkez bankalarının uyguladığı niceliksel genişleme politikasının temel amacı fiyatların düştüğü ve ekonomik durgunluğun bir arada yaşandığı durumu tanımlayan “deflasyon”la mücadele etmektir. Buna karşılık niceliksel genişlemede merkez bankalarının deflasyonla mücadele etmek için piyasaya likidite sağlaması enflasyon riskini artırmaktadır. Burada önemli olan enflasyonun fiyat istikrarıyla tutarlı seviyenin üstüne çıkmamasıdır. Enflasyonist baskılar arttığında merkez bankaları aldıkları finansal varlıkları geri satarak piyasadaki fazla parayı çekebilirler (TCMB, 2012c: 5).

Niceliksel genişleme çeşitli yollardan ekonomiyi etkileyebilmektedir:

⁴ Örneğin; Avrupa merkez bankası açısından büyük ölçekli sterilize edilmeyen kamu veya özel sektör varlık alımları niceliksel genişleme olarak tanımlanırken, ABD merkez bankası açısından sadece büyük ölçekli uzun vadeli sterilize edilmeyen kamu menkul kıymetleri alımları niceliksel genişleme olarak tanımlanmaktadır. Bu durum da niceliksel genişleme ile kredi genişlemesi arasındaki ayrımın merkez bankaları arasında değişmesine neden olmaktadır.

-Öncelikle bu yöntemin beklentiler üzerinde doğrudan yaratacağı olumlu bir haber beklentisi olması öngörülmektedir (TCMB, 2009a: 7). Merkez bankasının ekonomik hedefler için ne gerekiyorsa yaptığını hissettirmesi ekonomik birimlerin harcamalarını artırmaya, faizlerde aşağı yönlü baskıya yardımcı olur.

-Merkez bankasının menkul kıymet almaya başlaması, o menkul kıymetin fiyatının artmasına ve getirisinin düşmesine yol açmaktadır. Bu etki sadece o menkul kıymet piyasasında sınırlı kalmayıp, menkul kıymeti satıp likiditeyi elinde bulunduran kişi ve kuruluşların, ellerindeki parayla diğer menkul kıymetlere karşı talep yaratmasından da kaynaklanabilmektedir. Böylelikle bütün piyasalarda menkul kıymetlerin fiyatlarının artması ve getirilerinin düşmesi beklenmektedir (TCMB, 2009a: 7). Küresel krizde, merkez bankalarının niceliksel genişleme kapsamında, uzun vadeli devlet tahvillerini yoğun bir şekilde aldığı düşünüldüğünde, bu politikanın bir yandan uzun vadeli devlet tahvili faizlerini düşüreceğini bunun da yatırımcıları daha riskli varlıklara yönlendirip, bu riskli varlıkların da faizlerini düşüreceği öngörülebilir.

-Fiyatı artan ve getirisi düşen finansal varlıklar yatırımcılar için cazibesini yitirir. Böylece bankalar finansal varlık almak yerine hane-halkları ve firmalara kredi verirler (TCMB, 2012c: 5). Bu da yatırım ve tüketim harcamalarını artırır.

-Hem bankaların menkul kıymet satışıyla elde ettikleri aşırı likidite hem de merkez bankalarına varlık satan diğer kişi ve kuruluşların (direkt ya da bankalar aracılığıyla) da fonlarını ticari bankalardaki mevduat hesaplarına yatırmalarıyla ticari bankaların kaynakları artar. Böylece ticari bankaların hane-halkları ve firmalara kredi verme imkânları artar. Bu da yatırım ve tüketim harcamalarını artırır.

-Varlık fiyatlarındaki artışlar bir yandan tüketicilerin yaşam boyu elde etmeyi umdukları gelirlerini, bir yandansa hane-halkları ve firmaların sahip oldukları varlıkları teminat olarak gösterip kredi kullanım imkânlarını artırmaktadır. Böylece varlık fiyatlarındaki artışlar servet etkisi yaratarak tüketim ve yatırım harcamalarını artırır.

-Uzun vadeli faiz oranlarındaki düşüş firmaların harcamalarını fonlama maliyetlerini düşürdüğünden yatırımı, tasarruf yerine tüketimi cezbedtiğinden tüketim harcamalarını artırır.

-Yurt içi malların talep edilmesi adına ulusal paranın değer kaybetmesi sağlanır (Merkez bankaları resmen böyle bir amaçları olduğunu ifade etmeseler de) (Kozicki vd. 2011: 15).

-Varlık satın alımları, özel sektör yatırımcılarına kendi varlıklarını satabileceklerinin güvencesini vermekte, piyasadaki likidite ile ilgili endişeleri azaltmakta ve ticari aktiviteyi hızlandırmaktadır. Bu da firmaların doğrudan sermaye piyasalarından borçlanmasını kolaylaştırmaktadır. Yeni finansman kaynakları da firmalara yeni yatırımlar yapmaları için imkân tanımakta ki, bu da toplam harcamayı artırmaktadır (Vural, 2013: 23).

-Yurt içi talep canlanması ve döviz kurunun ithal malların fiyatlarını ulusal para cinsinden artırması enflasyonist baskıları artırabilir.

Küresel kriz döneminde bankacılık sektörünün likidite sorununu çözmek ve finansal kuruluşların yapısını olumsuz etkileyebilecek kredi aksaklıklarının önlenmesi böylece ekonominin canlanması, daralmasının engellenmesi amacıyla uygulanan geleneksel olmayan para politikalarından niceliksel genişleme politikası 2009-2012

yılları arasında toplam 14 ülke ve ECB tarafından⁵ kullanılmıştır (Vural, 2013: 37). Bu politika aracını genelde gelişmiş ülke merkez bankaları kullanmıştır.

FED, Japonya ve İngiltere'nin niceliksel genişleme politikaları piyasalarda önemli ölçüde rahatlamaya sebep olurken, gelişmekte olan ülkeler açısından istenmeyen ve beklenmeyen bazı sonuçlar da doğurabilmektedir (Vural, 2013: 38). Bu politikaların yarattığı likidite fazlasının büyük kısmı bu ülkelerde kalmamakta ve gelişmiş ekonomilere göre yüksek reel faiz veren gelişmekte olan ekonomilere akmaktadır. Bu sermaye girişleri, gelişmekte olan ülkelerde bir yandan hızlı kredi büyümesine ve ulusal paranın değerlenmesine yol açarak cari açığı artırmakta, bir yandansa hızlı kredi genişlemesinin kredi kalitesinde düşüş riskini artırmasıyla finansal istikrarı olumsuz etkilemektedir. Öte yandan bu politika dünya kamuoyunda kur savaşı tartışmalarının da yaşanmasına neden olmuştur.

Bazı durumlarda özel bankalar tahvilleri karşılığında elde ettikleri likiditeyi tampon görevi görmesi için rezervlerinde tutmayı da tercih edebilmektedirler. Böyle durumlarda merkez bankasının piyasadaki likiditeyi arttırmak için izlediği bu politika etkisiz olup, likidite, kredi olarak finansal sektörlere ve dolayısıyla ekonomiye yayılamamaktadır. Merkez bankaları bu tarz bir işlemi faiz oranı alt sınıra yakınken ya da standart faiz kanalı tamamen işlemez halde iken gerçekleştirirse bu riski minimize etme ihtimali daha yüksek olmaktadır (Perrera, 2010: 18).

4.1.4.4. Kredi Genişlemesi

Niceliksel genişleme politikası ile benzerlikler gösteren kredi genişlemesi politikasının net bir tanımı olmadığından, her ülke kendi koşulları doğrultusunda farklı şekillerde kredi genişlemesi politikası uygulamıştır. Kredi genişlemesi politikası, 15 ülke ve ECB tarafından uygulanmıştır (Vural, 2013: 39). Bu politika aracını da genelde gelişmiş ülke merkez bankaları kullanmıştır.

İngiltere Merkez Bankası kredi genişlemesi politikasını, kredi piyasalarındaki hedef varlıkların satın alınarak likiditenin geliştirilmesini sağlayan politikalar olarak, Kanada Merkez Bankası ise belli piyasalardaki özel varlıkların el değiştirmesi olarak tanımlamıştır. Kredi genişlemesi politikası bazı ülkelerde merkez bankalarının bilançolarını genişletirken, bazı ülkelerde sadece bilançonun kompozisyonunu değiştirdiği görülmektedir (Vural, 2013: 39-40).

Kredi genişleme politikası, finansman bonusu, şirket tahvilleri ve varlığa dayalı menkul kıymetlerin likidite daralması ve likiditenin yayılma sorununu çözmek amacıyla belirli piyasalardan doğrudan alınmasıdır (Perrera, 2010: 19). Ayrıca kredi genişlemesinde devlet kağıtları ve diğer varlıklar teminat alınarak da kredi verilebilmektedir.

Küresel krizde ülkeler tarafından daha çok özel sektörün ihraç ettiği menkul kıymetlerin alımı ve teminat karşılığında kredi verilmesi olarak uygulansa da, bu politikanın temel amacı, işlevini yitirmiş piyasaların yeniden kurulması ya da değiştirilmesinin sağlanması ya da likidite risk primini azaltarak faiz oranlarını düşürmektir (NRI, 2009: 7). İşlevselliğini yitiren piyasa finansman bonusu olabileceği gibi devlet tahvilleri de olabilir (Vural, 2013: 25).

Kredi genişlemesinin en basit örneklerinden biri merkez bankalarının kısa vadeli hazine bonolarını satın almasıdır. Bu işlem bilançonun büyüklüğünü ve vade yapısını değiştirmemekte sadece bilançonun kompozisyonu değişmektedir. Böylece risksiz menkul kıymetler piyasaya

⁵ Bu çalışmada 28 ülke ele almıştır (Vural, 2013: 36).

sürülürken riskli menkul kıymetler merkez bankasına gelmekte ve risk yer değiştirmektedir. Merkez bankalarının bu işlemi piyasada kredilerin hem maliyetini hem de uygunluğunu etkilemektedir. Merkez bankaları finansman bonusu satın alınca özel sektör için bu menkul kıymetlerin arzını azaltmış olmakta ve bu durum kâğıdın fiyatını yükseltip getirisini azaltmaktadır. Riskli varlıklar için talebin olmadığı durumlarda merkez bankalarının alımı piyasadaki kredileri uygun hale getirmektedir (Vural, 2013: 24). Ayrıca merkez bankaları belli bir gün vadeli olarak finansman bonusu ya da diğer riskli menkul kıymetleri hazine bonusuyla değiştirerek de bu işlemi uygulayabilmektedir.

Kredi genişlemesi, merkez bankalarının sahip olduğu varlıkların çeşitlendirilmesi amacını da taşımaktadır. Çünkü bu varlıkların merkez bankası tarafından satın alınması o varlıkların görece fiyatlarını etkilerken aynı zamanda reel ekonomik aktivite üzerinde de etkileri bulunmaktadır. Genelde kredi genişlemesi de niceliksel genişleme gibi merkez bankalarının bilançolarını genişletse de, kredi genişlemesinin odak noktası varlıkların çeşitlendirilmesidir (Morgan, 2009, s.4.).

Bernanke 18 Şubat 2009 tarihinde Ulusal Basın Kulübü'nde yaptığı konuşmada üç tür kredi genişlemesinden söz etmiştir (Vural, 2013: 25);

1. Piyasaya kısa vadeli likidite sağlanması – (son borç verme mercii görevi-Reeskont penceresi ve diğer imkanlar)
2. Belirli piyasalardaki yatırımcılara ve borç isteyenlere doğrudan likidite sağlanması,
3. Uzun vadeli menkul kıymetlerin satın alınması

Merkez bankaları reeskont penceresinden mali kurumlara doğrudan kredi açarlar. Reeskont kredisi kullanmanın kullanıcı açısından maliyeti olan reeskont faizini ise merkez bankaları belirler. Merkez bankaları açtıkları kredi karşılığında mali kurumlardan teminat istemektedirler. Bu teminatlar genellikle ülkelerin hazinelerinin ihraç ettikleri tahviller ve kredi notu çok yüksek şirketlerin borçlanma senetleridir (mesela bu şirketlere bankaların açtıkları krediler). Reeskont kredisinin açılmasının amacı, bankaların geçici likidite ihtiyaçlarını karşılamaktır (Özatay, 2013b: 450-451).

Küresel krize kadar merkez bankaları tarafından pek kullanılmayan reeskont kredisi ve reeskont oranı, küresel krizin başlarında gerek gelişmiş gerekse de gelişmekte olan ekonomilerin⁶ bir kısmında uygulanan bir para politikası aracı haline gelmiştir. Küresel krizde merkez bankaları reeskont faizini düşürerek, bu yolla verdikleri kredilerin vadesini uzatarak ya da finansal kurumlardan teminat olarak istedikleri mali varlıkları çeşitlendirerek likidite sıkışıklığı yaşayan bankaların ihtiyaçlarını karşılamak, kredi piyasasının işlemeye başlaması ve ekonominin canlanmasını amaçlamışlardır. Ayrıca genelde gelişmiş ülke merkez bankaları farklı isimler altında, kriz öncesi bankacılık kesimine verdikleri likiditenin vadesine göre daha uzun vadelerde, çeşitli varlıkları teminat alarak da bankacılık kesimine kredi sağlamışlardır.

Kredi genişlemesi ayrıca aktarım mekanizmalarının düzgün işlemediği dönemlerde bankaları es geçerek yatırımcılara ve borç isteyenlere doğrudan borç verme işlevini de içermektedir. Bu borç verme işlevi, kredi piyasalarının faizlerini azaltırken,

⁶ Çalışmada küresel kriz sürecinde sadece reeskont kredisini, oranını kullanan merkez bankalarının kredi genişlemesi aracını kullanmadığı varsayılmaktadır. Bir başka deyişle kredi genişleme politikası, reeskont kredilerini kapsasa da ondan çok daha kapsamlıdır.

özel kredi piyasalarının da daha işlevsel hale gelmesine katkıda bulunmaktadır (Morgan, 2009: 4).

Faiz oranının düşük olduğu dönemlerde para politikasını ve finansal piyasaları rahatlatmayı hedefleyen bu politikanın etkinliği, bankacılık sektörünün likidite problemini ortadan kaldırmasına ve hane-halkı ve firmaların ne derece finanse edildiğine bağlı bulunmaktadır. Kredi genişlemesi politikası, şiddetli banka krizlerinin yaşandığı dönemlerde daha etkin bir strateji olmaktadır. Özel sektör menkul kıymetlerinin satın alınması her ne kadar devlet tahvili satın alınmasından temel olarak çok farklı olmasa da bu işlem, merkez bankalarının özel sektörle doğrudan etkileşim içinde olduğunu göstermesi bakımından önem taşımaktadır. Buna ek olarak özel sektör menkul kıymetlerinin merkez bankası tarafından satın alınması, merkez bankalarının bilançolarının risk profilini de etkilemektedir (Perrera, 2010: 19).

Niceliksel genişlemenin ekonomiyi etkileme kanallarıyla kredi genişlemesinin ekonomiyi etkileme kanalları benzerdir. Ancak kredi genişlemesinde geçici olarak işlevselliği bozulduğu düşünülen devlet kağıtları ve diğer varlıklar teminat alınarak da kredi verilebildiğinden, bu geçici bir düzeltmeye de neden olabilir.

Kredi genişlemesinin sorgulanan bazı yönleri de bulunmaktadır. İlk olarak kredi genişlemesi politikasında kredi genişlemesinin miktarının tek bir gösterge ile özetlenememesi sebebiyle merkez bankalarının para politikası stratejileriyle ilgili iletişimi, niceliksel genişleme politikasına göre daha zor olmaktadır. Çünkü varlık fiyatlarının esnekliği bir sektörden diğerine büyük değişiklikler gösterdiğinden, toplam borç verilen miktar, finansal koşulların geliştirilmesine para politikasının ne kadar katkıda bulunduğu konusunda kesin yargılara varmak için yetersiz kalmaktadır (Loisel ve Mésonnier, 2009: 8).

İkinci bir risk faktörü ise merkez bankasının geleneksel olmayan yöntemler sonucu uzun vadeli kağıtları (şirket tahvilleri gibi), ticari bonoları ve diğer bir takım faiz ve kredi riski içeren kağıtları portföyüne eklemesinden kaynaklanmaktadır. Böyle bir bilanço yapısı ise faizlerin yükselmesi veya kağıtları alınan şirketlerin batması durumunda Merkez Bankasının önemli zararlar yazmasına neden olacaktır (TCMB, 2009a: 8).

Üçüncü olarak, sterilizasyon işlemlerinin yapılmadığı dönemlerde, çok fazla menkul kıymet satın alımı ile gerçekleştirilen parasal genişleme, uzun vadede sıfır dışında bir faiz oranı hedefiyle tutarlı olmamaktadır. Bu durumun bir örneği ABD’de yaşanmış, 2008 yılının son çeyreğinde, kredi genişlemesi ile gerçekleştirilen parasal genişleme sonucunda ticari bankaların fazla rezerv miktarları artmış ve %2’lik faiz oranı hedeflenirken, bankalar arasındaki gecelik işlemlerde gerçekleşen faiz oranı hedef oranın bile altına düşmüştür. Bu durum da, merkez bankası bilançosunun varlık kısmının hızlı bir şekilde genişlemesi durumunda, merkez bankalarının geçici olarak faiz hedefinden vazgeçmeleri gerektiğini göstermiştir (Loisel ve Mésonnier, 2009: 8).

4.1.4.5. Döviz Alımları ve Satımları

Küresel finans krizinde daha çok gelişmekte olan ekonomiler tarafından sermaye akımlarındaki oynaklığın döviz kuru üzerindeki etkisini yumuşatmak amacıyla döviz alımları ve satımları uygulanmıştır.

Yoğun sermaye girişi ulusal parada aşırı değerlenmeye yönelik baskı yaratır. Eğer merkez bankası ulusal paranın değerini belli bir düzeyin üstüne çıkmasını istemiyorsa döviz alarak döviz piyasasına müdahale eder. Ayrıca merkez bankaları sadece rezerv biriktirmek amacıyla da döviz alımları yapabilmektedir.

Tersine ülkeden yoğun bir sermaye çıkışı oluşur ise merkez bankası bu sefer yerli paraya değer kazandırmak amacıyla döviz satımları yapabilmektedir. Ayrıca merkez bankaları dalgalı döviz kuru rejiminin işleyişini mümkün olduğu kadar bozmadan piyasadaki döviz likiditesi ihtiyacını karşılamak amacıyla da döviz satımları yapabilmektedir. Aynı zamanda bir ülkedeki yerleşikler dış alem harcamaları, spekülasyon amacıyla ya da ülkede meydana gelebilecek istikrasızlıklara vs. bağlı olarak döviz talebini artırabilirler. Aynı şekilde merkez bankası ulusal paranın değerinin belli seviyenin altına inmesini istemiyorsa döviz satımları yapacaktır. Böyle bir eylemin nedeni, merkez bankasının döviz kurundaki artışın enflasyonu artırmasından korkması ya da finansal kesimin, şirketler kesiminin ve/veya kamu kesiminin döviz cinsinden borçlarının, döviz cinsinden alacaklarına kıyasla çok daha fazla olması olabilir (Özatay, 2013b: 451). Dolayısıyla böyle bir durumda kur artışı fiyat istikrarını ve finansal istikrarı tehdit edecektir.

Merkez bankaları döviz piyasasına genelde 2 şekilde müdahale eder:

- Döviz alım / satım ihaleleri: Merkez bankaları dalgalı kur rejiminin temel ilke ve işleyişini etkilememek kaydıyla önceden kamuoyuna duyurarak döviz rezerv düzeyini artırmak amacıyla döviz alım ihaleleri ya da piyasadaki döviz likiditesi ihtiyacını karşılamak amacıyla döviz satım ihaleleri düzenleyebilmektedirler (Keyder ve Ertunga, 2012: 99-138). Merkez bankaları bunları düzenli olarak çok önceden kurallarını, tarihlerini, ne kadar döviz alıp satacağını açıklayarak yaparlar. Ayrıca kurda aşırı oynaklık görünce de kura müdahale amaçlı merkez bankaları alım ya da satım ihaleleri düzenleyebilmekte, ihale miktarını artırıp azaltabilmekte ve bunları ihale gününde belirleyebilmektedir.
- Döviz doğrudan müdahale: Merkez bankaları döviz kurlarında aşırı oynaklık gözlemlendiğinde önceden haber vermeden piyasaya doğrudan döviz satabilir ya da piyasadaki doğrudan döviz alabilir. Döviz doğrudan müdahale merkez bankalarının en son başvurduğu yoldur.

Merkez bankalarının döviz almasının yan etkisi piyasaya yerli para sürmesidir. Bu şekilde, merkez bankaları sistemdeki yerli para cinsinden likiditeyi artırmak istememelerine rağmen para tabanı ve para arzını artırmaktadır. Merkez bankası döviz alımı sonucu ortaya çıkan likiditenin enflasyonu yükselteceğinden korkabilir. Aynı şekilde piyasaya döviz satan bir merkez bankası aynı zamanda piyasadaki yerli para çekmiş olur. Böylece para tabanı ve para arzı azalır. Merkez bankaları döviz alım satım ihaleleri sonucunda piyasadaki likiditenin değişmesini istemiyorsa açık piyasa işlemleri yoluyla ortaya çıkan ilave likiditeyi çekerler. Buna sterilizasyon denir (Özatay, 2013b: 452).

4.2. Gelişmiş Ekonomilerde Küresel Kriz Sürecinde Para Politikası Uygulamaları

Dördüncü bölümün bu kısmında gelişmiş ülke merkez bankası olarak Amerika Merkez Bankası (FED) ve Avrupa merkez bankası (ECB)'nin küresel kriz sürecinde para politikası uygulamaları ele alınacaktır.

4.2.1. Amerika Merkez Bankasının Kriz Sürecinde Para Politikası Uygulamaları

Bu kısımda Amerika Merkez Bankasının küresel kriz döneminde geleneksel araçları (politika faizi gibi) ve geleneksel olmayan araçları (niceliksel genişleme, sözle yönlendirme gibi) nasıl kullandığı üzerinde durulacaktır.

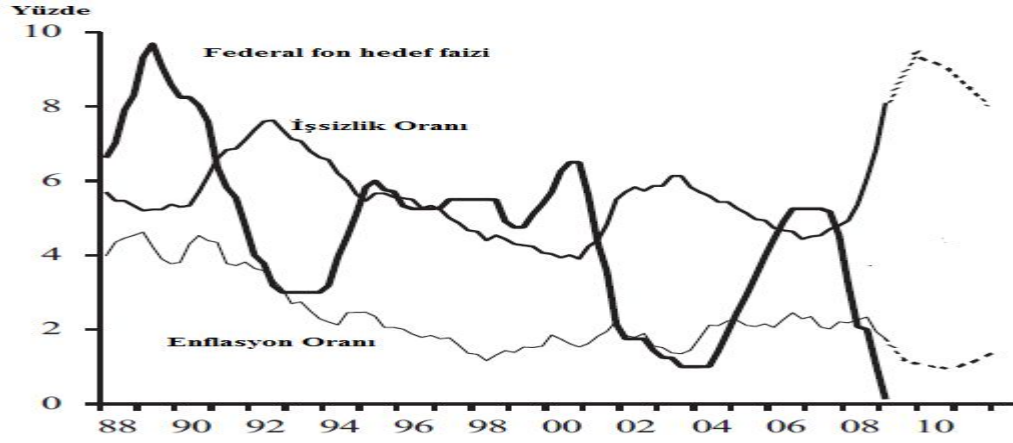
4.2.1.1. Politika Faizi

Şubat 1994'ten beri Amerika Merkez Bankası (FED), Federal Açık Piyasa Komitesi (FOMC) toplantılarının her birinde (altı haftada bir) bir federal fon hedef oranı ilan etmektedir. Bu durum, ekonominin bütünündeki faiz oranlarını etkilediği için piyasa katılımcıları tarafından yakından izlenmektedir (Mishkin, 2006: 373). Bu faiz oranı FED'in politika faizidir.

Federal fon hedef faizi, FED'in bankalar arasındaki gecelik borç alıp verme işlemlerinde oluşmasını hedeflediği faiz oranıdır. Bir bankanın FED üzerinden diğer bankalara gecelik borç verme oranı ise federal fon oranı olarak ifade edilmektedir.

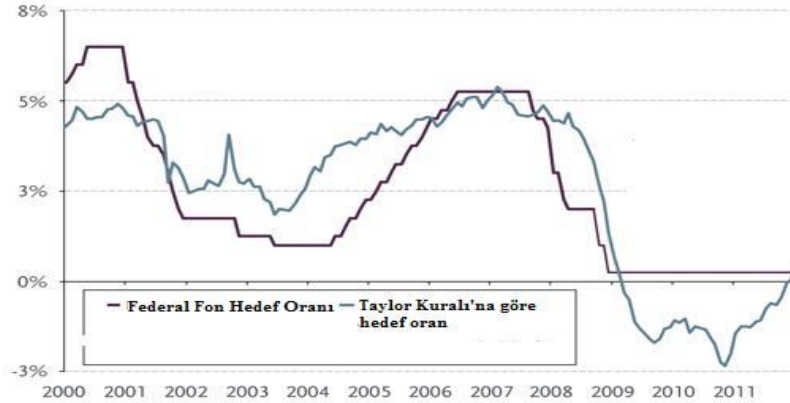
Federal fon piyasasında kısa vadeli likidite ihtiyacı olan banka, kısa süreli likidite fazlası olan bankadan borç alır. Bu işlemler sırasında ortaya çıkan faiz (federal fon oranı), FED'in hedeflediği faiz düzeyine çok yakın bir yerde gerçekleşir (Özatay, 2013a: 109). Bunun nedeni FED'in birincil araç olarak APİ olmak üzere zorunlu karşılıklar gibi para politikası araçlarıyla yürüttüğü likidite yönetimidir. APİ ile hazine menkul kıymetlerinin kalıcı (doğrudan alım/satım) ya da geçici (repo/ters repo) olarak alınıp satılması yoluyla federal fon piyasasındaki rezerv arzını talep seviyesine getirmek, böylece piyasada oluşan federal fon faizinin belirlenen hedef seviyesinde oluşması amaçlanmaktadır (Koçyiğit, 2009: 84-85). FED bu ihalelerde geleneksel yöntemi kullanmakta ancak federal fon hedef faizini (politika faizi) açıkladığından piyasadaki oyuncular kendi talepleri için geçerli olacak faiz oranlarını belirlerken, bu oranı göz önüne almakta dolayısıyla ihalelerde oluşan faiz hedef faize yakın olmaktadır. Yani; ABD'de federal fon oranı, teoride, her ne kadar piyasa tarafından belirlense de; aslında FED'in APİ aracılığıyla piyasaya federal fon hedef oranı ile ne kadar likidite vereceğine bağlıdır (Önder, 2005: 79).

Temel amacı fiyat istikrarını ve tam istihdamı sağlamak olan FED 1990'ların ortalarından itibaren politika faizini, enflasyonu fiyat istikrarı ile uyumlu bir yerde ve işsizlik oranını da doğal düzeyde tutmak için kullanmaktadır (Özatay, 2013b: 440). Buna göre FED Amerikan ekonomisi canlandığında enflasyondaki artışın önünü almak amacıyla federal fon hedef oranını yükseltmekte, Amerikan ekonomisi yavaşladığında ise –ki bu GSYİH ya da işsizlik oranına yansiyacaktır- federal fon hedef oranını düşürmektedir. Şekil 4.2'de hem bu süreç hem de 2008 küresel krizinde FED'in işsizlikteki çok yüksek artışa, enflasyondaki ciddi düşüşse federal fon hedef faizini çok ciddi seviyede düşürerek cevap verdiği görülebilmektedir.



Şekil 4.2. Federal fon hedef faizi, işsizlik ve enflasyon oranları (1988-2010, %) (FRBSF, 2009: 1), (2009 ve sonrası FOMC üyelerinin tahminidir).

FED'in federal fon hedef oranını belirlerken enflasyon ve işsizlik oranını (GSYİH) dikkate alan bu yaklaşımı Taylor kuralı⁷ olarak da adlandırılmaktadır. Şekil 4.3'de 2000 ve 2011 yılları arasında Taylor'ın verdiği enflasyon ve çıktı açığının parametrelerine göre belirlenen federal fon hedef oranı ve FED'in belirlediği federal fon hedef oranı birlikte gösterilmiştir. Her ne kadar arada bazen ciddi fark olsa da iki serinin de birlikte hareket etme eğilimi dikkat çekicidir. Taylor kuralı'na göre, federal fon hedef oranı 2009'dan itibaren negatife düşürülmeliydi. Buna göre 2009'da %-2 negatif federal fon hedefi olmalıydı. Ancak tabii ki federal fon hedef faizinin sıfırın altına inmesi mümkün değildir.



Şekil 4.3. FED'in belirlediği federal fon hedef faizi ve Taylor kuralına göre belirlenen federal fon hedef faizi (Guggenheimpartners, 17.12.2014, www.guggenheimpartners.com).

2007 yılının ikinci yarısında ABD konut piyasasındaki sıkıntıların güven ortamını zedelemesi, kuruluşların birbirine borç vermekte isteksiz davranması, kredi piyasalarında yaşanan çalkantılar, ABD'nin yeniden gevşek para politikası uygulamasına başlamasını gerektirmiştir (Keyder, 2012: 567).

⁷ Amerikalı iktisatçı John B. Taylor, Amerika Merkez Bankası'nın (FED'in) 1987-1992 dönemi politika uygulamalarına ilişkin verileri inceleyerek, Fed politika yapımcılarının iktisadi ortamdaki değişikliklere kısa vadeli nominal faiz haddi üzerinden nasıl tepki gösterdiklerini açıklamayı amaçlayan ve Taylor kuralı olarak adlandırılan bir para politikası kuralı geliştirmiştir (Ünsal, 2011:589).

Sürecin başında enflasyon riskine karşı faiz oranlarında herhangi bir değişikliğe gitmeyen otorite, finansal piyasalardaki bozulmanın artması ve piyasada oluşan indirim beklentileri nedeniyle öncelikli olarak reeskont faiz haddinde daha sonra da politika faiz haddinde indirime gitmiştir. Otoritenin ilk önce reeskont faiz oranını düşürmesinin sebebi enflasyon baskısı nedeniyle politika faiz oranlarını düşürmek istememesidir (BDDK, 2008: 72).

FED; reeskont faiz haddindeki indirime rağmen, sistemin eski işleyişine dönmemesi, kuruluşların birbirine borç vermekte tereddüt etmeye devam etmesi, Libor⁸ piyasasında üç aylık ABD doları faizlerinin 40 baz puan, Euro faizlerinin 50 baz puan yükselmesi sebebiyle, sistemik riski ve durgunluğa girme ihtimalini değerlendirerek politika (gösterge) faiz oranlarında da indirime gitmeye başlamıştır. Şekil 3.5.'te görülebileceği gibi, Federal Açık Piyasa Kurulu %5,25 düzeyinde olan politika faizini 2007 Eylül ayından başlayarak kademeli olarak düşürmüştür ve Aralık sonuna gelindiğinde yüzde 4,25'e düşürmüştür. Üç ayda bir puanlık düşüş az gelmiş olmalı ki, FED Ocak ayı içinde biri 22 Ocak'tan diğeryse 30 Ocak'tan geçerli olacak şekilde iki indirim daha yapmıştır. Bu tarihte federal fon hedef faizi yüzde 3'e gerilemişti. Hem ardı ardına bu iki karar hem de bu faiz indirimlerinin ilkinin önceden ilan edilen tarihlerin dışında yapılan bir toplantıda yapılması FED'in algıladığı risklerin ne kadar yüksek olduğunu göstermekteydi. Faiz indirimleri giderek hızlandı ve yaklaşık bir yıl sonra, 16 Aralık 2008'e gelindiğinde federal fon hedef faizi yüzde 0 ile 0,25 aralığına düşürüldü. O tarihten bu yana FED federal fon faizinin bu aralıkta olmasına izin vermektedir (Özatay, 2013a: 132). Örneğin 31.03.2014 tarihinde bankalar arasında yapılan işlemlerde gerçekleşen faiz (federal fon oranı) yüzde 0,06 düzeyindedir (Federal Reserve Bank of New York, 31.03.2014, <http://www.newyorkfed.org>). Politika faiz oranlarındaki indirimin temel 2 nedeni; durgunluğa girme ihtimaline karşı yatırımları ve tüketimi teşvik etmek ve asimetrik bilgi sebebiyle birbirine borç vermekten çekinen bankaların sistemik riske yol açmaması için bankalar arası borçlanma faiz oranını düşürmektir (BDDK, 2008: 72).

Faiz indirimi gerekliydi ama o da yeterli olmuyordu. Krizin temelindeki sorunlara çare olmuyordu. Güven bunalımından kaynaklanan nakit sıkışıklığını dolayısıyla bankacılık sektöründeki likidite sorununu tam olarak çözemedi bu durumda kredi hacmi iyice daraldı. Amerikan ekonomisi 2008'in son çeyreğinde resesyona girdi.

Amerikan ekonomisinde faiz oranlarının sıfır seviyesine yaklaşması, faiz indirimlerinin bankacılık sektörünün likidite sorununu çözmemesi dolayısıyla ekonomiyi canlandırmaya yetersiz kalması FED'in geleneksel olmayan para politikası araçlarıyla piyasaya likidite vermesine neden olmuştur. Fed bu önlemlere ilk olarak Aralık 2007'de başlamış ve krizin en şiddetlendiği Eylül 2008'den itibaren de çok daha fazla bu tarz politika araçlarını kullanmıştır.

4.2.1.2. Sözle Yönlendirme

FED, federal fon hedef oranının Aralık 2008'de yüzde 0 ile 0,25 aralığına düşmesinden itibaren geleneksel olmayan para politikası araçlarından sözle yönlendirmeyi ekonomiyi canlandırmak amacıyla kullanmaya başlamıştır.

FED sözle yönlendirme aracını politika faizine yönelik bilgi sağlamak amacıyla kullandığı gibi niceliksel genişleme olarak adlandırılan tahvil alımlarıyla ilgili de kullanmıştır. Yine destekleyici para politikasının uzunca bir süre devam edeceğine

⁸ Londra bankalar arası para piyasasında bir bankanın başka bir bankaya borç vermek için teklif ettiği faiz oranı (Özatay, 2013a: 130).

işaret etmek amacıyla bu aracı kullandığı gibi para politikasının normalleşmesi sürecine ilişkin çıkış stratejisinin bir parçası olarak da bu yönetime başvurmuştur.

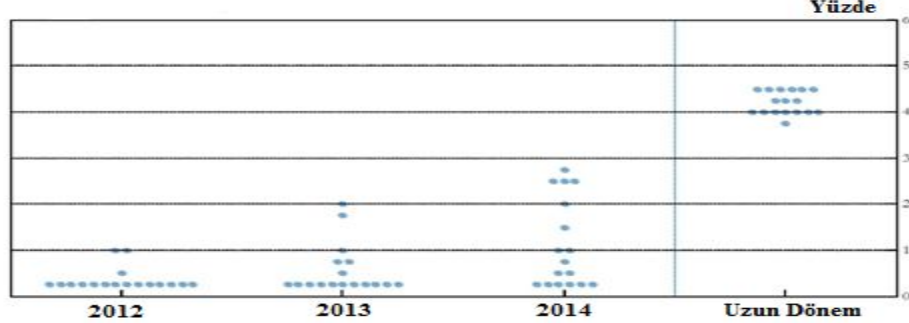
FED politika faizine yönelik sözle yönlendirme yönteminin 3 şeklini de kullanmıştır. Banka, ilk zamanlarda açık uçlu olarak bu yöntemi kullanırken, belli zaman sonra zamana bağlı yönlendirmeler yapmış ve belli tarihten sonrada duruma bağlı olarak bu aracı kullanmaya devam etmiştir. FED'in bu aracı nasıl kullandığı FOMC'nin toplantılarından sonra yayınlanan toplantı raporlarına, başkanın toplantıdan sonraki basın konuşmalarına ve Ocak 2012'den beri açıklanan FOMC üyelerinin sundukları projeksiyonlara bakılarak değişen yönlendirmelerle örneklendirilecektir.

Açık Uçlu Yönlendirme:

- 16 Aralık 2008 FOMC Raporu: Zayıf iktisadi koşulların olağandışı düşük faizi bir süre gerektirmesi muhtemeldir (FED, 2008a: 1).
- 18 Mart 2009 FOMC Raporu: İktisadi koşulların olağandışı düşük faizi uzun bir süre gerektirmesi muhtemeldir (FED, 2009a: 1).

Zamana Bağlı Yönlendirme:

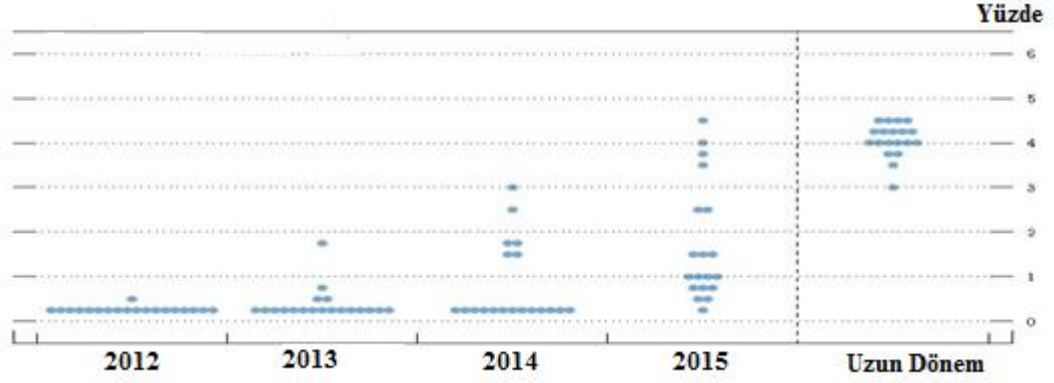
- 9 Ağustos 2011 FOMC Raporu: İktisadi koşulların olağandışı düşük faizi en azından 2013 ortasına kadar gerektirmesi muhtemeldir (FED, 2011a: 1).
- 25 Ocak 2012 FOMC Raporu: İktisadi koşulların olağandışı düşük faizi en azından 2014 sonuna kadar gerektirmesi muhtemeldir (FED, 2012a: 1).



Şekil 4.4. FOMC Üyelerinin Politika Faizi Projeksiyonları (Yıllık, Yüzde, Ocak 2012) (Her bir nokta bir FOMC üyesinin yıl sonundaki politika faizi tahminini vermektedir) (FED, 2012b: 3).

FOMC raporuna yansıdığı üzere, Şekil 4.4'de FOMC üyelerinin Ocak 2012'de yaptıkları tahminlere göre 2014 yılı sonuna kadar politika faizinde değişiklik beklenmediği görülmektedir.

- 13 Eylül 2012 FOMC Raporu: Olağan dışı düşük faizin en azından 2015 ortasına kadar gerekli olması muhtemeldir. ... Ekonomik toparlanmanın güçlenmesinin ardından para politikasının yüksek derecede destekleyici duruşu kayda değer bir süre daha uygun olmaya devam edecektir (FED, 2012c: 1).

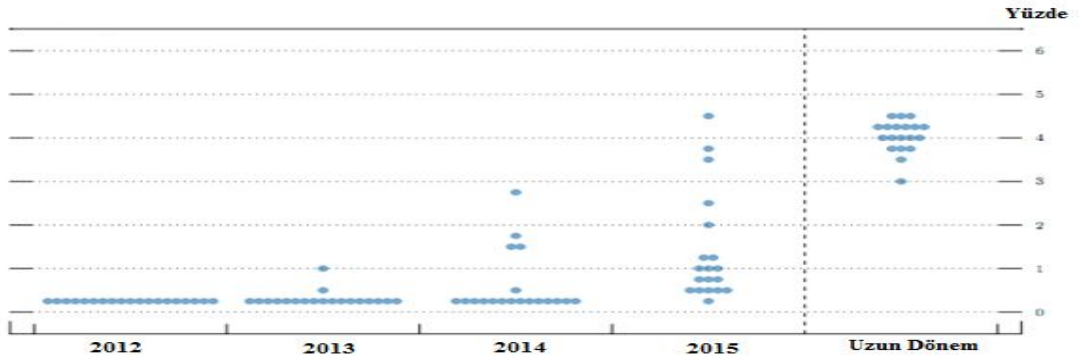


Şekil 4.5. FOMC Üyelerinin Politika Faizi Projeksiyonları (Yılsonu, Yüzde, Eylül 2012) (Her bir nokta bir FOMC üyesinin yıl sonundaki politika faizi tahminini vermektedir) (FED, 2012d: 3).

FOMC raporuna yansıdığı üzere, Şekil 4.5’de FOMC üyelerinin Eylül 2012’de yaptıkları öngörülerine göre 2014 yılı sonuna kadar politika faizinde değişiklik beklenmediği görülmektedir. Üyeler politika faizinin 2015 yılı sonunda yüzde 1 civarında olmasını öngörmüşlerdir.

Duruma Bağlı Yönlendirme:

- 12 Aralık 2012 FOMC Raporu: Olağandışı düşük faizin en azından işsizliğin %6,5’in üzerinde seyrettiği, 1-2 yıllık döneme ilişkin enflasyon tahmininin %2 hedefini yarım puan aşmadığı ve uzun vadeli enflasyon beklentileri istikrarlı seyrettiği sürece uygun olacağı düşünülmektedir (FED, 2012e: 1).

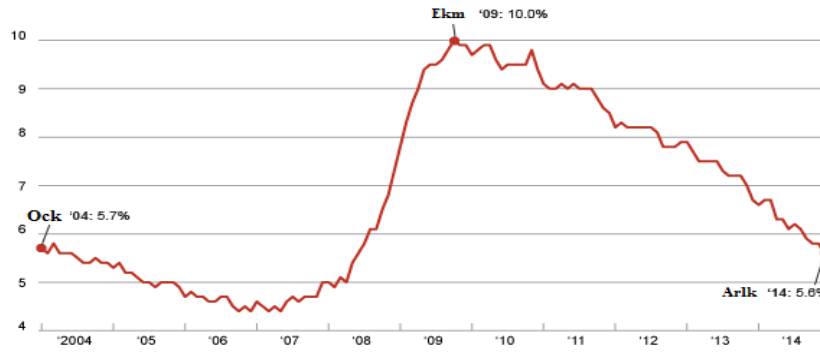


Şekil 4.6. FOMC Üyelerinin Politika Faizi Projeksiyonları (Yılsonu, Yüzde, Aralık 2012) (Her bir nokta bir FOMC üyesinin yıl sonundaki politika faizi tahminini vermektedir) (FED, 2012f: 3).

FED zamana bağlı yönlendirmeden duruma bağlı yönlendirmeye geçtiğinde FOMC üyelerinin politika faizi projeksiyonları, faizin ne zaman artırılacağından ziyade üyelerin gelecekte ABD’de faizlerin kaç olmasını beklediklerine dönüşmüştür. Çünkü bu tarihten sonra üyeler 2015’te politika faizinin artacağını düşünmektedirler. Şekil 4.6.’te de kurul üyelerinin 2015 yılı sonunda politika faizinin yüzde 1 civarında olmasını öngördükleri görülmektedir. Uzun vadede ise yüzde 4 civarına odaklanılmıştır.

Amerikan ekonomisinde işsizlik oranının 2013 yılı sonuna doğru yüzde 6,5’a yaklaşmasıyla FED politika faizine yönelik söyle yönlendirmesini 16 Mart 2014 FOMC toplantısında güncellemiştir (Şekil 4.7.).

- 16 Mart 2014 FOMC Raporu: Federal fon hedefinin yüzde sıfır ile yüzde 0,25 arasında ne kadar süre kalacağı FOMC'nin gerçekleşen ve beklenen tam istihdam ve yüzde 2'lik enflasyon hedefine doğru ilerleme değerlendirmelerine bağlı olacaktır. Bu değerlendirmelerde geniş bir veri setine bakılacaktır. Bu veri seti emek piyasası koşullarını yansıtan ölçümler, enflasyon baskısına dair göstergeler, enflasyon beklentileri ve finansal gelişmelerdeki göstergelerden oluşmaktadır. Komite bu faktörlerin değerlendirmelerine dayanarak düşünmeye devam edecektir. Federal fon hedef oranının günümüz seviyesinde varlık alım programının bitiminden sonra, özellikle tahmin edilen enflasyon yüzde 2'lik uzun dönem hedefinin altında devam ederse ve uzun vadeli enflasyon beklentileri istikrarlıysa, kayda değer bir süre daha devam etmeye uygun olması muhtemeldir (FED, 2014a: 1).



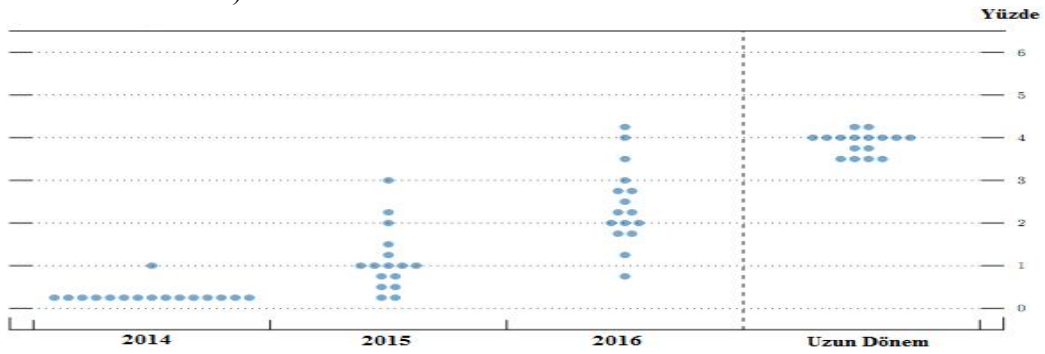
Şekil 4.7. Amerika Birleşik Devletleri İşsizlik Oranı (2004-Aralık 2014, %) (Voanews, 06.08.2015, www.voanews.com).

Faiz oranıyla ilgili sözle yönlendirmede, 2012 Aralıktan farklı olarak FED yüzde 6,5'lik işsizlik eşliğini kaldırmış yerine çok daha geniş veri setine bakacağını açıklamıştır. Janet Yellen, 19 Mart 2014'de FOMC toplantısı sonrasındaki konuşmasında, komitenin işsizlik oranının emek piyasasındaki gelişmeleri değerlendirmeye yeterli bir istatistik olmadığını düşündüğünü söylemiştir (FED, 2014b: 7). Bunun nedeni küresel krizden sonraki süreçte ABD'de işsizlik oranlarındaki düşüşün istihdam artışından çok iş gücüne katılım oranındaki düşüşten kaynaklandığına dair oluşan bir görüş birliğidir. Yellen konuşmasında tam istihdam hedefine yakın olmadıklarını ve istihdam seviyesi tam istihdam hedefine kalıcı şekilde yakın değilken eğer enflasyonda önemli endişeleri olmazsa politika faizini artırmayı düşünmediklerini söylemiştir (FED, 2014b: 7). Ayrıca gerek FOMC raporundaki söylemler gerekse Yellen'in komitenin yüzde 2'lik enflasyon hedefine tam olarak bağlı olduğunu belirtmesi, 2012 Aralık ayında ki toplantıda belirlenen yüzde 2,5'lik enflasyon eşliğinin de yüzde 2'ye düşürüldüğü düşüncesini ortaya çıkarmıştır. Ayrıca Başkan Yellen'in faizin varlık alımları bittikten muhtemelen 6 ay sonra (Nisan 2015) artırılabilceğini söylemesi sözle yönlendirme aracına iyi bir örnektir (FED, 2014b: 14). Bu durum komite üyelerinin politika faizi projeksiyonlarıyla da uyumludur (Şekil 4.8.).

Varlık (tahvil) alımlarında da FED sözle yönlendirme aracına başvurmuştur.

Açık Uçlu Yönlendirme:

- 12 Aralık 2012 FOMC toplantısı: FED 3.niceliksel genişlemede alımların açık uçlu olacağını, emek piyasasındaki görünüm kayda değer iyileşene kadar fiyat istikrarı çerçevesinde, uzun vadeli devlet tahvili ve MBS alımlarının devam edeceğini, diğer uygun olan politika araçlarının da kullanılacağını belirtmiştir.
- 22 Mayıs 2013 ABD Kongresinde: Dönemin ABD Merkez Bankası Başkanı Ben Bernanke, ABD ekonomisinde olumlu verilerin geldiğini ve ekonomik verilerin böyle devam etmesi koşuluyla aylık 85 milyar dolar olan uzun vadeli devlet tahvili ve MBS alımlarını yıl sonuna doğru kısıbilmeklerinin beyanını vermiştir (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2014: 2).



Şekil 4.8. FOMC Üyelerinin Politika Faizi Projeksiyonları (Yılsonu, Yüzde, Mart 2014) (Her bir nokta bir FOMC üyesinin yıl sonundaki politika faizi tahminini vermektedir) (FED, 2014c: 3).

Duruma Bağlı Yönlendirme:

- 19 Haziran 2013 FOMC Toplantısı sonrası Bernanke: Komite yılın sonuna doğru varlık alımlarının kademeli biçimde azaltılmaya başlanmasının ve alımların gelecek yılın ortasında sona erdirilmesinin uygun olabileceğini düşünmektedir. Alımlar sona erdiğinde işsizlik oranının %7 civarında ve enflasyonun hedefle tutarlı seviyelerde olacağı tahmin edilmektedir (Şekil 4.7.) (FED, 2013a: 5).

Sözle yönlendirmelerin para politikası duruşuna ilişkin beklentileri yönetmekteki etkinliğine dair bulgular karışık olmakla birlikte, özellikle ABD’de yönlendirmelerin beklenen faiz oranı patikası üzerinde etkili olduğu bilinmektedir (TCMB, 2013d: 33).

İlk olarak politika faizine yönelik sözle yönlendirmede zamana bağlı yönlendirmenin etkinliğiyle ilgili somut bir örnek verilebilir. 2011’in ortasında profesyonel tahmincilerin ve finansal piyasalardaki gösterge anketlerine göre özel sektör ekonomistleri FOMC’nin yaklaşık 9 ile 12 ay sonrasında politika faizini artırmasını bekliyorlardı. 2011 Ağustos ayında FOMC’nin “iktisadi koşulların olağandışı düşük faizi en azından 2013 ortasına kadar gerektirmesi muhtemeldir” açıklaması piyasanın politika faizinin gelecekteki gelişimine yönelik beklentilerini değiştirmeyi başarmıştır. Bu açıklama birçok özel sektör ekonomistinin düşündüğünden daha uzun bir süreyi ifade etmektedir. Beklentilerdeki bu değişimin sonucu olarak, hazine menkul kıymetlerinin getirisi 10 baz puan ile 20 baz puan arasında düşmüştür. Bu belki büyük bir değişim olarak görünmese de, para politikasının etkileri şartlarında,

bu gerçekten büyük bir düşüştü. Faiz oranlarındaki yaklaşık bunun kadar büyük düşüş normalde federal fon hedef oranının 75 ya da 100 baz puan düşmesinden gelirdi (FRBSF, 2012: 3). Yani bu faiz düşüşünü sağlamaya FED'in federal fon hedef oranını nominal olarak sıfır seviyesinden yaklaşık %-1'lere çekmesi gerekirdi ki, bu da mümkün değildir. Sonuçta sadece hazine menkul kıymetlerinin değil, finansal piyasalarda tüm borçlanma araçlarındaki faizler düşmüştür (FRBSF, 2012: 3).



Şekil 4.9. Amerika'da Sözle Yönlendirme Duyurusu ve OIS Eğrisi (TCMB, 2013d: 34).

İkinci olarak varlık alımlarına yönelik sözle yönlendirmenin etkinliğiyle ilgili bir örnek verilebilir. Şekil 4.9.'da 2013 yılında Amerika'da uygulanan sözle yönlendirmenin beklentileri ne derece şekillendirebildiğini göstermek üzere, sözle yönlendirme duyurularının yapıldığı tarihler ile hem duyuruların bir önceki gününe göre hem de duyurudan bugüne kadar OIS eğrilerinde meydana gelen değişimler verilmektedir. OIS eğrisi beklenen federal fon oranı patikasını göstermekte ve dolayısıyla federal fon hedefi (politika faiz oranı) beklentileri patikasını en iyi temsil eden eğridir. Buna göre, FED Başkanı'nın 22 Mayıs 2013 tarihinde ABD Kongresi'nde yaptığı konuşmanın, para politikasının sıkılaştırılacağına dair beklentileri artırdığı görülmektedir. Bu, duyurudan sonraki OIS eğrisinin orta ve uzun vadelerindeki artıştan gözlemlenmektedir. Ekim ayı itibarıyla ise, eğrinin kısa ucunda yönlendirme tarihine kıyasla düşüş gözlenirken, uzun uçtaki artış belirginleşmiştir (TCMB, 2013d: 34).

4.2.1.3. Likidite Yönetimi

Dördüncü bölümün bu kısmında zorunlu karşılıklar, kredi genişlemesi, niceliksel genişleme ve vade uzatma operasyonları ve swap anlaşmaları ele alınacaktır.

4.2.1.3.(1). Zorunlu Karşılıklar

FED küresel kriz sürecinde zorunlu karşılık oranlarında, zorunlu karşılıkların hesaplanmasında veya da zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerde herhangi bir değişikliğe gitmemiştir. FED küresel kriz sürecinde bu aracı sadece zorunlu karşılıklara faiz ödemeye başlayarak kullanmıştır. Aynı zamanda FED küresel krizde, bankaların aşırı rezervlerine de faiz ödemeye başlamıştır.

Amerikan finansal sisteminde, zorunlu karşılıklar tüm mevduat kuruluşlarının net işlem mevduatlarının Federal Sistem Yönetim Kurulu (Governörler Kurulu) tarafından belirlenen oranlarda kendi kasalarında veya merkez bankasında mevduat olarak tutulmasıyla uygulanan bir para politikası aracıdır.

Toplam işlem mevduatları, çek hesaplarını ve üçüncü kişilere ödeme yapmak için kullanılabilen diğer mevduatlar içerir (Boyes ve Melvin, 2013: 324). Net işlem

mevduatları ise toplam işlem mevduatlarından diğer mevduat kurumlarına olan borçları ile tahsil aşamasındaki kalemlerinin çıkarılması ile bulunmaktadır. FED, zorunlu karşılığa tabi net tutara göre artan zorunlu karşılıklar kullanmaktadır. Bu oranlar %3 ve %10 olarak belirlenmiştir (Kara, 2012: 44). Dolayısıyla büyük bankalar, küçük bankalara göre mevduatlarının daha büyük bir yüzdesini rezerv olarak tutmaktadır (Boyes ve Melvin, 2013: 324). Bu kapsamda zorunlu karşılık yükümlülük tutarının bir kısmı zorunlu karşılık uygulamasından muaftır. Governörler Kurulu % 3 zorunlu karşılığa tabi minimum ve maksimum tutarı belirlemektedir. Bu maksimum tutarın üstündeki zorunlu karşılığa tabi net işlem tutarı % 10'luk zorunlu karşılık oranına göre hesaplanmaktadır (Kara, 2012: 44-45).

Tablo 4.3.'de Governörler Kurulu'nun küresel kriz sürecinde belirlediği, zorunlu karşılık hesaplamasına konu olan istisna tutarı ve alt- rezerv diliminin maksimum tutarı verilmektedir. İstisna tutarı her yıl bir önceki yılın 30 Haziranından cari yılın 30 Haziranına kadar olan dönemde tüm mevduat kuruluşlarının toplam zorunlu karşılığa tabi olabilecek yükümlülüklerinin artış oranının %80'ini geçmemektedir. Diğer yandan azalış durumunda ise bu tutar değiştirilmeyecektir. Alt-Rezerv Diliminin maksimum tutarı ise her yıl bir önceki yılın 30 Haziranından cari yılın 30 Haziranına kadarki dönemde net işlem mevduatlarının artış veya azalış oranının %80'ine kadar belirlenebilmektedir (Kara, 2012: 44). Tablo'da gerek istisna tutarının gerekse de alt rezerv diliminin maksimum tutarının kriz süresince devamlı arttığı görülmektedir. Bu durum kısmen, kriz ve sonrasında insanların mevduat güvencesinin varlığından tahvil ve hisse senetlerini satıp paralarını banka mevduatlarına yönlendirmesinden kısmen de FED'in uyguladığı parasal genişlemenin etkisinden kaynaklanmaktadır (Abel vd., 2014: 570). Ocaktan beri, bankaların net işlem hesaplarının 13,3 milyon dolarlık kısmı zorunlu karşılıklardan muaf olmakta, 13,3 milyon doların üstü ile 89 milyon dolar arasındaki kısım yüzde 3, 89 milyon doların üstü ise yüzde 10 zorunlu karşılığa tabidir.

FED zorunlu karşılıklar ve aşırı rezervler için faiz ödememekteydi. Ekim 2006'da kabul edilen değişiklikle, Ekim 2011 tarihinden itibaren rezervlere faiz ödenmeye başlanacaktı. Ancak Ağustos 2007'de finansal piyasalarda yaşanan çalkantının bir uzantısı olarak FED 6 Ekim 2008'de yaptığı basın duyurusu ile zorunlu karşılıklara ve aşırı rezervlere faiz ödemeye başlayacağını duyurmuştur (Koçyiğit, 2009: 90). Buna göre FED bankaların zorunlu karşılıklarının ve aşırı rezervlerinin sadece kendisinde tutulan kısmına faiz ödemesi yapmaktadır.

Zorunlu karşılıklara faiz ödemesindeki amaç zorunlu karşılık tutmanın fırsat maliyetini ortadan kaldırmak böylece bankacılık sektörünün etkinliğini desteklemektir (FED, 2008b: 1). Bu çerçevede, zorunlu karşılıklara ödenecek faiz oranı tesis dönemi boyunca FOMC tarafından belirlenen Federal fon hedef oranı ortalamasından 10 baz puan daha düşük olarak belirlenmiştir (FED, 2008b: 1). Bu oran önce 5 Kasım 2008'de rezerv tesis dönemi boyunca FOMC tarafından belirlenen federal fon hedef oranı ortalaması sonra ise 16 Aralık 2008'de, 18 Aralık'tan itibaren başlayan her bir tesis döneminde yüzde 0,25 olarak değiştirilmiştir (FED, 2008d:1; FED, 2008e: 1).

Tablo 4.3. Alt Rezerv Dilimi Maksimum Tutarı ve İstisna Tutarı (2007den beri) (FED, 15.04.2014, www.federalreserve.gov).

<i>Tarih Aralığı</i>	<i>İstisna Tutarı (Milyon USD)</i>	<i>Alt-Rezerv Diliminin Maksimum Tutarı (%3) (Milyon USD)</i>
05.08.2007-19.12.2007	8,5	45,8
20.12.2007-31.12.2008	9,3	43,9
01.01.2009-30.12.2009	10,3	44,4
31.12.2009-29.12.2010	10,7	55,2
30.12.2010-28.12.2011	10,7	58,8
29.12.2011-26.12.2012	11,5	71
27.12.2012-22.01.2014	12,4	79,5
23.01.2014-	13,3	89,0

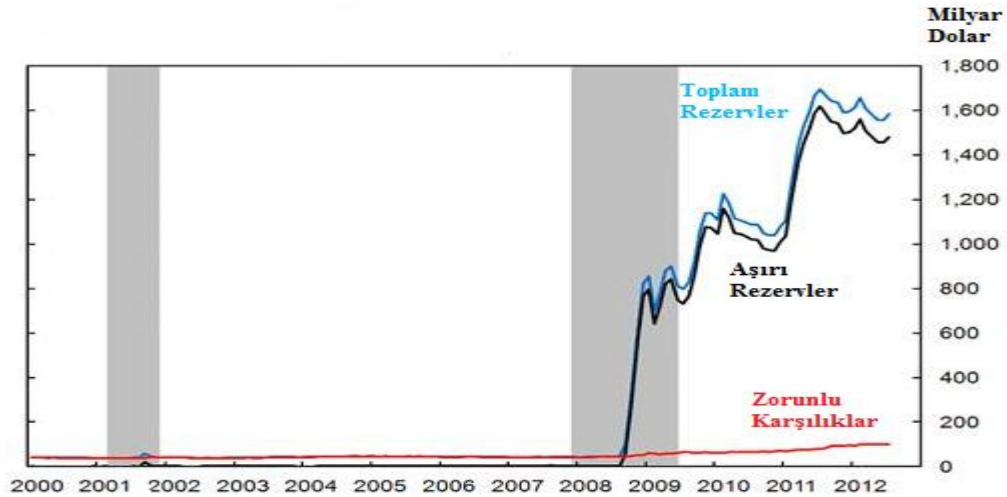
Aşırı rezervlere faiz ödenmesindeki amaç ise, federal fon oranını hedefe yaklaştırmak ve kredi piyasalarında koşulları ele alan FED'in borç verme programlarını kullanımının daha geniş kapsamlı olmasını sağlamaktır (FED, 2008b: 1). Buna göre FED'in finansal krizdeki kredi sıkışması nedeniyle bankalara, piyasa yapımcıları ve diğerlerine kredi vermek suretiyle izlediği genişletici para politikası bankaların kredi verebilecekleri aşırı rezervleri artırarak faiz politikasını zorlaşmıştır (Kara, 2012: 40). Bankalarda bu fonları federal fon piyasasında değerlendirmiş ve bu da federal fon oranının hedefin altına düşmesine neden olmuştur. Amerika merkez bankasının bunu önlemek amacıyla aşırı rezervlere faiz ödemesiye hem bankaların bu fonları FED'de mevduat olarak tutmalarını sağlayarak federal fon oranının hedefe yaklaşmasına hem de aşırı rezervlere ödenen faiz oranı federal fon oranında bir alt taban saptanmasına yardım edecektir. Buna göre Tablo 4.4.'te de görülebileceği gibi, ilk olarak aşırı rezervlere ödenecek faiz oranı, her bir tesis döneminde Federal fon hedef oranının en düşük düzeyinden 75 baz puan daha düşük olarak belirlenmiştir (FED, 2008b: 1). Bu oran 22 ekim 2008'de rezerv tesis dönemi boyunca Federal fon hedef oranının en düşük düzeyinden 35 baz puan daha düşük olarak değiştirilmiştir (FED, 2008c: 1). 5 Kasım 2008'de ise, rezerv tesis dönemi boyunca Federal fon hedef oranının en düşük düzeyine eşitlenmiştir (FED, 2008d: 1). 16 Aralık 2008'de ise, 18 Aralık'tan itibaren başlayan her bir tesis döneminde yüzde 0,25 olarak değiştirilmiştir (FED, 2008e: 1).

FED aşırı rezervlere ödenen faiz oranını ya da daha doğrusu aşırı rezervlere ödenen faiz oranıyla federal fon hedef oranı arasındaki farkı bir para politikası aracı olarak kullanmaktadır. Tablo 4.4.'te görülebileceği gibi FED bu iki oran arasındaki farkı giderek azaltmıştır. FED, bu farkın daraltılmasının federal fon oranının hedefe yaklaşmasına yardım edeceğini açıklamıştır (FED, 2008c: 1). 18 Aralık'tan itibaren izleyen her tesis döneminde ise aşırı rezervlere ödenen faiz oranı federal fon hedef aralığının üst sınırı olarak belirlenmiştir. Bu durum ise genelde aşırı rezervlere ödenen faiz oranının federal fon oranının üstünde oluşmasına neden olmuştur. Federal fon hedef aralığının üstünde bir aşırı rezerve ödenen faiz oranı belirleme nedeni ise aradaki fark azalsa da banka olmayan kuruluşların (hükümet destekli kuruluşlar gibi) FED'de tuttukları aşırı rezervlerden faiz alamaması ve federal fon piyasasına rezerv arz etmeye yoğun şekilde devam etmeleridir (Federal Reserve Bank of Cleveland, 2010:3). Federal fon oranının aşırı rezerv faiz oranının altında kalmasıyla mevduat kuruluşları birbirine borç vermede daha az teşvike sahip olacaklardır (FRSBF, 2013: 4). Böylece federal fon

oranının çok düşük seviyelere düşmesi engellenecekti. Ayrıca bu politika aracının FED'in bilançosunu daraltma zamanında da yararlı olacağı düşünülmektedir (Federal Reserve Bank of Cleveland, 2010:1).

Tablo 4.4. Aşırı Rezervlere Ödenen Faiz Oranı (Tesis dönemi 1 hafta olan kuruluşlar baz alınmıştır, 2008) (FED, 16.04.2014, www.federalreserve.gov).

<i>Tesis Dönemi</i>	<i>Faiz Oranı</i>	<i>Tesis dönemindeki en düşük federal fon hedef oranı</i>	<i>En düşük federal fon hedef oranıyla farkı</i>
18.12.2008-24.12.2008	0,25	VY	VY
11.12.2008-17.12.2008	0,25	0,25	0,00
06.11.2008-12.11.2008	1,00	1,00	0,00
23.10.2008-29.10.2008	0,65	1,00	0,35
09.10.2008-15.10.2008	0,75	1,50	0,75



Şekil 4.10. Mevduat Kurumlarının Tuttukları Toplam Rezervler, Aşırı Rezervler ve Zorunlu Karşılıklar (2000-2012) (FRSBF, 2013: 3).

Şekil 4.10.'da toplam rezervler mavi çizgi, FED'de tutulan aşırı rezervler siyah çizgi, zorunlu rezervler ise kırmızı çizgi ile gösterilmektedir. Gerek 2008 Ekim ayından itibaren FED'in aşırı rezervlere faiz ödemesi gerekse de küresel krizde çeşitli araçlarla piyasaya yüklü miktarda likidite vermesi bankaların aşırı rezervlerinin ve toplam rezervlerinin çok fazla artmasına ve çok yüksek seviyelere çıkmasına neden olmuştur. Bu süreçte zorunlu karşılıkların oldukça istikrarlı kaldığı görülmektedir. 2008 Temmuz ayında toplam rezervler yaklaşık 45 milyar dolar iken aşırı rezervler 2 milyar dolar ve zorunlu karşılıklar ise 43 milyar dolardır. Son 50 yılda da genelde veriler buna benzerdir yani aşırı rezervlerin toplam rezervler içindeki payı oldukça küçüktür. 2008 Eylül ayında krizin derinleşmesinin de etkisiyle aşırı rezervler 50 milyar dolara toplam rezervler 103 milyar dolara yükselmiştir. Aşırı rezervlere faiz ödenmesinin başladığı ay olan 2008 Ekim ayında ise aşırı rezervler 267 milyar dolara toplam rezervler ise 314 milyar dolara yükselmiştir. 2011 Nisan ayında ise aşırı rezervler 1 trilyon 452 milyar dolara, zorunlu karşılıklar 76 milyar dolara, toplam rezervler ise 1 trilyon 528 milyar dolara yükselmiştir.

4.2.1.3.(2). Kredi Genişlemesi

FED küresel kriz sürecinde kredi genişlemesi politikasını en kapsamlı olarak uygulayan merkez bankalarından birisidir. Banka, bu politika çerçevesinde gerek mevcut uygulamalarından birisi olan reeskont penceresinin koşullarında gevşemeyle, gerekse de yeni yaratmış olduğu programlarla kredi imkanlarında genişletmeye gitmiştir.

4.2.1.3.(2).(a). Reeskont Penceresi

Reeskont oranı, ticari bankalar ile diğer mevduat kurumlarına bölgesel Amerika Merkez Bankası imkânları vasıtasıyla sağlanan kredilere uygulanan faiz oranıdır. Amerika Merkez Bankası'nın normalde üç tür reeskont penceresi bulunmaktadır. Bunlar, birincil kredi, ikincil kredi ve mevsimsel kredidir. Ancak bu faiz oranlarının hepsi birbirinden farklıdır. Bu pencereler kanalıyla sağlanan her kredi teminat karşılığı verilmektedir (Kara, 2012: 42-43). Birincil kredi, çok kısa vadede (genellikle gecelik vadede), mali yapısı güçlü bankalar ve diğer mevduat kurumlarına sağlanan, federal fon hedef oranının üzerinde bir oranda sunulan ve FED'in temel olarak kullandığı kredi imkânıdır (Koçyiğit, 2009: 92). Borçlanmak isteyen mevduat kuruluşu herhangi bir açıklama istenmeden istedikleri miktarda borçlanabilmekte ve bu nedenle bu durum sürekli kredi olanağı olarak ifade edilir (Mishkin, 2006: 381). Borçlanıcının finansal durumu, borçlanmak istediği tutar ve vade hakkında sağladığı bilgi yeterlidir. Finansal durumu birincil kredi imkânından faydalanmaya uygun olmayan mevduat kurumları ikincil kredi imkânlarından faydalanabilmektedir. İkincil kredi faiz oranı birincil kredi faiz oranına göre daha yüksektir (Kara, 2012: 43). İkincil kredi talep eden borçlanıcının, finansal durumu ve borçlanma ihtiyacının sebebi hakkında FED'i bilgilendirmesi gerekmektedir. Yıl içinde fonlama ihtiyacı olan daha küçük olan tarımsal ve turistik bölgelerde faaliyet gösteren bankalar gibi mevduat kurumları ise mevsimsel kredi imkânlarından faydalanabilmektedir. Mevsimsel kredi faiz oranı belli piyasa faiz oranlarının ortalaması olarak hesaplanır (Kara, 2012: 43).

Reeskont faiz oranları FED'in pek sık kullandığı bir para politikası aracı değildir. Normal şartlarda rezerv ihtiyacı olan bankaların FED'e yönelmelerini engellemek amacıyla birincil kredi reeskont oranı federal fon hedef oranının 100 baz puan üzerinde, ikincil kredi reeskont oranı ise birincil kredi oranının 50 baz puan üzerinde belirlenmektedir. FED birincil ve ikincil kredilerin uyum kredisi ve genişletilmiş kredi olanaklarının yerini aldığı 2003 yılından itibaren 2008 küresel krizinin başına kadar aradaki bu farkları korumuştur. Bu nedenle geleneksel borç verme yöntemlerinden biri olan reeskont penceresinde kredi verilmesi her ne kadar 2008 küresel krizi sürecinde sıçrama gösterse de normalde ABD'de oldukça küçük miktardadır.

Birincil reeskont kredilerinde koşulların genişletilmesi FED'in krize verdiği ilk tepkilerden biridir (FED, 2010a: 1). 17 Ağustos 2007'de FED birincil faiz oranını 50 baz puan indirerek birincil kredi oranı ile federal fon hedef oranı arasındaki farkı 100 baz puandan 50 baz puana indirmiştir. FED ayrıca birincil kredinin vadesini 30 günde kadar uzatmış ve krediyi alan isterse bu vadeden kredinin yenilebileceğini belirtmiştir. Bu düzenlemelerin FED'in piyasa likiditesinde önemli ölçüde düzelmeler olduğuna karar vereceğine kadar yürürlükte kalacağı açıklanmıştır. FED açılan reeskont kredileri karşılığında kabul ettiği teminatları ipotekli konut kredileri ve ilgili varlıkları da (konut kredilerine dayalı kağıtlar gibi) dahil ederek genişletmiştir (FED, 2007: 1). 16 Mart 2008'de FED birincil kredi faiz oranını 25 baz puan indirerek birincil kredi oranı ile federal fon hedef oranı arasındaki farkı 50 baz puandan 25 baz puana indirmiş ve

birincil kredinin vadesini 90 güne kadar çıkarmıştır (FED, 2008f: 1). Bu düzenlemelerin amacı likidite desteğine ihtiyaç duyan kuruluşları reeskont penceresinden kredi almaya teşvik etmektir. Likidite ihtiyacındaki mevduat bankalarının, çeşitli teminatlarla likidite ihtiyacını karşılaması bunun da hane-halklarına ve şirketlere borç verme imkânlarını artırması beklenmiştir. Ancak FED'in reeskont penceresinden sınırsız kredi desteği vereceği güvencesine rağmen; bu imkanın 2 türlü dezavantajı ortaya çıkmıştır. Birinci dezavantajı; bankalar, finansal durumlarına dair piyasada negatif bir algılama oluşması ve kredibilitelerinin düşmesi korkusuyla (stigma problemi) bu imkandan çok yararlanmak istememiş, ikincisi ise reeskont penceresinden kuruluşlara verilen likidite nedeniyle piyasadaki faiz oranının FED'in belirlediği politika (gösterge) faiz oranının aşağısında oluşma ihtimali olmuştur, dolayısıyla FED reeskont penceresinden sınırsız kredi verebileceğini açıklamasına rağmen küresel kriz boyunca bu yöntemle yaklaşık 400 milyar dolar gibi sınırlı destek verebilmiştir (BDDK, 2008: 75; Abel vd., 2014: 577).

Dalgalanma döneminde FED'in likidite desteği olarak yaptığı en olağandışı yardım 14 Mart 2008'de, bir yatırım bankası olan Bear Stearns'e reeskont penceresinden kredi kullandırması olmuştur. Bear Stearns'in likidite sıkışıklığına girdiğini açıklamasının ardından New York FED, JP Morgan aracılığıyla şirkete birincil kredi oranından 28 gün vadeli 12,9 milyar dolarlık kredi sağlayarak son borç verme mercii görevini mevduat kuruluşu olmayan bir banka için kullanmıştır. FED'e acil durumlarda mevduat bankası olmayan bir kuruluşa reeskont penceresinden kredi kullandırma yetkisi Büyük Depresyondan sonra 1932 yılında yürürlüğe konulan bir madde hükmü ile verilmiştir. Bu hükme göre kredi ancak resesyona girme ihtimali gibi olağanüstü dönemlerde ve Federal Sistem Yönetim Kurulu (Guvernörler Kurulu) 5 üyesinin onayıyla verilebilmektedir. Bear Stearns'e verilen kredide bir üyenin seyahatte olması sebebiyle 4 üye ile karar verilmiştir. FED'in 1930'lardan beri kullanmadığı bu yetkiyi ilk defa kullanması ve diğer üyeyi beklemeden 4 üye ile karara varması dalgalanmanın boyutunu göstermesi açısından önemlidir. FED'in bu müdahalesi ahlaki çöküntüye (moral hazard) yol açma ihtimali ve denetlemediği ve düzenlemediği dolayısıyla riskliliğini bilmediği bir kuruluşun riskini üzerine alması bakımından eleştirilmekle beraber batmak üzere olan bir bankaya, İngiltere Merkez Bankası'nın Northern Rock'a yaptığı müdahalenin aksine çabuk ve kamulaştırmadan önlem alması olumlu bulunmaktadır (BDDK, 2008: 76-77). Takip eden haftadaysa FED, JP Morgan Chase'in Bear Stearns'ü satın almasına aracılık etmiştir (Cecchetti, 2008: 17). Şöyle ki; JP Morgan Chase'in Bear Stearns'nin konut ipoteğine dayalı menkul kıymet portföyü hakkında endişeleri vardı. FED, JP Morgan Chase'in Bear Stearns'ü hemen satın almasını kolaylaştırmaya, Bear Stearns'in varlıklarını satın alması için Maiden Lane Limited Şirketini (LLC) kurmuştur. Şirket Bear Stearns'in varlıklarını 30 milyar dolara satın almıştır. Buna göre New York FED, bu şirkete Bear Stearns'in varlıklarını satın alması için birincil kredi oranından 10 yıl vadeli yaklaşık 29 milyar dolar kredi vermiş, kalan 1 milyar dolar ise JP Morgan Chase'den alınmıştır. Maiden Lane LLC'nin tuttuğu varlıklardan elde ettiği gelirler ise önce Maiden Lane LLC'nin işletme masraflarına sonra New York FED'den olan kredinin anapara ödemesi ve faizine sonra ise JP Morgan Chase'den olan kredinin anapara ve faizlerine Eylül 2010'dan itibaren 10 yıl vadeyle ödenecektir.

17 Kasım 2009'da FED, finansal piyasalarda devam eden iyileşme koşulları ışığında, reeskont penceresindeki birincil kredinin vadesini 14 Şubat 2010'dan itibaren maksimum 90 günden 28 güne indireceğini açıklamış ve söz konusu tarihte bunu yaparak birincil kredi koşullarında normalleşme işlemine yönelik ilk adımı atmıştır.

FED yine krediyi alan isterse bu vadeden kredinin yenilebileceğini belirtmiştir. Devamında 18 Şubat 2010'da ise FED, birincil kredi faiz oranını 25 baz puan artırarak birincil kredi oranı ile federal fon hedef aralığının üst sınırı arasındaki farkı 25 baz puandan 50 baz puana çıkarmış ve birincil kredinin vadesini 18 Mart 2010'dan itibaren küresel finans krizi öncesinde olduğu gibi genellikle gecelik olarak sınırlandıracağını açıklamış ve yine söz konusu tarihte bunu gerçekleştirmiştir (FED, 2010a: 1). FED, aradaki farktaki artış ve vadenin kısaltılmasının mevduat kurumlarının kısa dönem kredi için özel fon piyasalarına güvenmeleri konusunda ve birincil kredi olanağını sadece bir fon yedeği olarak kullanmalarını teşvik edeceğini belirtmiştir (FED, 2010a: 1). Sonuçta finansal kriz öncesine göre birincil kredi faiz oranı ile federal fon hedef oranı arasındaki farkın 100 baz puan olduğu düşünüldüğünde, bu farkın artırılmasının Amerikan finansal piyasalarındaki ve ekonomideki iyileşmenin devam ettiğinin ancak gerek 2010 da gerekse de mevcut durumda 100 baz puan olmamasının ise finansal piyasalardaki ve ekonomideki koşulların tam istenilen seviyelerde olmadığını bir göstergesidir.

4.2.1.3.(2).(b). Vadeli İhale Kolaylığı (TAF)

APİ ve iskonto penceresinden oluşan temel yapı, FED tarihinde piyasanın çalkantıya uğradığı durumlarda dahi likidite baskısını ortadan kaldırmak için yeterli olmuştur. Ancak bu geleneksel yapı, Ağustos 2007 çalkantısında kısa vadeli fon piyasasında oluşan baskıyı hafifletme konusunda yeterli olamamıştır. FED, reeskont penceresinde Ağustos 2007 ortasında yapılan değişikliklere rağmen bu olanağın kendisinden beklenen faydayı gösterememesi ve kısa vadeli fon piyasalarında (bankalar arası) devam eden baskı neticesinde 12 Aralık 2007 tarihinde TAF (Vadeli İhale Kolaylığı) uygulamasını açıklamış ve 17 Aralık 2007'de ilk ihaleyi gerçekleştirmiştir (Koçyiğit, 2009: 105-106). Dolayısıyla TAF FED'in küresel krizde kullandığı ilk geleneksel olmayan para politikası aracıdır. Bu kolaylığın bankalar arası piyasalar baskı altındayken bankaların likidite ihtiyaçlarını daha kolay karşılaması ve bankalar arası piyasalardaki baskıyı azaltması beklenmiştir. FED TAF uygulamasını G-10 merkez bankaları toplantısında Avrupa, İngiltere, Kanada ve İsviçre merkez bankalarının kısa vadeli fon piyasalarında oluşan baskıyı azaltmak amacıyla açıkladıkları ortak eylem paketi kapsamında açıklamıştır.

Vadeli ihale kolaylığı (TAF), birincil kredi almaya uygun tüm mevduat kuruluşlarının katılabildiği, verilen kredilerin tamamen teminatlandırıldığı, sabit tutarda, faiz oranı ihale sürecinde belirlenen (minimum alt sınıra tabidir) ve tekliflerin bölgesel Merkez Bankaları aracılığıyla yapıldığı bir para politikası aracıdır. TAF'a teminat olarak kabul edilen menkul kıymetler reeskont penceresindeki kabul edilen kıymetlerle aynı olmaktadır (FED, 2007: 1). İhalelerde son fiyat yöntemi kullanılmakta dolayısıyla ihaleyi kazanan en son faiz oranı, ihaleyi kazananların hepsine uygulanan faiz oranı olmaktadır. Bu durum sağlıklı bankalara daha düşük faiz oranından borçlanma imkânı tanımaktadır. İhalelerin vadesi genelde ilk zamanlarda 28 gün iken, FED 30 Temmuz 2008'de buna ilave olarak 84 gün vadeli TAF uygulamasını yürürlüğe koymuştur. Uygulamada ihalelerin vadesi genelde 28 ve 84 gün olmuştur. 20 milyar dolar ile başlayan ihaleler kademeli olarak artırılmış ve krizin derinleşmesiyle 2008 Ekim ayında 150 milyar dolara ulaşmıştır. 13 Temmuz 2009'dan itibaren ise toptan (bankalar arası) fon piyasalarındaki koşulların iyileşmesine karşılık olarak ihaleler kademeli olarak azaltılmış ve son ihale 8 Mart 2010'da 25 milyar dolarla yapılmıştır (FED, 2010a: 1). İhaleye ilişkin yapılacak duyuruda minimum faiz oranı ve verilecek fon miktarı yer almaktadır. Bankaların teklif edeceği minimum faiz oranı 2009 Ocak'a kadar, piyasa

katılımcılarının federal fon faiz oranına ilişkin beklentilerinin geometrik ortalamasına göre belirlenen Gecelik Vadeye Endekslenen Takas Oranı (OIS) olarak belirlenmiştir. 2009 Ocak'tan itibaren ise aşırı rezervlere ödenen faiz oranına (0,25) eşit seviyede belirlenmiştir (FED, 2009b: 1). Katılımcılar, ilan edilen ihale tutarının en çok yüzde 10'u kadar talep etme hakkına sahip olmaktadır.

TAF gerek katılımcı gerekse de teminat olarak alınan varlık bakımından APİ'den çok daha geniş kapsamlıdır. TAF'ın reeskont penceresine üstünlükleri ise, ilk olarak ihalede belirlenen oranın reeskont oranından daha düşük gerçekleşmesi, ikinci olarak ise reeskont penceresindeki damga probleminin büyük ölçüde TAF uygulamasında ortadan kalkmasıdır. Bu iki sebeple TAF reeskont penceresine göre bankaların likidite ihtiyaçlarını daha kolay karşılamasını sağlar. Buna göre son fiyat ihalesi ile teklif verilmesi ve ihalede verilecek kredi tutarının önceden ilan edilmesi reeskont penceresinde ortaya çıkan damga problemini TAF uygulamasında büyük ölçüde ortadan kaldırmıştır. İlk 11 ihaleye katılan katılımcı sayısına bakıldığında (52 ila 90'dan fazla katılımcı arasında) damga etkisinin ortadan kalkmış olduğu daha net bir şekilde gözlenmiştir (Koçyiğit, 2009:106).

FED bu program ile piyasaya yaklaşık 3 trilyon 800 milyar dolar borç vermiştir. FED'in TAF uygulamasının bilançosu üzerinde herhangi bir genişletici etkisi olmamıştır. Zira TAF ile borç verdiği ölçüde doğrudan satım ya da ters repo yoluyla elinde bulundurduğu kıymet portföyünü azaltma yoluna gitmiştir. Geçmiş deneyimlerden hareketle FED'in bilançosunun varlık tarafında gerçekleştirilen böyle bir değişimin Federal fon faiz oranı üzerinde reel anlamda ya herhangi bir etkisi bulunmamakta ya da çok az bulunmaktadır (Cecchetti, 2008: 15). Vadeli ihalelerin, piyasadaki likidite kaygısının azalmasına önemli katkıda bulunurken kuruluşların karşı tarafların riskliliğine dair algısındaki azalmaya belirgin bir etkisinin olmadığı tespit edilmiş ve TAF'ı yürürlüğe koyan yetkililerin LIBOR ve OIS arasındaki farkı⁹ azaltmayı hedefledikleri göz önüne alındığında programın 1 aylık Libor-OIS faiz farkını en az 31 baz puan, 3 aylık Libor-OIS faiz farkını en az 44 baz puan düşürdüğü belirlenmiştir (Federal Reserve Bank of Dallas, 2008: 2).

4.2.1.3.(2).(c). Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı (TSLF)

Mevduat bankası olmayan fakat yaşadıkları sıkıntılar nedeniyle sistemi tehdit eden diğer finansal kuruluşların sistemik riske yol açma ihtimalleri FED'i alternatif likidite desteği kanalları bulmaya yöneltmiştir. Böylece reeskont penceresi ve vadeli ihalelerden yararlanamayan mevduat bankası olmayan finansal kuruluşlar (örneğin yatırım bankası) FED'in bulduğu yöntemlerle likidite desteğinden faydalanma imkanı bulabileceklerdir. Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı (TSLF) piyasa yapıcısı olan, mevduat bankası olmayan finansal kuruluşlara likidite sağlamanın yanı sıra hazine kağıtları ve diğer teminatların likiditesini artırma ve böylece finansal piyasaların genel işleyişini kolaylaştırmak amacıyla da uygulanmış bir programdır. FED bu programı 11.03.2008 tarihindeki G-10 Merkez Bankaları toplantısındaki likiditeyi artırma yönünde işbirliği kararından sonra açıklamış ve 27 Mart 2008'de haftalık ihaleler başlamıştır (BDDK, 2008: 74-76).

TSLF kapsamında FED, piyasa yapıcılarına 200 milyar dolara kadar olan tutardaki Hazine menkul kıymetlerini belirlenen uygun teminatlar karşılığında 28 gün vadeli olarak vereceğini açıklamıştır. İhalelerde son fiyat yöntemi kullanılmakta

⁹ Bu fark bankalar arasındaki piyasadaki baskıları (likidite sıkışıklığını) ölçmede sıklıkla kullanılan göstergelerden biridir (Federal Reserve Bank of Dallas, 2008: 1).

dolayısıyla ihaleyi kazanan en son faiz oranı, ihaleyi kazanan piyasa yapıcılarının hepsine uygulanan faiz oranı olmaktadır. Piyasa yapıcı bir kuruluş, ihalede verilen miktarın en çok yüzde 20'sini alabilmektedir.

API'ye teminat olarak kabul edilen kıymetlere (hazine kağıtları ve devlet desteğine sahip kuruluşlar (Fannie Mae ve Freddie Mac gibi) garantörlüğünde ihraç edilen konut ipoteğine dayalı kıymetler) ilave olarak kamu garantörlüğü dışında kalan AAA/Aaa dereceye sahip kuruluşlarca ihraç edilmiş olan konut ipoteğine dayalı kıymetler, yatırım dereceli şirket tahvilleri, yatırım dereceli varlığa dayalı menkul kıymetleri (bireysel krediler, taşıt kredileri, öğrenci kredileri vs'a dayanan tüm menkul kıymetler) içermektedir (Koçyiğit, 2009: 98-99; BDDK, 2008: 74-76). Piyasa yapıcılarını hazine kağıtları ile ellerindeki menkul kıymetleri değiştirerek daha likit varlıklara sahip olmaktadır (BDDK, 2008: 74). FED ise her ihalede kuruluşların bilançolarındaki yaklaşık 200 milyar dolar tutarındaki sorunlu varlığı geçici şekilde kendi bilançosuna aktarır, hem şirketlerin bilançolarını temizlemeyi hem de piyasadaki likiditeyi Hazine kağıdı vererek dolaylı yoldan artırmayı öngörmüştür (BDDK, 2008: 76).

FED, TSLF'ye ek olarak 30 Temmuz 2008'de fon piyasalarında çeyrek sonlarındaki gibi yükselen stres dönemlerinde likiditeye erişimi kolaylaştırmaya TSLF Opsiyon Programını (TOP) ilan etti (Levy Economics Institute, 2011: 14). Böylece o dönemde TSLF'ye ek likidite sağlanmış oluyordu. FED 25 Haziran 2009'da finansal koşullardaki iyileşmeye bağlı olarak son aylarda TOP ihalelerinde güçsüz talep geldiğini ve görünüşe göre bu programı kaldıracağını beyan etmiş ve Eylül 2009'da bu programı kaldırmıştır (FED, 2009c:1).

Aslında FED, 1970'lerden itibaren Hazine kağıtlarını piyasa yapıcılara gecelik vadede borç vermekteydi. TSLF uygulaması mevcut menkul kıymet borç verme programını dört açıdan revize etmiştir. İlk olarak mevcut program gecelik vadede borç vermekte iken TSLF 28 günlük bir vadede borç vermekte; ikinci olarak TSLF'ye kabul edilen teminat kapsamı son derece genişletilmekte böylece daha riskli kıymetler de portföye dâhil edilmiş bulunmakta; üçüncü olarak ise olağan dönemlerde günlük olarak düzenlenen borç verme operasyonu TSLF'de haftada bir kez şeklinde uygulanmakta, son olarak da FED'in bu kapsamda verdiği kredi miktarı 200 milyar ABD doları tutarına kadar olabilmektedir (Koçyiğit, 2009: 107).

FED 25 Haziran 2009'da finansal piyasalarda koşullarda son aylarda iyileşme olduğunu fakat birçok alanda piyasa işleyişinin zayıflamış kaldığını ve bir süre için gergin olmaya olası görüldüğünü söyleyerek finansal istikrarı ve hane-halkına ve iş dünyasına kredi akışını desteklemek için aralarında TSLF'nin de bulunduğu birçok borç verme olağının süresini 1 Şubat 2010'a kadar uzattığını açıklamıştır (FED, 2009c: 1). 1 Şubat 2010'da ise finansal piyasalardaki işleyişteki iyileşmenin ışığında TSLF dâhil olmak üzere birçok verme olanağını sonlandırmıştır (FED, 2010b: 1).

TSLF programı TAF gibi, FED bilançosunun büyüklüğünü değil sadece kompozisyonunu değiştirmiştir. FED, TSLF programı ile piyasaya 1 trilyon 940 milyar dolar ve TOP ile ise 62,3 milyar dolar borç vermiş ya da başka bir deyişle bu iki programla yaklaşık 2 trilyon dolarlık hazine kağıdı vermiştir. Bütün menkul kıymet borçlarının zamanında faiziyle bu program koşullarına göre geri ödendiği açıklanmıştır (Levy Economics Institute, 2011: 15). Ayrıca Fleming, Hrungr ve Keane (2009), bu uygulamanın özellikle de ilk ihale sonrasında Hazine repo faiz oranında çok ciddi artışa yol açarak tekrar federal fon faiz oranı seviyesine¹⁰ yükselmesini sağladığını ifade

¹⁰ Hazine repo faiz oranı; Bir borçlanıcının ABD hazine menkul kıymetini teminat göstererek borçlandığı faiz oranıdır. Federal fon oranı ise; Bir bankanın Fed üzerinden diğer bankalardan gecelik borç alma oranıdır. Bu piyasa teminatsız piyasadır. Finansal gerginliğin olmadığı zamanlarda hazine

ederek son derece etkili bulmuşlardır. FED'in hazine menkul kıymetleri karşılığında aldığı teminatların faiz oranlarında ise düşüş beklentisi ilk ihale sonrası gerçekleşmemiştir. Bununla birlikte İlk ihaleden sonraki ihaleler sonrasında faiz oranlarındaki oynamalar oldukça küçüktür (Fleming vd. 2009: 9). Yine Fleming, Hrungr ve Keane (2010), her ek bir milyar dolarlık TSLF'nin federal fon oranı ile Hazine repo faiz oranı arasındaki fark %1'ken Hazine repo faiz oranındaki 0,6 baz puanlık artışa yol açtığını bularak ekonometrik olarak da TSLF'nin etkinliğini test etmişlerdir (Fleming vd. 2010: 19).

4.2.1.3.(2).(d). Piyasa Yapıcısı Kredi Kolaylığı (PDCF)

FED, 16 Mart 2008 tarihinde temelde “piyasa yapıcıları için reeskont penceresi olarak işleyen” piyasa yapıcısı kredi kolaylığı (PDCF) uygulamasını oluşturmak üzere New York FED'e yetki verdiğini açıklamıştır. PDCF, piyasa yapıcılarına belirlenmiş teminatlara karşılık gecelik fonlama sağlamaya ve bu şekilde finansal sistemin işlerliliğini arttırmaya yönelik yeni bir uygulamaydı (BDDK, 2008: 74). Bu olanağın yürürlüğe girmesinin ilk nedeni; bir piyasa yapıcısı olan Bear Stearns'ün likidite sıkışıklığı nedeniyle yaşadığı sorun FED'i piyasa yapıcılara ilave likidite olanağı sunarak piyasa yapıcıların fon bulma sıkıntısını gidermeye yöneltmiştir. İkinci neden ise; Bear Stearns'ün iflasa yakın durumunun sonrasında repo piyasaları ve ABD'nin diğer fon piyasalarında şiddetlenen bozulmayı engellemektir.

17 Mart 2008'de başlayan uygulamanın minimum altı ay süresince yürürlükte kalması hedeflenmekteydi. Ancak piyasa koşulları gerektirdiği takdirde uygulama süresinin uzatılabileceği FED tarafından duyurulmuştur (FED, 2008f: 1). İlk başta teminatlar yatırım dereceli menkul kıymetler olarak sınırlandırılmıştı. 2008 Eylül ayında derinleşen finansal çalkantı zamanında ise özel sektör repo işlemlerinde genelde kullanılan bütün menkul kıymet çeşitleri olarak genişletildi (Levy Economics Institute, 2011: 18). Böylece teminat kapsamı reeskont kredisiyle benzer olmuş, oldukça geniş kapsamlı olmuştur. PDCF kapsamında verilen kredilerin vadesi gecelikti fakat alınan krediler 120 güne kadar yenilenebilmekte dolayısıyla PDCF 120 güne kadar borçlanma imkânı sağlamaktadır. PDCF faiz oranı ise birincil kredi oranı ile aynı olmakta fakat her kuruluş tüm PDCF kullanımlarında 45 günden fazla kullanımda kullanım sıklığına göre ilave bir ücrete tabidir.

Programın hedef kitlesinin piyasa yapıcılarının seçilmesinin sebebi ise, söz konusu kuruluşların hem FED'in açık piyasa işlemleri yoluyla para politikasını yürütmesinde hem de Hazine'nin borçlanmasında önemli bir role sahip olmaları, hem de menkul kıymetler piyasasındaki diğer katılımcılara da finansman sağlamaları dolayısıyla finansal sistemin tümü için taşıdıkları önemdir (BDDK, 2008: 74).

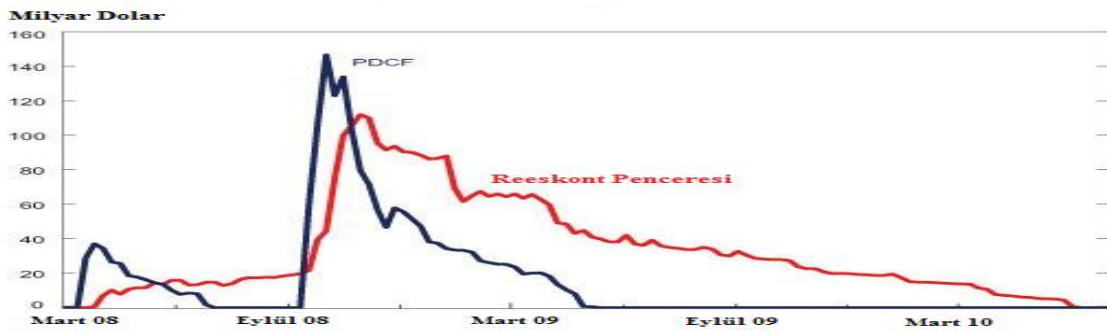
Bir piyasa yapıcısı olan yatırım bankası Bear Stearns'ın yaşadığı sorun sonrası yürürlüğe giren PDCF'nin diğer uygulamalardan bazı farkları bulunmaktadır. Vadeli ihale kolaylığı (TAF) mevduat kuruluşlarına ihaleyle genelde 2 haftada bir ve yine genelde 28 ve 84 gün vadeli olarak sabit tutarda borçlanma imkânı sunmakta, vadeli menkul kıymet borç verme kolaylığı (TSLF) piyasa yapıcılarına ihaleyle haftada bir 28

repo faiz oranı federal fon oranının 5 yada 10 baz puan altındadır. Ancak 2008 küresel krizinin başlamasıyla finansal kuruluşlar ABD hazine bonolarını ellerinde tutmaya başlayınca, hazine repo piyasasında çok ciddi aksama başlamış, bunun sonucunda hazine repo faiz oranları çok ciddi düşmüş ve 2008 Şubat sonunda aradaki fark 105 baz puana çıkmıştır. Bear Stearn'ün likidite sıkıntısı nedeniyle yaşadığı sorun, 14 Marttan sonra finansal gerginliği artırmış ve 19 Mart 2008'de ise aradaki fark 205 baz puana çıkmıştır (Cecchetti, 2008: 10-11).

gün vadeli olarak sabit tutarda Hazine menkul kıymetlerinin belirlenen uygun teminatlar karşılığında borç verildiği bir uygulama iken, piyasa yapıcılığı kredi kolaylığı (PDCF) ise, piyasa yapımcılarına günlük, birincil kredi faiz oranından 120 güne kadar ve teminatları kadarıyla borçlanma imkânı sağlamaktadır. PDCF'nin vadesinin 120 gün olması, kullanılma sıklığına göre ilave bir ücrete tabi olması ve sadece piyasa yapımcılara tanınması bakımından reeskont penceresi altında yer alan birincil kredi uygulamasından farklılaşmaktadır (Koçyiğit, 2009: 100).

FED, 30 Temmuz 2008 tarihinde finansal piyasalarda devam eden kırılğan koşulların ışığında PDCF ve TSLF'ı 30 Ocak 2009'a kadar uzatmıştır. 2 Aralık 2008 ve 3 Şubat 2009 tarihlerinde ise bu iki olanağı finansal piyasalarda devam eden gerginlikler ışığında sırasıyla 30 Nisan 2009 ve 30 Ekim 2009'a kadar uzattığını açıklamıştır. 25 Haziran 2009'da ise, finansal piyasalardaki koşullar oldukça kırılğanken, PDCF altında ödenmemiş borç kalmamasına rağmen (Mayıs 2009 ortasından itibaren PDCF kullanımı sıfıra inmişti), piyasa yapımcılarına yedek likidite olanağı olarak PDCF sağlamaya devam edilmesinin uygun olduğuna inandıklarını söyleyerek, PDCF uygulamasını birçok likidite programıyla birlikte 1 Şubat 2010'a kadar uzattığını açıklamıştır (FED, 2009c: 2). 1 Şubat 2010'da ise finansal piyasalardaki işleyişteki iyileşmenin ışığında PDCF dâhil olmak üzere birçok verme olanağını sonlandırmıştır (FED, 2010b: 1).

FED, PDCF altında Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch ve Citigroup'un İngiltere tabanlı bağlı kuruluşlarına da borç vermiştir. FED, PDCF programı ile piyasaya yaklaşık 8,9 trilyon dolar borç vermiştir (Levy Economics Institute, 2011: 18). PDCF'nin kullanımı Nisan 2008'de 40 milyar dolara çıkmış takip eden aylarda azalmış ve Bear Stearns'ün 2008 Haziranda JP Morgan Chase tarafından alınmasının tamamlanmasıyla önemli ölçüde azalıp temmuzda da sıfıra inse de bu olanak FED'in 14 Eylül 2008'de teminat kapsamını genişletmesi ve Lehman Brothers'ın 15 Eylül'deki çöküşüyle çok ciddi yükselmiştir. 17 Eylül'de yaklaşık 60 milyar dolar olan PDCF kullanımı 29 Eylül 2008'de 156 milyar dolarla zirveyi görmüştür (Şekil 4.11). PDCF Lehman Brothers'ın iflası zamanında piyasa yapımcıları için ne kadar önemli olduğunu ispatlamıştır. Lehman'ın iflas etmesinin sonucu olarak diğer piyasa yapımcıları sermaye piyasalarından fon edinmede ciddi zorluklarla karşılaşmışlardır. Çünkü borç verenler kabul ettikleri teminatlarda çok daha seçici olmalarının yanı sıra çok daha yüksek faiz istemişlerdir. Fon piyasalarındaki iyileşmenin ışığında piyasa yapımcılarının piyasadan buldukları finansman FED'in onlara sağladığından daha ucuz olmuş. Böylece PDCF kullanımı azalmış ve 2009 Mayısın ortasında sıfıra inmiştir (Adrian vd., 2009: 7-9).



Şekil 4.11. Reeskont Penceresi ve Piyasa Yapıcısı Kredi Kolaylığı (PDCF) kullanımı (Milyar dolar),(2008 Mart-2010 Haziran) (Federal Reserve Bank of New York, 2012: 2).

Adrian, Burke ve McAndrews (2009) PDCF'nin repo ve diğer fon piyasalarının işleyişindeki iyileşmeye etkisine bakmak için piyasa yapımcılarının CDS primlerinin iyi bir gösterge olacağını ve PDCF'nin yaratılışını takip eden üç ayda bu kuruluşların CDS primlerinde kayda değer şekilde düşüş olduğunu belirtmişlerdir. Dolayısıyla programı bu konuda etkili bulmuşlardır (Adrian vd. 2009: 7). Bunun nedeni borç verenlerin piyasa yapımcılarının piyasada fon bulmakta zorlandığında FED'den borç alarak kendilerine olan repo ödemelerine yapacaklarına olan güven artışıdır. Yine krizin derinleştiği zamanda da bu programın en önemli katkısı piyasa yapımcılarının fon piyasaları yerine FED'den borçlanarak bu piyasalara olan talebi kesmesidir.

Ayrıca PDCF'in piyasa yapımcılarına yedek likidite olanağı olarak sunulmasıyla bunun ahlaki tehlikeyi artıracığı endişesini FED piyasa yapımcılarının denetimini SEC (ABD Sermeye Piyasası düzenleme kurulu) ile paylaşarak ve bu şirketleri birlikte yakından izleyerek boşa çıkarmıştır.

4.2.1.3.(2).(e). Varlığa Dayalı Finansman Bonusu Para Piyasası Yatırım Fonu Likidite Olanağı (AMLF)

FED, 19 Eylül 2008 tarihinde Amerikan mevduat kuruluşlarına, grubunda banka bulunduran holding şirketlerine (ABD'deki ana şirkete veya bu şirketin ABD'deki bağlı kuruluşlarına) ve yabancı bankaların ABD'deki şubelerine para piyasası yatırım fonlarından yüksek kalitede varlığa dayalı finansman bonusu (ABCP) satın almalarını finanse etmek amacıyla varlığa dayalı finansman bonusu para piyasası yatırım fonu likidite olanağı (AMLF) ile kredi vereceğini açıklamıştır. Bu olanağın amaçları; özellikle Lehman'ın iflası sonrasında ciddi para çekişleriyle karşılaşan para piyasası yatırım fonlarına yardımcı olmak ve özelde varlığa dayalı finansman bonusu piyasasındaki geneldeyse para piyasasındaki likiditeyi artırmaktır. 22 Eylül 2008'de başlayan uygulamanın FED tarafından uzatılmazsa 30 Ocak 2009'da son verileceği açıklanmıştır (FED, 2008g: 1).

Finansal kriz boyunca para piyasası yatırım fonları yatırımcılar tarafından önemli seviyede fon çekimleriyle karşılaşmış ve bu çekimleri karşılamak için likit olmayan piyasalarda varlık satışında talep bulmakta zorlanmışlardır (FED, 15.05.2014, www.federalreserve.gov). Bu da varlık fiyatlarında düşüslere yol açmıştır. Bu kurumlar finansal krizin en derinleştiği Lehman Brothers krizi zamanında, 15 Eylül haftasında 349 milyar dolar, sonraki 3 haftadaysa haftalık 85 milyar dolarlık çıkışlarla karşılaşmışlardır. Lehman krizinden hemen sonra AMLF yaratılması bu fonların varlıklarını paraya çevirmesini erken davranıp önlemeye ve dolayısıyla varlık fiyatlarında ilave fiyat düşüşünü engellemeye yönelik bir girişimdi (Levy Economics Institute, 2011: 21-22). Buna göre para piyasası yatırım fonları yatırımcıların geri ödemelerini karşılamak amacıyla varlığa dayalı finansman bonusu tuttuğundan, AMLF para piyasası yatırım fonlarının satmayı aradığı varlığa dayalı finansman bonusu için piyasa sağlamaya tasarlanmıştır. AMLF altında borç alanlar varlığa dayalı finansman bonolarını para piyasası yatırım fonlarından almaya finansman kullandılar. Bundan dolayı borç alanlar para piyasası yatırım fonlarına likidite sağlamaya kanallar sunmuş ve para piyasası yatırım fonları AMLF'nin başlıca yararlananları olmuştur (FED, 15.05.2014, www.federalreserve.gov).

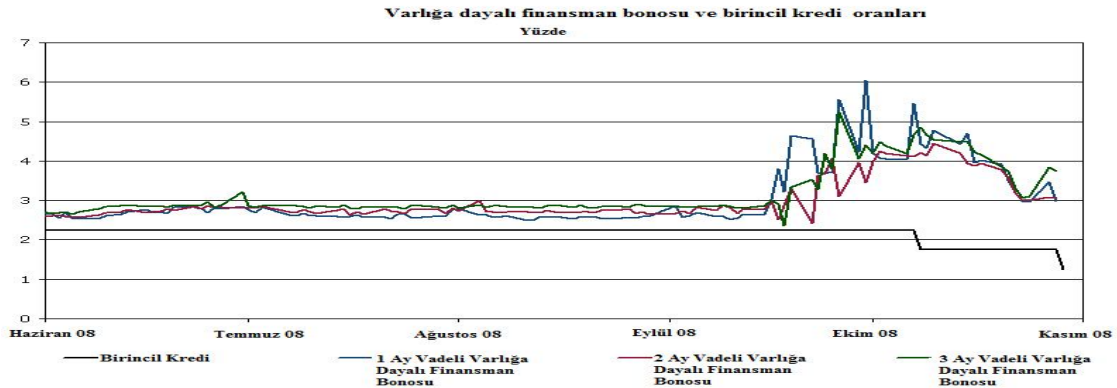
AMLF borçlarının tamamı AMLF borçluları tarafından alınan varlığa dayalı finansman bonusuyla teminatlandırılmıştır (FED, 15.05.2014, www.federalreserve.gov). Bu olanak altında borçlara birincil kredi oranına eşit faiz oranı uygulanır. Bu oran borç dönemi boyunca sabittir. AMLF kapsamında kredi kullanan mevduat kuruluşlarının

gecelik ila 120 gün arasındaki vadelerde, mevduat kuruluşları dışındaki borç alıcıları için ise gecelik ila 270 gün arasındaki vadelerde kredi kullanılması söz konusu olmaktadır (Koçyiğit, 2009: 101).

FED, 2 Aralık 2008 ve 3 Şubat 2009 tarihlerinde AMLF'yi finansal piyasalarda devam eden gerginlikler ışığında diğer birçok likidite programı gibi sırasıyla 30 Nisan 2009 ve 30 Ekim 2009'a kadar uzattığını açıklamıştır. 25 Haziran 2009'da ise, piyasa koşullarındaki iyileşmeyle AMLF'nin kullanımının epeyce azaldığını bununla birlikte piyasa koşullarındaki devam eden oldukça kırılmalıya göre Federal Sistem Yönetim Kurulu'nun AMLF'yi 1 Şubat 2010'a kadar uzattığını açıklamıştır. Ayrıca FED aynı tarihte, AMLF'nin para piyasası yatırım fonlarına geçici likidite yedeği sağlanması olarak belirlenmiş amacına uygun kullanılmasını sağlamak için para piyasası yatırım fonlarına maddi çıkış eşiği koymuştur. Buna göre bir para piyasası yatırım fonu varlığa dayalı finansman bonusu satmadan önce, bir günde net varlıklarının en az %5'i ya da 5 iş günü öncesinde net varlıklarının en az %10'u kadar para çıkışı yaşmalıdır (FED, 2009c: 2). 1 Şubat 2010'da ise finansal piyasalardaki işleyişteki iyileşmenin ışığında AMLF dâhil olmak üzere birçok verme olanağını sonlandırmıştır (FED, 2010b: 1).

FED, AMLF kapsamında 217 milyar dolar borç verdi. Bu program başladığında ilk 10 günde 150 milyar dolar borç verilmiştir. Haftalık borç verilen miktar 25 Eylül 2008'de 89 milyar dolar, vadesi gelmemiş borç ise 2 Ekim 2008'de 152 milyar dolarla zirveyi görmüştür. J.P Morgan Chase ve State Street Bank'ın AMLF'den kullandığı kredi AMLF toplam borçlarının yüzde 92'sini oluşturmuştur. Bütün borçların zamanında faiziyle bu program koşullarına göre geri ödendiği açıklanmıştır (Levy Economics Institute, 2011: 22-23).

Duygan-Bump vd. (2010) yaptıkları ekonometrik çalışmada AMLF'nin iki amacına karşı da etkili olduğunu; para piyasası yatırım fonlarından varlık çıkışını dengelemeye yardım ettiğini ve varlığa dayalı finansman bonusu piyasasındaki likiditeyi düzelttiğini bulmuşlardır. Bu olanağın AMLF'ye uygun varlığa dayalı finansman bonusunun getirilerini uygun olmayan finansman bonolarına göre kayda değer şekilde düşürdüğünü, bunun da 78 baz puan olduğunu göstermişlerdir. Ayrıca bu olanağın para piyasası yatırım fonlarının hazine menkul kıymetleri gibi daha güvenli varlıklara dönmek yerine varlığa dayalı finansman bonusu yatırımlarına devam etmesine yardım etmesinin oldukça olası olduğunu bulmuşlardır (Duygan-Bump vd., 2010: 1-23)



Şekil 4.12. Varlığa dayalı finansman bonusu ve birincil kredi oranları (Ocak 2008-Kasım 2008, %) (Macroblog, 16.05.2014, www.macroblog.typepad.com)

Şekil 4.12. AMLF kredisine uygun kurumların neden AMLF kredisi kullanıp para piyasası yatırım fonlarından varlığa dayalı finansman bonusu aldıkları için iyi bir

fikir verecektir. Görüldüğü üzere kuruluşlar böyle yaparak önemli seviyelerde arbitraj geliri elde etmektedir.

4.2.1.3.(2).(f). Finansman Bonusu Fonlama Kolaylığı (CPFF)

Lehman Brothers'ın iflasının hemen sonrasında AMLF yaratılması para piyasası yatırım fonlarının ve diğer yatırımcıların varlığa dayalı finansman bonosundan daha güvenli olan hazine bonoları gibi varlıklara geçişlerine engel olamamıştır. Karşı taraf kredi riski hakkındaki belirsizlik ve kendilerinin sık sık likidite baskılarıyla karşılaşmaları yatırımcıların varlığa dayalı dâhil olmak üzere finansman bonusu piyasasından çıkmalarına ve finansman bonusu satın almaya giderek isteksiz (az eğilimli) olmalarına neden olmuştur. Böylece finansman bonusu piyasası Lehman'ın batışını takip eden haftalarda epeyce gerginlik altında olmuştur. Sonuç olarak piyasadaki mevcut finansman bonusu seviyesi azalmış, özellikle uzun vadeli finansman bonusu faiz oranları belirgin şekilde artmış ve mevcut finansman bonolarının giderek yüksek oranı her gün yeniden finanse edilmeye ihtiyaç duymuştur. Krediyeye erişebilirliğin böyle sınırlanması ekonomik krizin kritik dönemi boyunca iş dünyası ve hanehalkı için kredi edinmeyi daha zor yapmıştır (FED, 22.05.2014, www.federalreserve.gov).

Bu gelişmeler sonucunda FED 7 Ekim 2008'de, Amerikalı finansman bonusu ihraççılara likidite yedeği sağlamaya finansman bonusu fonlama kolaylığını (CPFF) yarattığını ilan etti. CPFF'nin amacı; finansman bonusu ihraççılara likidite yedeği sağlanmasıyla finansman bonusu piyasasındaki geçici likidite bozulmalarını iyileştirmek ve böylece iş dünyası ve hanehalkı için daha fazla kredinin ulaşabilirliğine katkıda bulunmaktır. CPFF 27 Ekim 2008'de uygulanmaya başlamıştır.

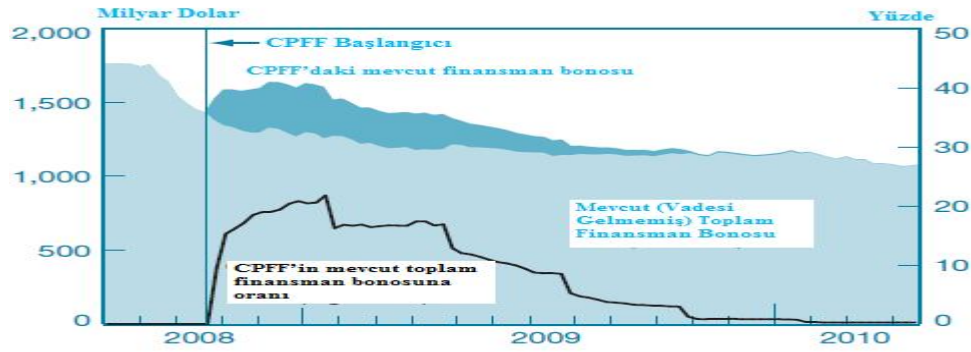
CPFF uygulamasında, Federal Rezerv kanunu madde 13/3'e göre yetkilendirilmiş özel amaçlı bir şirket (SPV) söz konusudur. New York FED, SPV'ye kredi vermeyi üstlenmiştir (Federal Reserve Bank of New York, 2008: 1). SPV'ye sadece Amerikalı ya da yabancı ortağı bulunan Amerikalı ihraççılar, New York FED piyasa yapıcılarının aracılığıyla yüksek dereceli (reyting) , dolar üzerinden çıkarılan, üç ay vadeli teminatsız ve varlığa dayalı finansman bonusu satabileceklerdir. Her bir ihraççının SPV'ye satabileceği finansman bonusu tutarına bir sınır getirilmiştir. Bu sınırlamaya göre bir ihraççı 1 Ocak ila 31 Ağustos 2008 arasında herhangi bir gündeki vadesi dolmamış finansman bonosunun en yüksek tutarından fazla bir tutarda finansman bonosunu SPV'ye satamamaktadır. CPFF uygulamasının Guvernörler Kurulu aksi bir karar vermediği sürece 30 Nisan 2009'a kadar yürürlükte olacağı açıklanmıştır (Federal Reserve Bank of New York, 2008: 1).

CPFF uygulamasından yararlanmak isteyen kuruluş, SPV'ye satabileceği (ihraç edebileceği) maksimum tutardaki finansman bonosunun yüzde 0,1'ini (10 Baz puan) kayıt ücreti olarak ödemeliydi. Ayrıca kuruluş tablo 4.5.'deki ücret ve faiz oranlarına katlanmakta, böylece CPFF uygulamasının toplam maliyeti oluşmaktadır. FED, kredi riskini yönetmek adına bu ücretleri almaktadır.

Tablo 4.5. Finansman Bonosu Türlerine Göre Faiz Oranları ve Ücretler (Federal Reserve Bank of New York, 2008: 1).

<i>Oranlar ve Ücretler</i>	<i>Teminatsız Finansman Bonosu</i>	<i>Varlığa Dayalı Finansman Bonosu</i>
Borçlanma faizi oranı	3 aylık OIS+ 100 Baz puan	3 Aylık OIS+300 Baz puan
Teminatsız kredi ek ücreti	100 Baz puan	yoktur

FED, 3 Şubat 2009 tarihinde diğer birçok likidite programı gibi CPFF'yi de finansal piyasalarda devam eden gerginlikler ışığında 30 Ekim 2009'a kadar uzattığını açıklamıştır. 25 Haziran 2009'da ise, piyasa koşullarının (iyileşmiş fakat kolay kırılabilir) Amerikan iş dünyasının kısa vadeli finansmana erişimini sağlama almaya yardım etmek adına CPFF'in 1 Şubat 2010'a kadar uzamasına neden olduğunu açıklamıştır. Ayrıca aynı tarihte piyasalar iyileşirken birçok borç alan için, CPFF'deki faiz oranları seviyelerinin giderek cazibesini yitirdiğini ve bundan dolayı CPFF'nin kullanımının gittikçe azaldığını belirtmiştir. Bu durumda CPFF'de herhangi bir değişikliğin gerekli olmadığına karar verdiğini açıklamıştır (FED, 2009c: 2). 1 Şubat 2010'da ise finansal piyasalardaki işleyişteki iyileşmenin ışığında CPFF dâhil olmak üzere birçok verme olanağını sonlandırmıştır (FED, 2010b: 1).



Şekil 4.13. Mevcut (Vadesi Gelmemiş) Toplam Finansman Bonosu (milyar dolar, sol eksen), CPFF'deki mevcut finansman bonosu (milyar dolar, sol eksen) ve mevcut CPFF'in mevcut toplam finansman bonosuna oranı (% , sağ eksen) (2008 Ağustos-2010 Nisan) (Kimbrough vd., 2011: 36).

FED CPFF programı altında toplamda 737 milyar dolar borç vermiştir (Levy Economics Institute, 2011: 24). Şekil 4.13.'de görüldüğü gibi bu olanağın uygulanmasını takip eden ilk 3 ayda CPFF'deki mevcut bono seviyesi hızla yükselmiştir. CPFF programı altında borç verilen miktar ilk haftada 144 milyar dolarla zirveyi görmüş sonra bu kullanım düşse de program altındaki mevcut bono seviyesi yükselmiş ve 22 Ocak 2009'da programdaki mevcut finansman bonosu seviyesi yaklaşık 350 milyar dolarla zirveyi görmüştür. Bu dönemdeki yoğun şekilde CPFF kullanımının sebebi CPFF'deki faiz oranlarının (ek ücretler dâhil bakıldığında) ortalama piyasa faiz oranlarının oldukça altında olmasıdır. 2009 yılı boyunca ortalama finansman bonosu oranlarının düşmesiyle de CPFF kullanımı ve CPFF'deki mevcut finansman bonosu seviyesi azalmıştır (Kimbrough vd., 2011: 35).

CPFF'in finansman bonosu piyasasında dengeleyici etkisi olduğunu şekil 4.13.'de görülmektedir. Mevcut CPFF'in mevcut toplam finansman bonosuna oranı 2009 Ocakta yüzde 20'den daha fazlayla zirvedeydi (Kimbrough vd., 2011: 35-36). Bu bize olanağın o dönemdeki finansman bonosu ihraçlarının önemli bir kısmını finanse

ettiğini göstermektedir. Dolayısıyla CPFF uygulaması ortaya çıkışıyla mevcut (vadesi gelmemiş) toplam finansman bonusu miktarındaki çok ciddi düşüşü frenleyebilmiş, finansman bonosuna piyasada bulunmayan talebi sağlamıştır. 1 Şubat 2010'da program bitmeden önce ise mevcut CPFF mevcut toplam finansman bonosunun sadece yüzde 1'ini temsil etmekteydi (Kimbrough vd., 2011: 35-36). Mevcut toplam finansman bonusu hacminde değişim olmadığını da görerek, program biterken ve bittiğinde ihraççıların finansman bonosuna piyasada rahatlıkla talep bulabildikleri denilebilir. Bu oranlar CPFF'nin amacına ulaştığının, en önemli göstergesidir.

Aynı zamanda CPFF uygulamasının yarattığı talep finansman bonusu oranlarında düşüşü bir arada getirmiştir. Bu düşüşte elbette farklı nedenlerde olsa bu programın da önemli katkısı olduğu düşünülmektedir (Kimbrough vd., 2011: 36). CPFF Lehman Brother's krizinden sonra finansman bonusu ile hazine bonusu arasındaki artan farkın azalmasına yardım etmiştir (Federal Reserve Bank of Dallas, 2011: 25). FED'in ihraç edilen finansman bonolarına yarattığı talebin gerek ihraççıların mevcut finansman bonolarını yeniden finanse etmede sıkıntı yaşamayacakları dolayısıyla yatırımcılara verecekleri borçların ödenebileceği düşüncesi vermesi gerekse de yarattığı taleple faiz oranlarının düşmesi beklentisini yaratmasıyla CPFF yatırımcıların piyasada borç vermeye devam etmesi konusunda cesaretlendirmiştir.

4.2.1.3.(2).(g). Para Piyasası Yatırımcısını Fonlama Kolaylığı (MMIFF)

FED 21 Ekim 2008'de, 19 Eylül 2008'de ilan edilen AMLF ve 7 Ekim 2008'de ilan edilen CPFF uygulamalarını tamamlayıcı nitelikte olan para piyasası yatırımcısını fonlama kolaylığını (MMIFF) oluşturduğunu ilan etti. Bu 3 olanakda genel olarak kısa vadeli borç piyasalarındaki likiditeyi düzeltmeyi ve böylece kredinin ulaşabilirliğini artırmayı amaçlamıştır (FED, 2008h: 1). MMIFF 24 Kasım 2008'de uygulanmaya başlamıştır.

MMIFF uygulamasında New York FED, özel sektör tarafından kurulmuş bir dizi (5 tane) özel amaçlı şirkete (SPVs) kredi olanağı sağlamaktadır. Her bir SPV'nin uygun para piyasası yatırımcılarından MMIFF finansmanını kullanarak ve varlığa dayalı finansman bonusu ihraç ederek uygun para piyasası araçlarını satın alacağı açıklanmıştır (Federal Reserve Bank of New York, 2009: 1). Böylece ikincil piyasada para piyasası yatırım araçlarının satışı kolaylaşacaktır. FED bu olanakda alım yapılan yatırımcı kuruluşları başlangıçta sadece para piyasası yatırım fonlarıyla sınırlamıştır. Dolayısıyla FED, başlangıçta temelde para piyasası yatırım fonlarının yatırımcılarının geri çıkış isteklerini karşılama kabiliyetlerini ve para piyasası yatırımcılarının özellikle gecelikten daha uzun vadeli para piyasası araçlarına yatırım yapma isteklerini artırmaya bu olanağa girişmiştir (FED, 26.05.2014, www.federalreserve.gov). İyileşen finansal koşullar ise bankaların ve diğer finansal aracılardan hane halkı ve iş dünyasının kredi ihtiyaçlarını karşılama olanaklarını artıracaktır (FED, 2008h: 1). Uygun varlıklar, dolar üzerinden çıkarılan, yüksek dereceli, vadesine 7 günden fazla ve 90 günden az kalmış mevduat sertifikaları ve finansman bonolarıdır.

SPV'ler bu varlıkları itfa edilmiş maliyetten (etkin faiz oranı kullanılır) satın alacaklar ve vadesine kadar tutacaklardır. Varlıkların getirileri birincil kredi oranından en az 60 Baz puan yüksek olmalıdır. Bunun nedeni FED'in SPV'leri birincil kredi oranından fonlamasıdır. Her bir SPV toplamda maksimum 600 milyar dolar tutarında varlık satın alabilmekte ve FED bunun yüzde 90'ını yani 540 milyar dolarını finanse etmektedir. Geri kalan yüzde 10 ise varlığa dayalı finansman bonusu ihracıyla

karşılanmaktadır. SPV'ye satılacak her bir varlık minimum 250 bin dolar hacminde olmalıdır (Federal Reserve Bank of New York, 2009: 1).

FED 7 Ocak 2009'da, MMIFF'daki katılıma uygun kuruluşların ABD para piyasası yatırım fonlarından bazı yerel hükümet yatırım fonları, toplu yatırım fonları gibi birkaç diğer para piyasası yatırımcısını dâhil edecek şekilde genişletmiştir (FED, 2009d:1). 3 Şubat 2009 tarihinde ise diğer birçok likidite programı gibi MMIFF'yi de finansal piyasalarda devam eden gerginlikler ışığında 30 Ekim 2009'a kadar uzattığını açıklamıştır. 25 Haziran 2009'da ise diğer programları uzatırken, MMIFF'nin uzamasına gerekli olmadığını belirtmiştir (FED, 2009c: 2). Bunun nedeni bu likidite desteğinin hiç kullanılmamasıdır. Program 30 Ekim 2009'da bitmiş ve bu olanaktan herhangi bir borç verilmediği açıklanmıştır (FED,26.05.2014, www.federalreserve.gov).

4.2.1.3.(2).(h). Vadeli Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Kredi Kolaylığı (TALF)

Varlığa dayalı menkul kıymetler (ABS) piyasasında yeni ihraçlar Eylül 2008'de çok hızlı bir şekilde azalmış, Ekim 2008'de ise durma noktasına gelmiştir. AAA dereceli ABS'lerde faiz oranları yüksek risk primlerinden dolayı tarihinde görülmemiş seviyelere yükselmiştir. ABS piyasası tüketici kredilerinin ve küçük işletme yönetimlerinde (SBA) garanti edilen kredilerin önemli bir kısmını fonladığından, bu piyasalardaki bozulma hane halkı ve küçük işletmelere sunulan kredi olanaklarını ciddi anlamda sınırlamıştır. ABS piyasasındaki bu bozulma ABD ekonomisinin daha da zayıflamasına neden olmuştur. FED, tüketici ve küçük işletme kredilerine dayalı ABS ihraçını daha normal faiz oranlarında kolaylaştırarak, tüketici ve küçük işletme kredilerinin ulaşılabilirliğini arttırmaya ve ekonomiyi canlandırmaya vadeli varlığa dayalı menkul kıymet kredi kolaylığını (TALF) oluşturduğunu 25 Kasım 2008 tarihinde duyurmuştur (FED, 2008i: 1).

Bu kredi kapsamında New York FED, 200 milyar ABD dolarına kadar olan kredi imkânını bir yıl vadeli olarak son zamanlarda verilmiş eğitim, otomobil, kredi kartı ve küçük işletme idareleri tarafından garanti edilmiş küçük işletme kredilerine dayalı, AAA dereceli, yeni ihraç edilmiş ABS'leri ellerinde tutanlara kullanılabileceğini açıklamıştır. ABD Hazine Bakanlığı New York FED'e bu programla bağlantılı olarak Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programı (TARP) kapsamında 20 milyar dolarlık kredi koruması sağlayacağını açıklamıştır (FED, 2008i: 1). TALF kredilerinin tamamı ABS'lerle teminatlandırılmakta ve her bir TALF kredisinin miktarı teminat olarak gösterilen ABS'nin piyasa değerinden daha azdır. Bu teminatın değerinde bir azalışa karşı ABD hükümetini zarara karşı korur (FED, 06.06. 2014, www.federalreserve.gov). Ayrıca FED tarafından uzatılmazsa programa 31 Aralık 2009'da son verileceği açıklanmıştır (FED, 2009e: 1).

FED, TALF kapsamında krediyi aylık bazda sunmaktadır. Her ayın belirli bir günü TALF kapsamında kredi kullanmak isteyenler uygun ABS'leri teminat göstermek suretiyle istedikleri miktarda krediyi, kredi türlerine göre belirlenen sabit ya da değişken faiz oranından talep etmektedirler. New York FED'in TALF kapsamında kredi talebini, kısmen ya da tamamen geri çevirme imkânı bulunmaktadır (Koçyiğit, 2009: 104). TALF programı 25 Kasım 2008'de oluşturulsa da borç verme işlemleri 3 Mart 2009'da başlamıştır. Bu tarihe kadar koşullar revize edilmiştir.

FED, 19 Aralık 2008'de TALF kapsamında verilen kredilerin vadesini 1 yıldan 3 yıla çıkardığını açıklamıştır. 10 Şubat 2009'da ise TALF'da kayda değer bir genişleme hazırladıklarını, bu kapsamda TALF'ın hacminin 1 trilyon dolara kadar artırılabilirliğini ve uygun teminatın ticari konut ipoteline dayalı menkul kıymetler

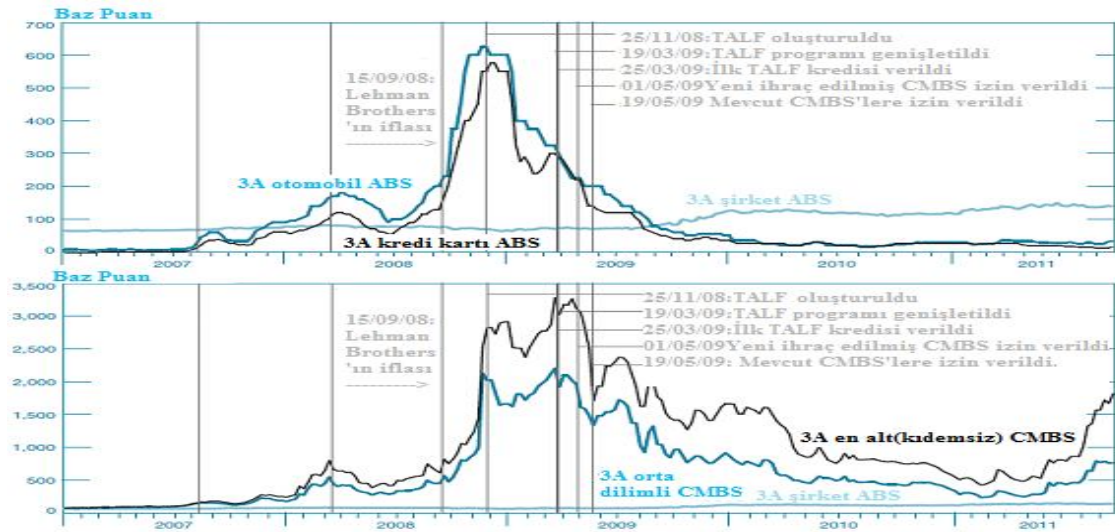
(CMBS), özel etiketli konut ipoteğine dayalı menkul kıymetler ve diğer varlığa dayalı menkul kıymetler gibi yeni ihraç edilmiş AAA dereceli varlığa dayalı menkul kıymetlerin diğer türlerini de kapsayabileceğini açıklamıştır (FED, 2009f: 1). 19 Mart 2009'de ise Nisan fonlamasından itibaren geçerli olmak üzere filo araçlarının kirasına, iş malzemelerinin kirası ya da kredisine dayalı ABS'ler gibi birkaç ABS'yle teminat alınan varlık kapsamını genişletmiştir (FED, 2009g: 1).

FED, 1 Mayıs 2009'da ise Haziran fonlamasından itibaren geçerli olmak üzere yeni ihraç edilmiş ticari gayrimenkul ipoteğine dayalı menkul kıymetler (CMBS) ve sigorta primi finansmanı kredilerine dayalı menkul kıymetlerin de TALF kredisine uygun teminat olacağını açıklamıştır. CMBS'nin TALF kredilerine uygun teminat olarak dâhil edilmesi ticari mülklerin değerinin düşmesini engellemeye yardım edecek, bankaların ticari konut kredilerini artıracak ve hacizli mülklerin satışına olanak verecektir (FED, 2009h: 1). Sigorta primi finansmanı kredilerine dayalı menkul kıymetlerin alımının ise bu kredilerin küçük işletmelere kriz öncesi gibi yüksek miktarda ve düşük faizli verilmesine yardımcı olacağı düşünülmüştür. FED yine bu tarihte Haziran fonlamasından itibaren TALF kapsamında verilen kredilerin vadesini 3 yıldan 5 yıla çıkardığını açıklamıştır. 19 Mayıs 2009'da ise Haziran fonlamasından itibaren geçerli olmak üzere yeni ihraç edilmiş CMBS'lerin yanında 1 Ocak 2009'dan önce ihraç edilmiş olan yüksek dereceli CMBS'lerin de uygun teminat olarak kabul edileceği açıklanarak TALF'ı genişletmeye diğer adım atılmıştır. Böylece mevcut (yeni ihraç edilmemiş) CMBS'lerin piyasasını yeniden oluşturmak ve buna bağlı olarak da banka ve diğer finansal kuruluşların bilanço baskılarını hafifleterek, yeni kredi verilmesi sağlanmaya çalışılmıştır. Ayrıca yeni ihraç edilmiş ve mevcut CMBS'lerin teminat olarak kabul edilmesi için New York FED'in resmi risk değerlendirmesi yapması, belirlenmiş kredi derecelendirme kuruluşlarının en az iki tanesinden AAA notu alması ve bu kuruluşların hiç birinden de AAA'nın altı almaması koşulu da konulmuştur.

FED, 17 Ağustos 2009'de ise finansal piyasalarda son aylarda koşulların epeyce iyileştiğini fakat tüketici ve işletme kredilerine dayalı ABS'ler ve ABS'lerin bir türü olan CMBS piyasasında koşulların hala zayıf olduğunu ve biraz daha böyle kalmasının olası olduğunu açıklamıştır. Buna bağlı olarak da hanehalkı ve firmalara kredi akışını desteklemeye ve ticari konutların finansmanını kolaylaştırmaya yeni ihraç edilmiş ABS ve mevcut CMBS'lerin karşılığında verilen TALF kredilerini 31 Mart 2010, yeni ihraç edilmiş CMBS'ler karşılığında verilenleri ise 30 Haziran 2010'a kadar uzatmıştır (FED, 2009e: 1). Ayrıca, 5 Ekim 2009'da New York FED kredi riskini yönetmeye, bütün teminatlarda kredi derecelendirme kuruluşlarının notlarının yanında kendi resmi risk değerlendirmesini de yapacağını açıklamıştır (FED,2009i:1). Açıklandığı gibi 30 Haziran 2010'da bitirilen TALF programı için Hazine Bakanlığının sağladığı kredi korumasının 20 milyar dolardan 4,3 milyar dolara düşürüldüğü duyurulmuştur. Bunun nedeni program kapatılırsa, o tarihte kalan 43 milyar dolarlık geri ödenmemiş kredi olmasıdır. TALF programında borç verme 30 Haziran 2010'da sonlandırılmasına rağmen, programda vadesi Mart 2015'e kadar olan krediler de vardır.

FED, TALF programı kapsamında 200 milyar dolara kadar kredi verme imkânına sahipken ve bunun 1 trilyon dolara kadar yükseltilmesi düşünülmesine rağmen, piyasaya yaklaşık 71 milyar dolar borç vermiştir. Bu diğer borç verme programlarından belirgin şekilde düşüktür. Özellikle TALF aracılığıyla beklenenden daha düşük borç verme seviyeleri karşısında, ABS ve CMBS piyasalarındaki piyasa koşullarının ve likiditenin 2009'da iyileşmesiye çarpıcıdır. 2008 sonbaharın'da yeni CMBS ve ABS ihraç durma noktasına gelmişti. TALF programının uygulanmaya başlanmasıyla ilk 6 ayda TALF kredilerinin desteğiyle ABS ve CMBS piyasalarında

ihraçlar belki kriz öncesi seviyesine dönmese de ciddi şekilde artmıştır. Bu dönemde toplam ABS ve CMBS ihraçının üçte ikisi TALF kredisine uygun ve bunun çoğunda bu krediyle finanse ediliyordu. Programın sonuna doğru ise toplam ABS ve CMBS ihraçının yarından fazlası TALF kredisi dışında finanse edilmekte ve toplam ihraç hafif düşse de kriz seviyesinin çok çok üstündedir. Dolayısıyla FED'in piyasadan bu varlıkları teminat olarak kredi vermesinin, söz konusu varlıkların piyasasında iyileşmeye yol açarken, diğer yatırımcılarında bu piyasalara girmesine neden olmakta ve belli zaman sonra piyasanın finansmanı daha ucuz olmakta ve TALF direkt destekten daha çok yedek kaynak olarak yürütülmektedir (Ashcraft vd., 2012: 56- 58). Ek olarak ABS ve CMBS piyasalarında 15 Eylül 2008'de Lehman Brothers'ın iflası sonrasında çok yüksek seviyelere çıkan faizlerin TALF'm da etkisiyle 2009 boyunca çok ciddi düştüğü denilebilir (Şekil 4.14.).



Şekil 4.14. Tüketici kredilerine dayalı varlığa dayalı menkul kıymet (ABS) (üstteki şekil) ve Ticari gayrimenkul ipotegine dayalı menkul kıymetler (CMBS) faiz oranları (alttaki şekil) (2007-2011, Baz puan) (Ashcraft vd., 2012: 35).

4.2.1.3.(2).(i). AIG'e Mali Yardım

Kredi genişlemesi aracı içinde son olarak FED'in ABD'nin en büyük sigorta şirketi olan Amerikan Uluslararası Grup (AIG)'a mali yardımda bulunması ve yardımda bulunurken kullandığı araçlara değinilecektir.

2008 Eylül ayında, Lehman Brothers'ın batışından birkaç gün sonra AIG'inde ciddi finansal sorunlar yaşadığı anlaşıldı. AIG subprime konut kredilerine dayalı menkul kıymetlere yatırımlarından ve sattığı CDS'lerden çok ciddi zarar etmişti. AIG'e borç verenler şirketin borçlarını karşılama kapasitesi hakkında endişe duymuş ve finansmana devam etmemişlerdir (CBO, 2010: 31). Konsolide (toplamda) varlığı 1 trilyon dolara yakın olan böyle büyük bir firmanın çöküşü onla işlem yapanların (karşı tarafların) problem yaşamasına ve zaten o dönemde derinleşen krizin daha derinleşmesine sebebiyet verecekti.

FED AIG'e dört ayrı olanak aracılığıyla yardım sağladı. Bunlar; devreden kredi kolaylığı, menkul kıymet borçlanma kolaylığı, Maiden Lane II limited şirketi (LLC) ve Maiden Lane III LLC'dir (CBO, 2010: 31). Tarihsel süreçle bu dört araca değinilecektir.

FED 16 Eylül 2008'de, AIG'e yardım etmeye devreden kredi kolaylığı adını verdiği bir olanak oluşturduğunu ve bu olanak çerçevesinde New York FED'in AIG'e

85 milyar dolara kadar borç vereceğini açıklamıştır. Bu borç AIG'in yükümlülüklerini karşılama ve işinde (sigorta) biraz satış yapabilmesine yardım edecektir. Anlaşmanın bir parçası olarak Amerikan hükümeti şirketin hisselerinin yaklaşık yüzde 80'ini almıştır ve hissedarlara kar payı ödenmesine veto hakkı vardır (CBO, 2010: 31). Kredi 3 aylık Libor artı 850 baz puanından 2 yıl vadeli olarak verilecekti. FED bu olanak kapsamında, 18 Eylül 2008'de 28 milyar dolar, 1 Ekim 2008'de ise toplamda 62 milyar dolar borç verildiğini açıklamıştır (FED, 11.06.2014, www.federalreserve.gov).

AIG'in ek problemlerinin ortaya çıkmasını takiben 8 Ekim 2008'de FED, menkul kıymet borçlanma kolaylığını yarattığını ilan etti. Bu kapsamda New York FED AIG'e yatırım dereceli, sabit gelirli menkul kıymetler karşılığında yaklaşık 38 milyar dolara kadar borç verecektir (CBO, 2010: 31). FED bu olanak kapsamında yaklaşık 20 milyar dolar borç verildiğini açıklamıştır.

10 Kasım 2008'de FED ve Hazine Bakanlığı AIG'e sağlanan finansal desteğin yeniden düzenlendiğini açıklamıştır. Bu yeniden düzenlemenin bir parçası olarak Hazine Bakanlığı, sorunlu varlıkları kurtarma programı (TARP) kapsamında 40 milyar dolarlık yeni ihraç edilmiş AIG hissesini satın almıştır. Bundan elde edilen gelirlerin bir kısmı devreden kredi kolaylığı kapsamında FED'den alınan kredinin geri ödemesini azaltmakta kullanılmıştır (Federal Reserve Bank of New York, 11.06.2014, www.newyorkfed.org). Ek olarak New York FED devreden kredi kolaylığı kapsamında AIG'e verebileceği kredi miktarını 85 milyar dolardan 60'a indirmiş, kredinin vadesini 2 yıldan 5'e çıkarmış ve mevcut borcun faizini 500 baz puanı indirmiş, kolaylıktan kullanılmamış parçanın da ücretini düşürmüştür (FED, 11.06.2014, www.federalreserve.gov). Son olarak ise AIG'in devam eden sermaye ve likidite baskılarını azaltmaya Maiden Lane II LLC, Maiden Lane III LLC adlı iki yeni özel amaçlı şirket (SPVs) kurduğunu açıklamıştır.

Bunlardan ilki olan Maiden Lane II şirketi, 12 Aralık 2008'de AIG'den konut ipoteline dayalı menkul kıymet varlıklarını 20,5 milyar dolara satın almıştır. Buna göre New York FED, bu şirkete AIG'in bu varlıklarını satın alması için 6 yıl vadeli 19,5 milyar dolar kredi vermiş, kalan 1 milyar dolar ise AIG'den alınmıştır. AIG aynı tarihte, bu varlık satışından elde ettiği gelire menkul kıymet borçlanma kolaylığındaki borcunu geri ödemiş ve o program sonlandırılmıştır.

İkinci yeni şirket, Maiden Lane III ise, 25 Kasım 2008'de AIG'in CDO (teminatlandırılmış borç yükümlülüğü) portföyünü 29,3 milyar dolara satın almıştır. Buna göre New York FED, bu şirkete AIG'in bu varlıklarını satın alması için 6 yıl vadeli 24,3 milyar dolar kredi vermiş, AIG'in ise katkısı 5 milyar dolar olmuştur.

2 Mart 2009'da FED ve Hazine Bakanlığı AIG'e sağlanan finansal desteğin ikinci kez yeniden düzenlendiğini açıklamıştır. Bu yeniden düzenlemenin bir parçası olarak Hazine Bakanlığı, sorunlu varlıkları kurtarma programı (TARP) kapsamında yaklaşık 30 milyar dolar daha yeni ihraç edilmiş AIG hissesini satın alacaktı. Ek olarak New York FED'e olan devreden kredi kolaylığı kapsamındaki mevcut borcun faizi biraz daha düşürülmüştür (FED, 11.06.2014, www.federalreserve.gov). Ayrıca AIG'in iki başlıca yaşam sigortası bağlı kuruluşunun yeni ihraç edilmiş hissesiyle, devreden kredi kolaylığı kapsamındaki mevcut borcun 26 milyar doları değiş tokuş edilerek, bu kapsamdaki borcun 26 milyar dolar daha azaltılacağı açıklanmış ve 1 Aralık 2009'da işlem 25 milyar dolarla tamamlanmıştır.

30 Eylül 2010'da ise AIG, Hazine Bakanlığı ve FED, AIG'in yeniden sermayelendirilmesi planının sona erdiğini açıklamış ve devreden kredi kolaylığındaki bütün borçlar faiz ve ücretleri dâhil olmak üzere ödenmiştir (Levy Economics Institute, 2011: 21).

4.2.1.3.(3). Niceliksel Genişleme ve Vade Uzatma (Operation Twist) Programları

Amerika’da federal fon hedef oranı (politika faizi) indirimlerinin toparlanmaya katkıda yetersiz kalması ve faiz oranının sıfıra yaklaşması sonucu Aralık 2008’den itibaren, FED bir dizi büyük ölçekli uzun vadeli varlık alımı gerçekleştirmiştir. ABD’deki bu alımlar iki ayrı programa ayrılmaktadır: FED’in bilançosunu, para tabanını genişleten niceliksel genişleme (QE) ve bilanço, para tabanını sabit tutan vade uzatma programı (Tablo 4.6 ve Tablo 4.7.).

FED 25 Kasım 2008’de, 100 milyar dolara kadar konutla ilgili hükümet destekli kuruluşların (Fannie Mae, Freddie Mac ve the Federal Home Loan Banks-GSEs) tahvillerinin ve 500 milyar dolar tutarına kadar Fannie Mae, Freddie Mac ve Ginnie Mae tarafından garanti edilen ipotekli gayrimenkul kredisine dayalı menkul kıymetlerin (MBS) doğrudan alımını içeren toplam 600 milyar dolarlık programı başlatmıştır. 1.niceliksel genişleme (QE1) olarak da adlandırılan bu paketin birkaç çeyrek süreceği, hükümet destekli kuruluşların tahvillerinin piyasa yapımcılardan, MBS’lerin ise varlık yönetim şirketlerinden geleneksel ihale yöntemiyle alınacağı açıklanmıştır (FED, 2008i:1).

Tablo 4.6. FED’in Niceliksel Genişleme (QE) ve Operation Twist (Vade Uzatma) Paketleri (yazar tarafından oluşturulmuştur).

<i>Niceliksel Genişleme ve Operation Twist Politika Kararları</i>	<i>Başlangıç Tarihi</i>	<i>Bitiş Tarihi</i>	<i>Açıklama</i>
QE1	Kasım 2008	Mart 2010	100 milyar dolara kadar hükümet destekli kuruluşların tahvilleri, 500 milyar dolar tutarına kadar Fannie Mae, Freddie Mac ve Ginnie Mae tarafından garanti edilen gayrimenkul ipotegine dayalı menkul kıymet (MBS) alımını içeren 1.Niceliksel Genişleme Paketi.
QE1’in Genişlemesi	Mart 2009		Ek 100 milyar dolara kadar hükümet destekli kuruluş tahvilleri, Ek 750 milyar dolar tutarına kadar aynı kuruluşlar tarafından garanti edilen MBS ve 300 milyar dolara kadar uzun vadeli devlet tahvili alımı.
QE2	Kasım 2010	Haziran 2011	Aylık 75 milyar dolar olmak üzere, 600 milyar dolar uzun vadeli devlet tahvili alımı.
Operation Twist	Eylül 2011	Haziran 2012	400 milyar ABD doları tutarında vadesine üç yıl veya daha kısa kalmış devlet tahvillerin vadesine 6-30 yıl kalanlarla değiştirilmesini hedefleyen Vade Uzatım Programı.
Operation Twist Uzatımı	Temmuz 2012	Aralık 2012	Vade Uzatım Programı kapsamında öncekiyle aynı tempoda yani ayda yaklaşık 45 milyar dolarlık ek devlet tahvil değişimi.
QE3	Eylül 2012	Ekim 2014	Eylül 2012’de aylık 40 milyar dolar tutarında aynı kuruluşlar tarafından garanti edilen MBS, Aralık 2012’de aylık 45 milyar dolar tutarında uzun vadeli devlet tahvili alımlarının eklenmesiyle toplamda aylık 85 milyar dolarlık tutarla başlayan ucu açık süreçtir.
QE3’ün Genişletilmesi	Aralık 2012		

Tablo 4.7. FED'in Niceliksel Genişleme (QE) ve Operation Twist (Vade Uzatma) Paketleriyle ilgili veriler (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2013: 77).

<i>Niceliksel Genişleme ve Operation Twist Politika Kararları</i>	<i>Toplam Gerçekleşen Miktar (milyar dolar)</i>	<i>FED'in Bilançosuna Toplam Etkisi (milyar dolar)</i>	<i>Toplam Gerçekleşen Miktar/ 2008 ABD Gsyh (%)</i>
QE1	1725	1725	12,1
QE1'in Genişlemesi			
QE2	600	600	4,1
Operation Twist	400	0	2,8
Operation Twist Uzatımı	267	0	1,9
QE3	1680	1680	11,7
Toplamı	4672	4005	32,6

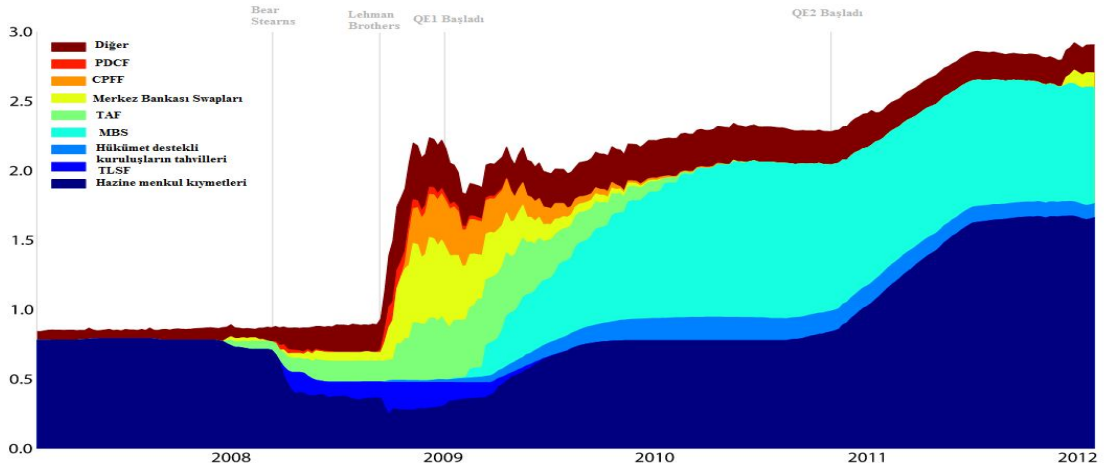
Sonraki süreçte 1 Aralık 2008'de FED başkanı Bernanke tarafından, 12 Aralık 2008'de ise FOMC raporunda, bu menkul kıymet türlerindeki alımların genişletilebileceği ayrıca yüklü miktarda uzun vadeli devlet tahvili de alınabileceği belirtilmiştir. 28 Ocak 2009'da ise FED, bu iki duruma da hazır olduğunu, koşullara bağlı olarak gerçekleştirebileceğini açıklamıştır. 18 Mart 2009'da ise önceki açıklanan alımlara ek olarak 100 milyar dolara kadar hükümet destekli kuruluş tahvilleri, 750 milyar dolar tutarına kadar Fannie Mae, Freddie Mac ve Ginnie Mae tarafından garanti edilen MBS satın alacağını açıklamıştır. FED bu menkul kıymet türlerindeki alımların yıl sonuna kadar süreceğini açıklamıştır. Ayrıca gelecek 6 ay süresince 300 milyar dolara kadar uzun vadeli devlet tahvili alımının yapılmasına karar verildiği duyurulmuştur (FED, 2008j: 1). Böylece 1.niceliksel genişleme paketinin kapsamı 1750 milyar dolara yükselmiştir.

Birinci niceliksel genişleme paketi ekonominin tamamını desteklemeye tasarlandıysa da konut kredisi piyasasını öncelmiştir. Bu durum konutla ilgili hükümet destekli kuruluşların tahvillerinin ve MBS'lerin QE1'nin yüzde 80'inden fazlasını oluşturmasından anlaşılabilir (Fawley, 2013: 60). Paketin bu tarafının amacı, ev alımı için kredinin ulaşılabilirliğini artırmak ve maliyetini (mortgage faizleri) düşürmek, böylece konut piyasası ve finansal piyasalardaki genel koşulları iyileştirmeyi, ekonomik büyümeyi desteklemektir (FED, 2008i: 1). Yüklü miktarda uzun vadeli devlet tahvili alımının da özel kredi piyasalarındaki koşulları iyileştirmeye özellikle etkili olacağı düşünülmektedir. Bunun nedeni en güvenilir liman olan ABD hazine tahvilinin faizinin düşmesiyle, buradan çıkacak olan yüklü miktardaki yatırımcının şirket tahvilleri, özel sektörün ihraç ettiği diğer menkul kıymetler gibi yüksek getirili varlıklara yöneleceği düşüncesidir.

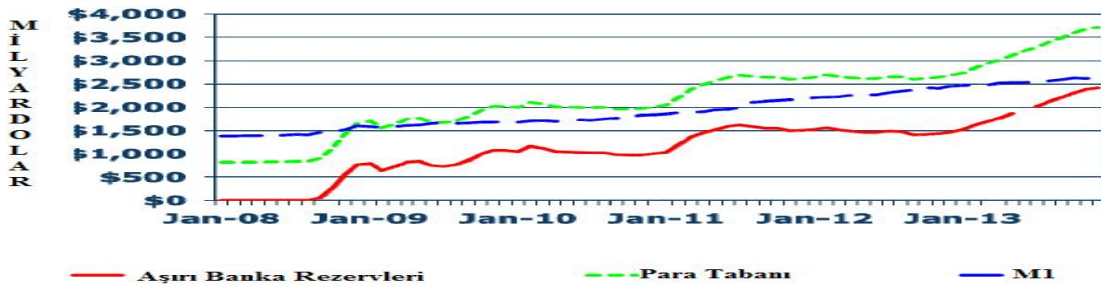
FED 12 Ağustos 2009'da, uzun vadeli devlet tahvili alımları tamamlanırken, piyasanın bu duruma uyum sağlamasını desteklemeye, alım hızını kademeli yavaşlatma kararı almış ve başlangıçta açıklandığı gibi Ekim sonunda devlet tahvili alımlarının bitirileceğini belirtmiş ve söz konusu tarihte bu alımları bitirmiştir (FED, 2009i: 1). 23

Eylül'de 2009'da aynı kararı, aynı nedenle konutla ilgili hükümet destekli kuruluşların tahvillerinin ve MBS'ler için de aldığı belirterek, 2010'nun ilk çeyreğinin sonunda bu alımların da bitirileceğini belirtmiştir. 4 Kasım 2009'da ise konutla ilgili hükümet destekli kuruluşların tahvillerinin 200 yerine 175 milyar dolar alımla sınırlı tutulacağı açıklanmıştır. Mart 2010 sonunda, 1425 milyar dolarlık konutla ilgili hükümet destekli kuruluşların tahvilleri ve MBS'ler alınmış olarak 1.Niceliksel genişleme paketi sonlandırılmıştır. Böylece FED, bu paket kapsamında 1725 milyar dolarlık uzun vadeli varlık almıştır. Bu destek Amerikan ekonomisinin 2008 GSYH'nın yaklaşık yüzde 12'sine denk gelmektedir (Tablo 4.7.).

Şekil 4.15'de gösterildiği üzere 2008 sonu, 2009 başından itibaren hükümet destekli kuruluş tahvillerinin ve MBS'lerin FED bilançosunda tutulmaya başlanmıştır. Şekil 4.16'da gösterildiği gibi bu alımlar Amerikan para tabanını iki katına çıkarmıştır.



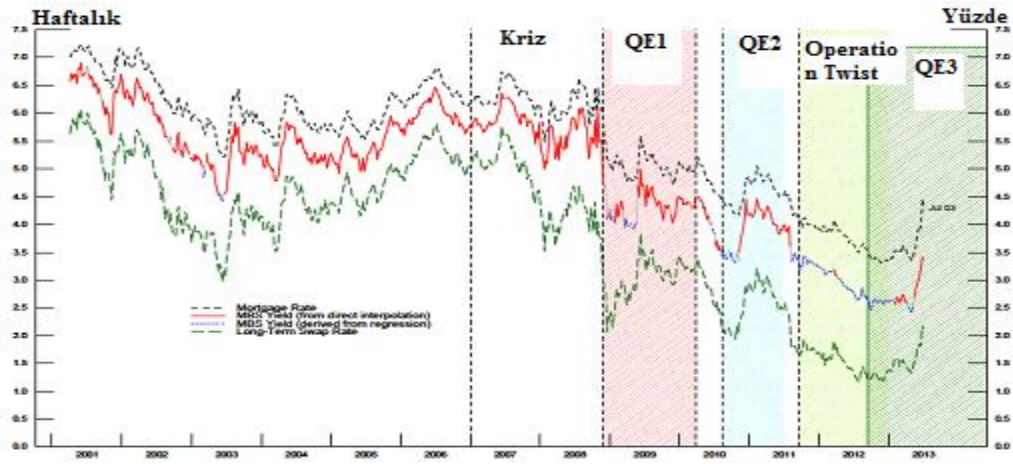
Şekil 4.15. FED Bilançosu (Varlıklar) (2007-2011, trilyon dolar) (şekilde kırmızı renkle PDCF, turuncuyla CPEF, sarıyla merkez bankası swapları, yeşille TAF, açık yeşille MBS, açık maviyle hükümet destekli kuruluşların tahvilleri, daha koyu maviyle TSLF, lacivertle hazine menkul kıymetleri, kahverengiyle diğer borç verme olanakları gösterilmiştir) (Ineteconomics, 23.06.2014, www.ineteconomics.org).



Şekil 4.16. FED'de tutulan Aşırı Banka Rezervleri, Para Tabanı ve M1 (2008 Ocak-2014 Ocak) (milyar dolar) (Labonte, 2014b: 14).

Şekil 4.17'de görüldüğü üzere, 1. niceliksel genişleme (QE1) paketi MBS faizleri ve mortgage faizlerinde ciddi düşümlere neden olmuştur. FED'in bu paket çerçevesinde asıl amacı da zaten buydu. Şekil 4.18'de görüldüğü üzere paketin açıklanmasıyla Amerikan 10 yıl vadeli tahvil faizi (gösterge faiz) böyle bir paketin açıklanması beklenmediğinden hızlı bir düşüş göstermiştir. Amerikan gösterge faizi paketin açıklanmasıyla Aralık ortasına kadar yüzde 3,1'den 2,1'e düşmüş fakat sonraki 6 ayda ise kademeli yükselerek Haziran 2009'da yüzde 4 seviyelerine gelmiştir. Sonrasındaysa bu oran 3,2 ile 4 arasında değişmiştir (GF, 24.04.2014,

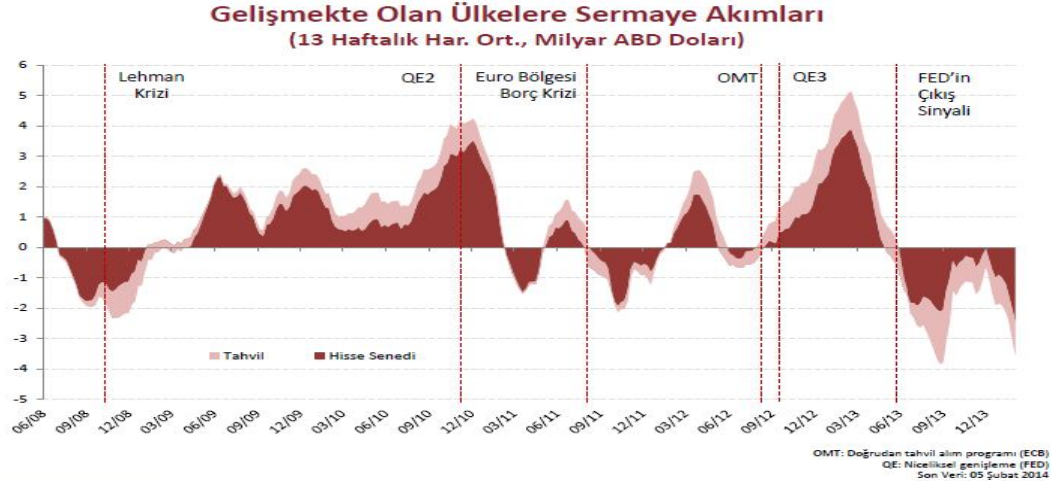
<http://www.gailfosler.com>). Dolayısıyla paketin 10 yıl vadeli devlet tahvili faizi üzerinde sınırlı bir zamanda düşüş yönlü etkili olduğu denilebilir. 10 yıl vadeli devlet tahvili faizinin hızlı düşüş nedenlerinden birisinin; krize ilişkin oluşan olumsuz görünümün, diğer ülkelere (ABD dışı) ilişkin risk algulamalarını daha da kötüleştirilmesi ve finansal krizin en derin olduğu dönemde uygulamaya konan QE1'in ABD piyasalarının görece güvenli liman olarak değerlendirilmesine neden olması ve bu çerçevede gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışları yaşanmasıdır. Ancak Mart ve sonrasında gelişmekte olan ekonomilere sermaye girişleri hızlanmış, böylece ABD'de faizler yükselmiş ya da daha da düşmemiştir. Dolayısıyla tam sermaye hareketliliği döneminde Amerika'da piyasa sürülen likidite sadece orada kalmamıştır (Şekil 4.19). 1.niceliksel genişleme bankacılık sisteminin aşırı rezervlerini de çok ciddi artırmıştır (Fawley, 2013: 60) (Şekil 4.16).



Şekil 4.17. Mortgage faizleri ve MBS faizleri (2001-2013) (%) (FED, 2014d: 30).

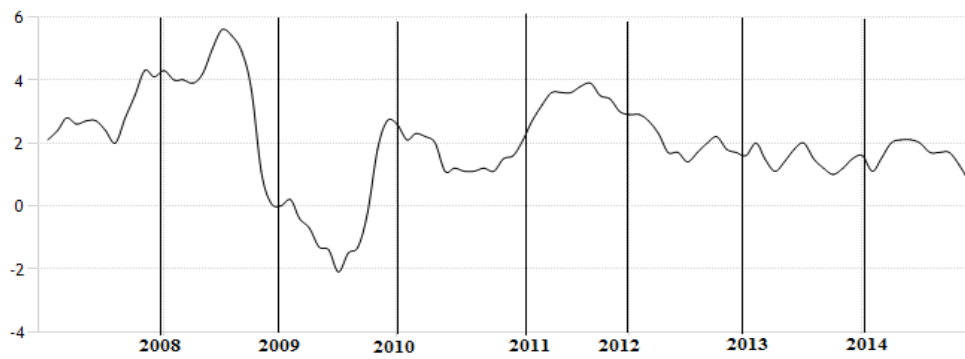


Şekil 4.18. ABD 10 Yıllık Tahvil Faizi (Gösterge Faiz) (2008-2013) (GF, 24.04.2014, <http://www.gailfosler.com>).



Şekil 4.19. Gelişmekte Olan Ülkelere Kısa Vadeli (Portföy) Sermaye Akımları (06/2008-02/2014) (TCMB, 2014b: 12).

Amerikan finans piyasasındaki ciddi karışıklık 2010'un ikinci yarısına kadar bitmişti fakat büyüme ve istihdam artış hızı düşük kalmıştı. Buna bağlı olarak da FED işsizliğin yüksek seviyesinden memnun değildi, ayrıca enflasyonda FED'in %2'lik hedefinin oldukça altındaydı ve enflasyonun bir süre bu seviyelerde kalması beklenmekteydi (Şekil 4.7 ve 4.20.). 10 Ağustos 2010'da FED, konutla ilgili hükümet destekli kuruluşların tahvillerinin ve MBS'lerin anapara ödemelerinin uzun vadeli devlet tahvillerine, FED'de tutulan hazine menkul kıymetlerinin ise yeniden bu tür varlıklara yatırılarak bilançosunun mevcut seviyesini sürdürmeye devam edeceğini açıklamıştır. 27 Ağustos 2010'da Bernanke, koşullar gerektirirse daha varlık alınabileceğini belirterek 2.Niceliksel genişleme anlamında sözle yönlendirme yapmıştır. 21 Eylül 2010'da ise FOMC Raporunda, enflasyon, büyüme ve işsizlik ile ilgili endişeler tekrarlanmış ve ekonomik büyümeyi desteklemeye, enflasyonu hedefle tutarlı seviyelere geri getirmeye eğer ihtiyaç duyulursa ek destek sağlamaya hazır olduğunu belirtmiştir.



Şekil 4.20. Amerikan Enflasyon Oranları (2007-2014 Aralık) (Trading Economics, 06.08.2015, www.tradingeconomics.com).

FED, 3 Kasım 2010'da 2011'in ikinci çeyreğinin sonuna kadar aylık 75 milyar dolar olmak üzere, 600 milyar dolar uzun vadeli devlet tahvili alımının yapacağını açıklamıştır (FED, 2010c: 1). 2.niceliksel genişleme (QE2) olarak adlandırılan bu paketin amacının, uzun vadeli faiz oranlarını düşürmek ve ekonomik toparlanma hızını daha güçlü desteklemek, enflasyonu fiyat istikrarıyla tutarlı seviyelere çıkarmak olduğu

açıklanmıştır. FED, ekonomik toparlanma ve enflasyon değişkenlerdeki ilerlemenin politika hedeflerine göre hayal kırıklığı yaratacak şekilde yavaş olduğunu açıklamıştır.

FED, bu paket kapsamında vadesi 2,5 yıl ile 10 yıl arasında değişen devlet tahvillerine odaklanmıştır (Labonte, 2014a: 13). Alımlar başlangıçta açıklandığı gibi Haziran 2011 sonunda bitirilmiştir. Böylece FED, bu paket kapsamında 600 milyar dolarlık uzun vadeli devlet tahvili almıştır. Bu destek Amerikan ekonomisinin 2008 GSYH'nın yaklaşık yüzde 4,1'ine denk gelmektedir (Tablo 4.7). Şekil 4.15.'de QE2'nin ilanından itibaren alımlar bitene kadar FED'in tuttuğu hazine menkul kıymetlerindeki ve bilançosundaki büyüme görülebilmektedir. Şekil 4.16'da gösterildiği gibi bu alımlar para tabanını önemli ölçüde artırmıştır.

Finansal piyasalar çoğunlukla 2. niceliksel genişlemeyi bekliyorlardı. Reuters'un 5 Ekim 2010 tarihinde 16 piyasa yapıcısı arasında yürüttüğü ankette, ankete katılanların tamamının FED'in para politikasını genişletmesini ve 15 cevap verenin 14'ünün de 3 Kasım 2010 FOMC toplantısında bunu ilan edeceğini beklediğini göstermektedir. Zaten FED'de Ağustos'dan itibaren böyle bir sinyal vermekteydi. Böyle bir beklenti de, varlık fiyatları zaten bu beklentilere göre ayarlanmış ve varlık alımı ilan edildikten sonra da çok fazla değişmeyeceği anlamına gelmektedir (Fawley, 2013: 73). Gerçekten de bu durum Şekil 4.17 ve 4.18'de net olarak görülebilmektedir. Gerek ABD 10 yıl vadeli tahvil faizi gerekse de MBS ve mortgage faizleri FED'in yeni bir varlık alımı ilan edeceğine yönelik beklentiyle alımların ilanına kadar düşüş trendine girmiştir. Fakat 2.niceliksel genişleme açıklanmasından itibaren bu faizler yükselmiş sonra hafif düşse de paket sonunda başlangıcından daha yüksek faiz seviyesine varılmıştır (Şekil 4.18.) 2. Niceliksel genişlemede aynı birincisi gibi bankaların aşırı rezervlerini çok ciddi artırmıştır (Şekil 4.16). Dolayısıyla 2.niceliksel genişlemenin de birincisi gibi bu gelişmelere bağlı olarak başarılı olamadığı, ABD'nin istenilen hızda toparlanmadığını, işsizliğin hala oldukça yüksek olduğu söylenebilir. Enflasyondaki 2010 sonu, 2011 başı gibi başlayan yükselişinde ana nedenin enerji fiyatlarındaki artış, Japonya'daki o dönemdeki afetlerden kaynaklı gıda fiyatlarındaki artış olduğu ve enflasyonun bunlar dağıldığında önceki seviyelerine düşeceği ve orta vadede bu seviyelerde kalacağı beklenmekteydi (Şekil 4.20) (FED, 2011b:1).

2.niceliksel genişleme başlangıçta gelişmekte olan ekonomilere yönelik sermaye akımlarını artırmış ancak daha sonra bu akımlar yavaşlamıştır. Bunun nedeni olarak; bu ülkelerin merkez bankalarının o dönemde yapmış oldukları faiz indirimleri söylenebilir.

2.niceliksel genişleme tamamlandıktan sonra FED yaklaşık 3 ay herhangi bir para politikası aksiyonu yapmadı. Ancak FED, ekonomik büyümenin yavaş ve işsizliğin yüksek kalmasından memnun değildi. Ayrıca 2011 Ağustos ayında Avrupa Borç krizinin derinleşmesi ekonomik görünümde aşağı yönlü riskleri ve finansal gerginlik endekslerini yükseltmişti. 21 Eylül 2011 tarihinde FED bu gelişmelere cevap olarak, 1961 yılında da denediği Operation Twist (bükme operasyonu) olarak da adlandırılan vade uzatma programını açıklamıştır. Buna göre FED, 2012 yılının Haziran ayı sonuna kadar 400 milyar ABD doları tutarında vadesine üç yıl veya daha kısa kalmış (kısa vadeli) devlet tahvillerini satacak, bu varlıklardan elde edilecek gelire aynı tutarda vadesine 6-30 yıl kalan (uzun vadeli) devlet tahvillerini satın alacaktır. Bu politikayla FED, elindeki menkul kıymetlerin ortalama vadesini uzatırken, uzun vadeli faizleri düşürmeyi, böylece de finansal piyasalardaki koşulları rahatlatmayı ve ekonomik toparlanmayı desteklemeyi amaçlamıştır (FED, 2011c: 1).

Vade uzatma programına operation twist (bükme operasyonu) denmesinin sebebi, programın uzun vadeli faizleri düşürmesinin, kısa vadeli faizleri artırmasının beklenmesi, bunun da getiri eğrisini aşağı doğru bükmesine sebep olmasıdır (Abel vd.,

2014: 588). Vade uzatma programının QE'den farklı olarak, FED'in bilanço büyüklüğüne, bankacılık sisteminin rezervleri ya da para tabanına etkisi yoktur. Bu nedenle, vade uzatma programının ekonomik büyüme, faiz oranları ve enflasyon üzerinde aynı miktarda niceliksel genişlemeyle uzun vadeli devlet tahvili alınmasına göre daha küçük bir etkiye sahip olması beklenir (Labonte, 2014a: 13).

Yine 21 Eylül 2011 duyurusunda FED, mortgage piyasasındaki koşulları desteklemeye, konutla ilgili hükümet destekli kuruluşların tahvillerinin ve MBS'lerin anapara ödemelerinin uzun vadeli devlet tahvilleri yerine MBS'lere yeniden yatırılacağını açıklamıştır. Ayrıca hazine menkul kıymetlerinde ise var olan politikanın devam edeceği belirtilmiştir (FED, 2011c: 1).

Amerika'da 2012 yılı bahar ve yaz aylarında tarım dışı istihdam artışları beklenenden oldukça düşüktü, buna bağlı olarak da işsizlik 2011'e göre düşse de hâlâ oldukça yüksekti (Şekil 4.7.) ABD için normal kabul edilen işsizlik oranının yüzde 5,5-6 arasında olduğunu belirtmek gerekir (Özatay, 2013a: 190). Bu duruma bağlı olarak 20 Haziran 2012'de FED, vade uzatma programını öncekiyle aynı şekilde, aynı tempoda yani ayda yaklaşık 45 milyar dolar olarak yıl sonuna kadar uzattığını açıklamıştır. Bu ek alımlarda 267 milyar dolarlık kısa vadeli devlet tahvili satışı ve aynı miktarda uzun vadeli devlet tahvili alışı olmuştur.

Böylece FED vade uzatma programıyla, 667 milyar dolarlık kısa vadeli devlet tahvilini portföyünden çıkartıp, bu varlıklardan elde ettiği gelirlerle aynı miktarda uzun vadeli devlet tahvilini portföyüne koymuştur.

Uzun dönem faiz oranları gerçekten vade uzatma (Operation twist) uygulaması gerçekleştiği dönemde düşmüştür. Sadece 10 yıl vadeli hazine tahvili faizi değil MBS ve mortgage faizleri de düşmüştür (Şekil 4.17. ve 4.18). Ancak tüketim ve yatırım harcamaları üzerindeki etkisi belirgin olmamıştır. Tüketim ve yatırım harcamaları belki de gelir ve ekonomik koşullara faiz oranlarından daha duyarlıdır (Abel vd., 2014: 588).

Bu kadar çabaya rağmen, emek piyasası durgun kalmıştı. 2012 Ağustos sonundaki Jackson Hole toplantısında Bernanke, özellikle emek piyasasındaki cansızlığın ciddi endişelendirdiğini ve FED olarak ihtiyaç duyuldukça ek politika desteği sağlayacaklarını açıklamıştır (Fawley, 2013: 75). Aynı şekilde piyasalarda çoğunlukla FED'den yeni bir niceliksel genişleme paketi bekliyorlardı.

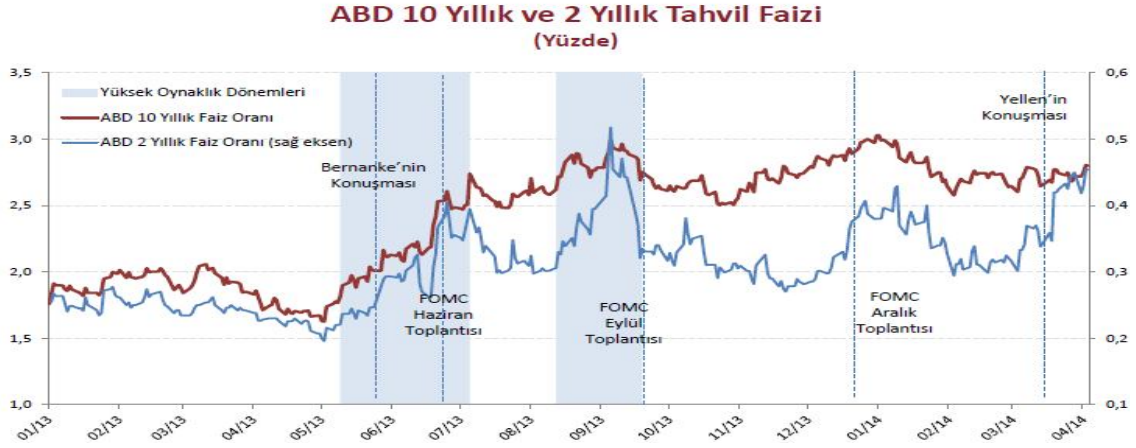
13 Eylül 2012'de FED, ilave politika desteksiz, ekonomik büyümenin emek piyasası koşullarında kalıcı iyileşme sağlamaya yeterince güçlü olabileceği konusunda endişelendiğini belirterek, ekonomik toparlanmayı daha güçlü desteklemeye ve enflasyonu yüzde 2'lik hedefiyle tutarlı seviyelerde tutmak amacıyla 3.niceliksel genişlemeyi (QE3) açıklamıştır. FED bu paket çerçevesinde, aylık 40 milyar dolar tutarında Fannie Mae, Freddie Mac ve Ginnie Mae tarafından garanti edilen MBS alacağını açıklamıştır (FED, 2012c: 1). Önceki iki niceliksel genişlemeden farklı olarak FED, alımların bitiş tarihini ilan etmemiş, bunun yerine emek piyasasındaki görünüm kayda değer iyileşene kadar fiyat istikrarı çerçevesinde, bu alımların devam edeceğini, ek varlık alımlarına başvurulacağını, diğer uygun olan politika araçlarının da kullanılacağını belirtmiştir.

12 Aralık 2012'de FED, tuttuğu Hazine menkul kıymetlerinin ortalama vadesini uzatma programının bu ay sonu bitmesinden sonra, aylık 45 milyar dolar tutarında uzun vadeli devlet tahvili alımı yapacağını açıklamıştır (FED, 2012e: 1). Böylece QE3, toplamda aylık 85 milyar dolarlık tutarla başlayan ucu açık süreçtir. Önceki iki niceliksel genişlemeden farklı olarak FED, alımların bitiş tarihini ilan etmemiş, bunun yerine emek piyasasındaki görünüm kayda değer iyileşene kadar fiyat istikrarı çerçevesinde, uzun vadeli devlet tahvili ve MBS alımlarının devam edeceğini, diğer

uygun olan politika araçlarının da kullanılacağını belirtmiştir. Böylece QE3'ün önceki alımlardan daha yüksek ya da düşük olduğu başlangıçta bilinmemektedir.

Ayrıca konutla ilgili hükümet destekli kuruluşların tahvillerinin ve MBS'lerin anapara ödemelerinin MBS'lere yeniden yatırılmasının ve hazine menkul kıymetlerinde ise var olan politikanın devam edeceği belirtilmiştir. Bu eylemlerin amacı, uzun vadeli faiz oranlarını düşürmek, konut fiyatları başta olmak üzere mali varlık fiyatlarını yükseltmek ve ekonomiye duyulan güveni artırmaktır. Uzun vadeli devlet tahvili, MBS'lerdeki faiz düşüşü yatırımcıyı şirket tahvil ve bonolarına yönlendirip buradaki faizleri düşürecek, yatırımları artıracaktır. Başta konut olmak üzere artan mali varlık fiyatları ve yükselen borsa ile tüketicilerin mevcut servetlerinin artacağı düşünülüyordu. Servet artışı bir yandan, FED'in elinden geleni yapacağını sürdüreceğini açıklamasıyla artacak güven diğer yandan, iç talebin yükseleceği umuluyordu. Ayrıca artan konut fiyatlarıyla konut almanın cazibesinin yükseleceği ve konut sektörünün canlanmaya başlayacağı düşünülüyordu (Özatay, 2013a: 192).

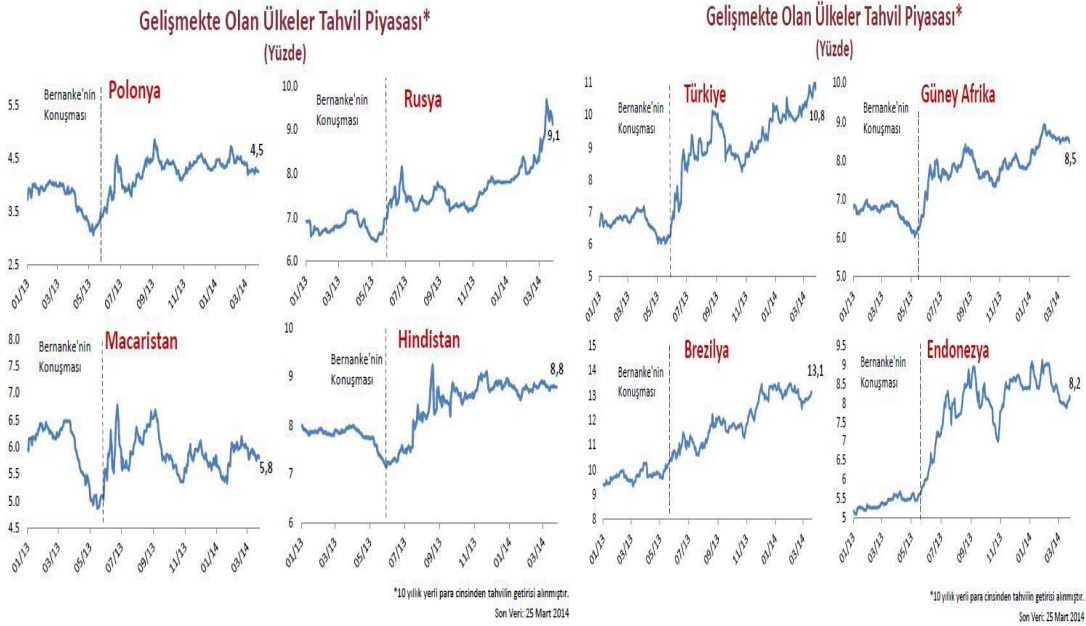
Daha önce sözle yönlendirme aracında anlatıldığı üzere, 22 Mayıs 2013'de ABD Kongresinde, FED Başkanı Ben Bernanke, ABD ekonomisinde olumlu verilerin geldiğini ve ekonomik verilerin böyle devam etmesi koşuluyla aylık 85 milyar dolar olan uzun vadeli devlet tahvili ve MBS alımlarını yıl sonuna doğru kısabileceklerinin beyanını vermiştir (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2014: 2). Bu açıklama sonucu piyasalar alımların azaltılmasında, Eylül ayındaki toplantıya odaklanmıştı.



Şekil 4.21. ABD 10 Yıllık ve 2 Yıllık Tahvil Faizi (2013 Ocak-2014 Mart) (TCMB, 2014c: 48).

3.niceliksel genişlemenin etkisine bakmak için 22 Mayıs 2013 tarihinden önce ve sonraya bakmak gerekir. 3.niceliksel genişleme paketiyle 22 Mayıs 2013 tarihine kadar ABD 10 yıl vadeli hazine tahvili faizi, MBS ve mortgage faizleri pek değişmemişti (Şekil 4.17, 4.18 ve 4.21). Bu gerek 3.niceliksel genişlemenin piyasalar tarafından beklenmesine, gerekse de bankacılık kesimine eklenen rezervlerin bankalar tarafından aynı orantıda borç verme ya da diğer aktivitelerde (varlık alımı gibi) kullanılmayıp aşırı rezerv olarak eklenmesine, gerekse de yaratılan paranın gelişmekte olan ekonomilere yönelik sermaye akımlarını yoğun şekilde artırmasına bağlanabilir (Şekil 4.19). 1.niceliksel genişleme paketinden itibaren baktığımızda ABD'deki niceliksel genişleme, operation twist uygulamalarıyla ABD 10 yıl tahvil faizlerinin düştüğünü, yüzde 3,1'den yüzde 2'nin altına geldiği ve 22 mayısdan önce bu seviyelerde devam ettiği görülmektedir. Ancak Bernankenin 22 Mayıs 2013'deki açıklamasıyla ABD 10 yıl vadeli tahvil faizleri ciddi ölçüde yükselmiştir. Bloomberg

verilerine(Bloomberg, 30.06.2014, www.bloomberg.com) göre ABD on yıl vadeli gösterge tahvilin faizi 21 Mayıs'ta yüzde 1,93'den hızla yükselerek 5 Temmuz'da yüzde 2,74'e, 5 Eylül'de ise yüzde 2,99'a kadar çıkmıştır. Bu durum, uzun süre gelişmekte olan ekonomilerden sermaye çıkışlarına neden olmuş, bu ülkelerin paraları dolara karşı ciddi değer kaybetmiş ve yurt içinde faizler artmıştır (Şekil 4.18. Şekil 4.19. Şekil 4.21. ve Şekil 4.22). Eylül ayındaki toplantıda alımlara aynen devam kararı çıkıp faizler düşüş seyrine girse de Aralık toplantısına doğru yeniden artmıştır.



Şekil 4.22. Gelişmekte Olan Ülkeler 10 Yıl Vadeli Tahvil Faizi (01/2013-03/2014) (TCMB, 2014a: 7-8).

18 Aralık 2013 tarihinde FED, günümüzde olan varlık alım programı (3.niceliksel genişleme) başladığından beri federal bütçe kısıntılarının boyutu da hesaba katıldığında, ekonomik aktivitede iyileşme görüldüğünü ve daha geniş çaplı ekonominin temel güçlülüğünün, iş gücü piyasası koşullarındaki gelişimi desteklemeyi sürdürebilecek kadar yeterli düzeyde olduğunu belirtmiştir. Tam istihdama doğru kümülatif ilerlemenin ve emek piyasası koşullarındaki görünümdeki iyileşmenin ışığında varlık alım hızında ölçülü bir indirim gittiğini açıklamıştır. Buna göre FED, ocaktan itibaren her ay 40 milyar dolar uzun vadeli devlet tahvili, 35 milyar dolar MBS satın alacaktı (FED, 2013b: 1). Böylece 3.niceliksel genişleme kapsamında uzun vadeli varlık alımı aylık 85 milyar dolar'dan 75'e düşürülmüştür. Bu adım dünya ekonomisinde bol likiditenin bitişine yönelik ilk adım olmakla birlikte, gelecekte ABD ekonomisinde olumsuz bir durum olmazsa geleneksel olmayan para politikalarının bitişine doğru ilk adım olarak da görülebilir. Daha küçük varlık alımları hala genişletici para politikası olarak düşünülebilir fakat öncesine göre ekonomiye daha az canlandırıcı (para tabanında artış) eklersiniz (Labonte, 2014a: 13).

FED, emek piyasasındaki görünüm kayda değer iyileşene kadar fiyat istikrarı çerçevesinde, uzun vadeli devlet tahvili ve MBS alımlarının devam edeceğini, diğer uygun olan politika araçlarınının da kullanılacağını yine belirtmiştir. Ayrıca varlık alımlarındaki indirimin kesin bir takvime bağlı olmadığını ancak emek piyasası koşullarındaki iyileşmenin beklentileri çerçevesinde devam etmesi ve enflasyonun uzun vadeli hedefine doğru hareket etmesi durumunda gelecek toplantılarda da alımların

hızında ölçülü indirimlere gidilmesinin olası olduğunu açıklamıştır (FED, 2013b: 1). Böylece FED gelecek toplantılarda da aylık 10 milyar dolarlık azaltmalar olacağına dair sinyal vermiş, bu da sözle yönlendirme aracını ne kadar aktif kullandığına dair bir örnek daha vermektedir. Yine FED konutla ilgili hükümet destekli kuruluşların tahvillerinin, hazine menkul kıymetlerinin ve MBS'lerin anapara ödemelerinde var olan politikanın devam edeceğini belirtmiştir.

FED 29 Ocak 2014'de, Mart'dan itibaren her ay 35 milyar dolar uzun vadeli devlet tahvili, 30 milyar dolar MBS satın alacağını açıklamıştır. 19 Mart 2014'de ise alımları her ay 30 milyar dolar uzun vadeli devlet tahvili, 25 milyar dolar MBS satın alacak şekilde azaltmıştır. Yine 30 Nisan, 8 Haziran ve 30 Temmuz 2014 tarihlerinde FED, her FOMC (Açık Piyasa Komitesi) toplantısında uzun vadeli varlık alımında 10 milyar dolarlık azaltmaya gitmiştir. Bu toplantıların hepsinde 18 Aralık 2013'dekiyle benzer açıklamalar yapılmıştır.

Amerikan ekonomisinde toparlanmanın buna bağlı olarak da emek piyasasındaki koşullarındaki iyileşmenin devam etmesi varsayımıyla, FED'in 2014 yılı içinde bu 10 milyar dolarlık varlık alım indirimlerine devam etmesi ve Ekim 2014'de 15 milyar dolar indirimle 3.niceliksel genişlemeyi bitirmesi beklenmekteydi. Gerçekten de FED, 17 Eylül 2014'de uzun vadeli varlık alımında 10 milyar dolarlık azaltıma gitmiş ve bir sonraki toplantıda varlık alım programını sonlandıracağını açıklamış ve 29 Ekim 2014'de 15 milyar dolar azaltımla sonlandırmıştır. Böylece FED, bu program çerçevesinde 1 trilyon 680 milyar dolarlık uzun vadeli varlık alımı yapmıştır. Bu destek Amerikan ekonomisinin 2008 GSYH'nın yaklaşık 11,7'sine denk gelmektedir (Tablo 4.7). FED'in niceliksel genişlemeyi kısması piyasalarda daha önceden beklendiğinden dolayı gerek ABD tahvil faizleri gerekse de gelişmekte olan ekonomilerdeki faizler üzerinde ciddi bir etkiye bulunmamıştır (Şekil 4.21 ve Şekil 4.22). Ancak 22 Mayıs sonrası dönemde (çıkış sinyali sonrası dönem) ABD 10 yıl vadeli tahvil faizi 1.niceliksel genişlemenin başlangıcından daha düşük olsa da 3.niceliksel genişlemenin başlangıcından çok daha yüksek seviyede seyretmektedir (Şekil 4.18 ve Şekil 4.21).

Niceliksel genişlemenin ve kredi genişlemesinin FED'in bilançosuna etkisine bakıldığında, şekil 4.15 2007'den 2011 sonuna kadar FED'in bilançosunun büyüklüğünü ve varlık tarafını göstermektedir. 2007'de ve 2008 Eylülüne kadar FED'in bilanço büyüklüğü yaklaşık 900 milyar dolardı. 2007 yılında normalde olduğu gibi Hazine menkul kıymetleri FED'in varlıklarının yüzde 90 civarını oluşturmaktaydı. 2007 sonundan beri FED'in uygulamaya koyduğu yeni borç verme kolaylıkları ve reeskont kredileri 2008 Eylülüne kadar FED bilançosunun büyüklüğünde pek bir değişikliğe neden olmazken, bilançonun varlık kompozisyonunda ciddi bir değişime neden olmuştur. Bunun nedeni FED'in, Eylül 2008'de kriz derinleşene kadar bu imkanlarla borç vermenin etkisini hazine menkul kıymetleri satarak sterilize etmesidir. 2008 Eylül'ünden sonra ise FED bilançosunun genişlemesine izin vermiş, Eylül'den itibaren uygulamaya koyduğu yeni borç verme kolaylıklarının da etkisiyle Eylül ve Kasım arasında bilanço büyüklüğü 2 katından daha fazlasına çıkarak, 2 trilyon doları aşmıştır. 2008 Kasım ayından 2010 Kasımına kadar ise bilanço büyüklüğü çok fazla değişmemiş ancak varlık kompozisyonu değişmiştir. Bunun nedeni FED'in verdiği kredilerin geri ödenmesi ve yapılan birinci niceliksel genişleme paketiyle (QE1) uzun vadeli devlet tahvilleri, konutla ilgili hükümet destekli kuruluşların tahvillerini ve MBS'leri satın almasıdır. Kasım 2010'dan Haziran 2011'e kadar yapılan 600 milyar dolarlık uzun vadeli devlet tahvili alımı (QE2) FED'in bilançosunu 2,3 trilyon dolardan 2,9 trilyon dolara çıkarmıştır. FED'in bilanço büyüklüğü 2012 Eylül'üne kadar yani QE3 başlayana kadar bu seviyelerde kalmıştır. 2012 sonunda yaklaşık 3 trilyon dolar olan

bilanço büyüklüğü, 2013 sonunda yaklaşık 4 trilyon dolara çıkmıştır. Niceliksel genişlemenin Ekim 2014'de bittiği tarihte ise yaklaşık 4,6 trilyon dolara çıkmıştır. Dolayısıyla izlenen genişleyici para politikası (kredi genişlemesi, niceliksel genişleme, swaplar gibi) hem FED'in bilançosunu tarihi seviyelere çıkarmış hemde bilançonun kompozisyonu ciddi biçimde değiştirmiştir.

Sonuçta Amerikan ekonomisinde izlenen niceliksel genişleme, kredi genişlemesi, operation twist, sözleşme yönlendirme gibi uygulamalar finansal piyasalardaki ciddi karışıkları gidermiş ve uzun vadeli faizler dalgalansa da uzun zaman düşük kalmıştır. Ancak ekonomi resesyondan çıksa da, resesyon sonrası (2009 sonrası) uzun zaman tam istihdamı yeniden sağlamaya yetersiz büyümüş ve enflasyon oranları düşük, işsizlik oranları yüksek seyretmiştir (Tablo 4.8, Şekil 4.7 ve Şekil 4.20). Bunda bankacılık sistemine FED tarafından eklenen oldukça büyük rezerv seviyesinin bankalar tarafından çeşitli nedenlerle aynı orantıda borç verme ya da diğer aktivitelerde (varlık alımı gibi) kullanılmayıp FED'de aşırı rezerv olarak tutulmasının da önemli payı vardır. Bu durum para tabanının yaklaşık 3,5 katına çıkmasına rağmen, M1 para arzının neden aynı orantıda artmadığını da göstermektedir (Şekil 4.16.). Bu durum ABD ekonomisinin, toplam harcamaların ek parasal canlandırmaya duyarsız olduğu durum olarak bilinen likidite tuzağına girdiğine dair endişelere neden olmuştur. Böyle bir ekonomide uzun süre bir yandan düşük enflasyon yaşanması, bir yandan da düşük büyüme görülmesi muhtemeldir. Bu uygulamalar sonucunda Amerikan ekonomisi geç de olsa 2013 yılı 2. yarısından itibaren potansiyele yakın büyüme ve düşük işsizlik oranlarına ulaşmıştır. FED de 2013 yılının 2. yarısından itibaren ekonomik büyümenin ABD'nin potansiyel büyüme hızı (2,5-3) arasında olması, işsizlik oranının yüzde 7'lere doğru düşmesiyle, ekonominin kendi dinamiklerinin (büyüme seviyesinin) iş gücü piyasası koşullarındaki gelişimi desteklemeyi sürdürebilecek kadar yeterli düzeyde olduğunu, dolayısıyla parasal genişlemeye ihtiyacın giderek azaldığını düşünerek niceliksel genişlemeyi 2013 sonundan itibaren kademeli olarak azaltmıştır. Yine niceliksel genişleme ve diğer uygulamalar enflasyonu yukarı itmiş ve deflasyonu engellemiştir (Abel vd. 2014: 590). Ancak para politikasında bu kadar gevşemeye rağmen enflasyon küresel krizin sürecinde düşük düzeyde seyretmiştir. Enflasyonun sürekli hedefin (%2) altında seyretmesi ABD ekonomisi ve FED için bir sorundur. 2014 yılının 2.yarısından itibaren ABD enflasyonundaki düşüşün nedeni ise enerji fiyatlarındaki ciddi düşüş ve doların güçlenmesidir. FED'in faiz artırım sürecindeki en önemli engel düşük enflasyondur (Şekil 4.20).

Tablo 4.8. Amerikan Ekonomisinde Büyüme (veriler Dünya bankası veri tabanından alınmıştır, 2004-2014, 2015 IMF tahminidir, 28.02.2014, www.worldbank.org)

<i>Yıllar</i>	<i>Büyüme Oranı</i>
2004	3,8
2005	3,3
2006	2,7
2007	1,8
2008	-0,3
2009	-2,8
2010	2,5
2011	1,6
2012	2,3
2013	2,2
2014	2,4
2015	3

FED Başkanı Janet Yellen de 4 Mart 2013’de yaptığı konuşmada, bu politikaları savunarak, bulguların FED tarafından finansal menkul kıymetlerin alımlarının (QE) finansal koşulları genişletmeye, ekonomiyi canlandırmaya etkili olduğunu gösterdiğini açıklamıştır. Ayrıca gelişmiş ülke para birimlerini kapsayan dolar endeksine¹¹ göre bakıldığında QE1 ve QE2’nin dolarda ciddi değer kaybına neden olduğu görülmektedir. Bu da ABD ekonomisini canlandırma da olumlu bir etkidir.

Ayrıca FED’in uyguladığı niceliksel genişleme ve diğer uygulamaları gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını artırmış, söz konusu ülke ekonomilerini bir yandan canlandırırken bir yandan da doların ulusal paralar karşısında değerini düşürmüştür. Bir yandan ABD’de basılan para yurt dışına gittiğinde Amerikan ekonomisine katkısı yokmuş gibi olsa da bu durum, dış ticaret açısından ABD ekonomisine fayda sağlamıştır. Bu da ABD ekonomisini canlandırma da olumlu bir etkidir (Şekil 4.19).

4.2.1.3.(4). Swap Anlaşmaları

2007 Ağustos ayında başlayan finansal krizde bankalararası ABD doları fon piyasası (kısa vadeli borç alıp verme) sadece Amerika’da değil uluslararası alanda da çökmüştü. Kredi genişlemesi aracında değinildiği üzere, FED Aralık 2007’de kısa vadeli fon piyasalarındaki baskıyı azaltmak amacıyla Amerikan bankalarına yönelik TAF (vadeli ihale kolaylığı) oluşturmuştu. TAF programı, Amerika piyasasındaki yurt içi fonlama baskılarını giderebilirdi. Fakat FED, bankalar arası borç verme donduğundan, bu yeni olanağın uluslararası dolar fon piyasasındaki baskıları ortadan kaldırmasının olası olmadığını düşünerek; TAF’la aynı anda (12 Aralık 2007’de) Avrupa, İsviçre merkez bankalarıyla swap (takas) anlaşmaları yapacağını açıklamıştır. Bu swap anlaşmaları dolar likiditesi swap anlaşmaları olarak adlandırılır (Klagge ve Fleming, 2010: 1). Bu tarz anlaşmaların amacı, yabancı merkez bankalarının gergin piyasa zamanlarında, yetkileri dâhilindeki kuruluşlara dolar fonlaması sağlama kapasitelerine artırmaktır. Böylece bu kuruluşların finansman baskıları azalacak, finansman maliyetinin tahmin edilebilirliği artacak, finansal gerginlik zamanında dolar üzerinden çıkarılmış varlıklarını satma ihtiyaçları azalacaktır. Bunlar da gerek ABD’de gerekse de yurt dışındaki fon ve kredi piyasalarındaki koşulları iyileştirmeye yardımcı olacaktır.

FED’in merkez bankalarıyla yaptığı ikinci swap anlaşması yabancı para likiditesi swap anlaşmalarıdır. Burada amaç, FED’in Amerikan finans kuruluşlarına karşı merkez bankalarının para birimlerinden likidite teklif etme kapasitelerini artırmaktır (FED, 14.06.2014, www.federalreserve.gov). Bu anlaşmalar 2009 Nisanında Avrupa, İsviçre, Japonya ve Kanada merkez bankalarıyla yapılmış ve 1 Şubat 2010 ‘da bitirilmişti. Ancak 2010 Mayıs’ta Avrupa Borç krizinin başlamasıyla aynı merkez bankalarıyla swap anlaşmaları yeniden yapıldı. Daha sonra FED’in bu ülkelerle swap anlaşması yapma yetkileri uzatıldı. Ekim 2013’de ise FED ve bu merkez bankaları var olan geçici yabancı para likiditesi swap anlaşmalarını ileride ilan edilene kadar her zaman geçerli olan anlaşmalara çevirdiler (FED, 14.06.2014, www.federalreserve.gov). FED bu tarz anlaşmalardan hiçbir para kullanmadığından çalışmada, bu anlaşmalara başka değinilmeyecektir.

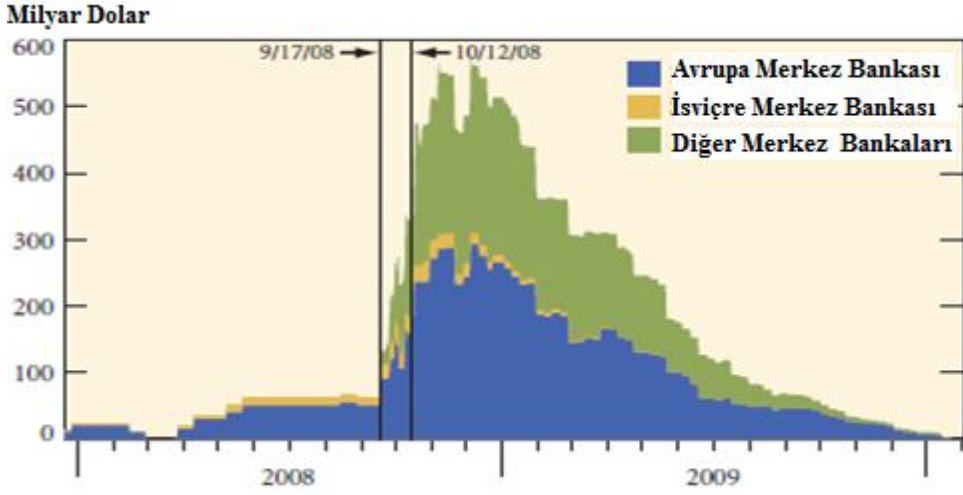
¹¹ ABD Doları Endeksi (USD), Amerikan dolarının Japon Yeni, Euro, Kanada Doları, İngiliz Sterlini, İsveç Kronu ve İsviçre Frangı gibi 6 büyük para biriminden oluşan bir döviz sepetine karşı geometrik ortalama yöntemiyle hesaplanan değerini ölçer (Birgram, 05.07.2014, www.birgram.com).

Dolar likiditesi swap anlaşmaları iki işlemlidir. Bir yabancı merkez bankası swap anlaşmasıyla FED'den para aldığıında, bunun karşılığını piyasadaki döviz kurundan belirlenmiş miktarda kendi para biriminden yatırmaktadır. FED karşılığı olan yabancı parayı yabancı merkez bankasında tutmakta ve bu parayla yatırım yapmamakta ya da borç vermemektedir. Yabancı ülke merkez bankası ise aldığı parayı kuruluşlara dağıtana kadar New York FED'deki hesabında tutmaktadır. Aynı zamanda FED ve yabancı merkez bankaları ileride belirlenmiş bir zamanda ilk takas anındaki kurdan ikinci bir işlemle paraları tekrar takas edeceklerine dair sözleşme yaparlar. Sonrasında yabancı merkez bankasının belirlediği kuruluşlara New York FED'den dolar transferleri yapılır (FED, 14.06.2014, www.federalreserve.gov). İkinci işlem sonunda, yabancı merkez bankası kuruluşlara dolar borç verme operasyonlarından kazandığı faizin tamamını FED'e öder. FED, swap anlaşmasından aldığı yabancı parayı borç vermediğinden, yatırım yapmadığından yabancı merkez bankasına faiz ödemez. Böylece yabancı kuruluşların dolar ihtiyaçları karşılanmış olur.

Amerika merkez bankası 12 Aralık 2007'de Avrupa, İsviçre merkez bankalarıyla swap (takas) anlaşmaları (dolar likiditesi swapları) yaptıktan sonra diğer bir çok merkez bankasıyla da aynı anlaşmaları yapmıştır (Tablo 4.9). Bu anlaşmalar 1 Şubat 2010 'da bitirilmişti. Ancak 2010 Mayıs'ta Avrupa Borç krizinin başlamasıyla Avrupa, İsviçre, Japonya ve Kanada merkez bankalarıyla yeniden anlaşmalar yaptı. Daha sonra FED'in bu ülkelerle swap anlaşması yapma yetkileri uzatıldı. Ekim 2013'de ise FED ve bu merkez bankaları var olan geçici dolar likiditesi swap anlaşmalarını ileride ilan edilene kadar her zaman geçerli olan anlaşmalara çevirdiler.

Tablo 4.9. FED'in Yabancı Merkez Bankalarıyla Yaptığı Swap Anlaşmaları (Dolar Likiditesi Swap Anlaşmaları) (Klagge ve Fleming, 2010: 3).

<i>Tarih</i>	<i>Merkez Bankası</i>
12 Aralık 2007	Avrupa Merkez Bankası, İsviçre Merkez Bankası
18 Eylül 2008	Japonya Merkez Bankası, İngiltere Merkez Bankası, Kanada Merkez Bankası
24 Eylül 2008	Avustralya Merkez Bankası, İsveç Merkez Bankası, Norveç Merkez Bankası, Danimarka Merkez Bankası
28 Ekim 2008	Yeni Zellanda Merkez Bankası
29 Ekim 2009	Brezilya Merkez Bankası, Meksika Merkez Bankası, Singapur Merkez Bankası
Mayıs 2010	Avrupa Merkez Bankası, İsviçre Merkez Bankası Japonya Merkez Bankası, Kanada Merkez Bankası

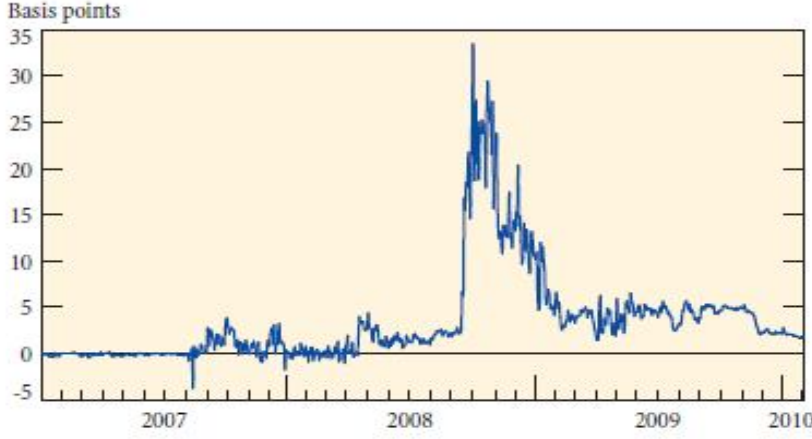


Şekil 4.23. FED'in Yabancı Merkez Bankalarıyla Yaptığı Swap Anlaşmalarında Vadesi Gelmemiş (Mevcut) Miktar (2007 Aralık-2010 Ocak, milyar dolar) (Klagge ve Fleming, 2010: 4).

Lehman Brothers'ın 15 Eylül'deki iflasının ardından dünya çapında finansal piyasalarda koşullar ciddi biçimde bozulurken, FED swap anlaşmalarında hızla genişlemeye gitmiştir. FED, bir çok merkez bankasıyla daha swap anlaşmaları yapmış ve diğer yandan swap anlaşmalarında merkez bankalarına verebileceği toplam dolar miktarını yaklaşık 10 katına çıkartarak, 67 milyardan 620 milyara yükseltmiştir (Fleming ve Klagge, 2010: 4). Gerek krizin en derinleştiği dönemde kuruluşların ABD doları ihtiyaçlarını birbirlerinden (ABD doları fon piyasası) karşılayamaması gerekse FED'in bu genişlemesi swap anlaşmalarında borç verilen miktarı önemli ölçüde artırmıştı. 12 Ekim 2008'de swap anlaşmalarında vadesi gelmemiş (mevcut) kredi miktarı 330 milyar dolara çıkmıştı (Şekil 4.23). Finansal piyasalardaki bozulmanın devam etmesi karşısında FED 13,14 Ekim 2008'de Avrupa, İsviçre, Japonya ve İngiltere merkez bankalarıyla swap anlaşmalarındaki miktar kısıtını kaldırmış, bu ülkelerle yapılan swap anlaşmalarında herhangi bir limitin olmadığını açıklamıştır. Bu değişiklik ve 5 merkez bankasıyla daha anlaşma yapılması swap anlaşmalarında borç verilen miktarı ciddi biçimde artırmıştır (Şekil 4.23). 10 Aralık 2008'de swap anlaşmalarında vadesi gelmemiş (mevcut) kredi miktarı zirveye çıkmış ve 580 milyardan daha fazlaya ulaşmıştır. Bu FED bilançosunun varlıklarının yaklaşık yüzde 25'ini oluşturmaktaydı (Şekil 4.15). 2009 yılı boyunca finansal piyasalardaki gerginliklerin azalmasıyla swaplar için yabancı merkez bankalarının talepleri de gittikçe azalmış ve FED swap anlaşmalarını 1 Şubat 2010'da sonlandırmıştı.

2010 Mayıs'ta Avrupa Borç krizinin başlamasıyla Avrupa, İsviçre, Japonya ve Kanada Merkez Bankalarıyla yeniden swap anlaşmaları yapılmış ve 2010 Mayıs ayından 2011 Mart'a kadar swap anlaşmalarında küçük miktarlarda borç verilmiştir. 2011 Mart ayından Aralık'a kadar ise bu anlaşmalarla borç verilmemiştir. Ancak 2011 Aralık'da swap anlaşmalarında kredi kullanımı artmış ve 2011 Aralık'dan 2012 Şubat'a ortalama vadesi gelmemiş kredi miktarı 100 milyar dolar düzeyinde olmuştur. Sonraki süreçte swap anlaşmalarından kredi kullanımı azalmış ve 2013 sonunda vadesi gelmemiş swap miktarı 1 milyar dolardan azdır. Bu tarihe kadar bakıldığında, swap anlaşmalarından en fazla kullanımda bulunan merkez bankası Avrupa merkez bankası, ikinci ise Japonya merkez bankasıdır (Labonte, 2014a: 12).

FED Eylül 2008'e kadar swapların bilançosu üzerindeki etkisini hazine menkul kıymetleri satarak sterilize etmiş. Ancak bu tarihten sonra bilançosunu genişletmesine izin vermiştir (Şekil 4.15).



Şekil 4.24. Yabancı Bankalarla (Amerikan Olmayan) Amerikan Bankaları arasındaki 3 aylık Libor Farkları (Uluslararası Libor- Amerikan Libor) (Baz Puan, 2007- 2010 Ocak) (Klagge ve Fleming, 2010: 5).

Swap anlaşmalarının uluslararası dolar fon piyasasındaki gerginlikler üzerindeki etkisine bakmak amacıyla uluslararası Libor ile Amerikan Libor arasındaki farka (Şekil 4.24) bakılabilir. Bu farkın 2007 Ocak'ından Ağustosuna sıfır olduğu görülmektedir. Ancak finansal gerginlik başlayınca yabancı bankalar dolar fonlamalarında, dolar fon piyasalarına (bankalararası piyasa) daha çok güvendiğinden, bu gerginlikten çok daha fazla etkilenmelerinin beklendiği üzere, bu farkın yükseldiğini ve 2007 Aralık başına kadar yüksek kaldığı görülmektedir. 2007 Aralık'ında FED'in Avrupa ve İsviçre merkez bankalarıyla swap anlaşmaları yaptığını ilan etmesi, bu merkez bankaları tarafından swaplardan elde edilen dolarların ihallerle satılmasıyla 2008 Nisanına kadar fark sıfıra yakın seyretmiştir. Mart 2008 ortasındaki Bear Stearns'ın çöküşünün etkisiyle Nisan başından itibaren yeniden genişleyen uluslararası Libor-Amerikan Libor arasındaki fark, Lehman Brothers'ın 15 Eylül 2008'deki iflasının ardından şiddetlenmiş, tarihi yüksek seviyelere çıkmıştır. 2008 Ekim ortasında 4 merkez bankasıyla swap anlaşmalarındaki miktar kısıtının kaldırıldığının ilan edilmesinin fark üzerindeki etkisi az da olsa, bu ülke merkez bankalarıyla limitsiz swap anlaşmalarının yürütülmesinin de etkisiyle Kasım başında swap anlaşmalarındaki borç verilen dolar miktar artmış ve fark gevşemeye başlamıştır. 2009 yılı boyunca finansal piyasalardaki gerginliklerin azalmasının da etkisiyle, 2009 Ocak'dan 2010 Ocak'ına kadarsa aradaki fark daha da azalarak 2 ile 6 baz puan arasında dengelenmiştir (Klagge ve Fleming, 2010: 5-6).

Sonuçta swap anlaşmalarının ilanlarının ve uygulamalarının uluslararası dolar fon piyasasındaki gerginlikleri dindirmede etkili olduğu görülmektedir. Her ne kadar kriz dönemi boyunca uluslararası dolar fon piyasasındaki baskılar yüksek kalsa da, swap anlaşmalarıyla borç verilen dolar miktarındaki yüksek artışlar bu eğilimi hafifletmiştir (Klagge ve Fleming, 2010: 6).

4.2.2. Avrupa Merkez Bankasının Kriz Sürecinde Para Politikası Uygulamaları

Bu kısımda Avrupa Merkez Bankasının küresel kriz döneminde geleneksel araçları (politika faizi gibi) ve geleneksel olmayan araçları (kredi genişlemesi, sözle yönlendirme gibi) nasıl kullandığı üzerinde durulacaktır.

4.2.2.1. Politika Faizi

Avrupa merkez bankası'nın (ECB) politika faizi ana finansman faizidir. ECB'nin haftada bir yaptığı, bir hafta vadeli repo ihalelerine ana finansman operasyonu denilmektedir. Mart 2004'den küresel krizin en yoğunlaştığı döneme kadar (2008 Bahar) ECB ana finansman operasyonu ihalelerini geleneksel ihale yöntemine göre yapmakta ve bu ihalelerde geçerli olmasını istediği faiz düzeyi hakkında bankalara sinyal vermek amacıyla minimum bir faiz düzeyi açıklamaktaydı. ECB piyasaya sağladığı finansmanın büyük kısmını ana finansman operasyonu ile sağladığından bu faiz politika faiziydi. Bu faiz bankalar arasındaki gecelik borç alıp verme işlemlerinde oluşmasını hedeflediği faizdi. Ancak 8 Ekim 2008'de, ECB 15 Ekim 2008'den itibaren ana finansman operasyonu ihalelerini sabit faizli olan miktar ihalesine yöntemine göre yapacağını açıklamıştır. Böylece bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı ECB'nin politika faizi olmuştur. Her ne kadar bu tarihten sonra piyasaya sağlanan finansmanın büyük kısmı uzun vadeli olsa (ana finansman operasyonu faizinden) ve bankalar arasındaki gecelik borç alıp verme işlemlerinde oluşan faiz (EONIA) ana finansman operasyonu faizinin çok altında kalsa da ekonomik birimlerin odaklandıkları, ECB'nin para politikası duruşunu yansıtan faiz, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı olan ana finansman operasyonu faizidir.

ECB'nin temel amacı, fiyat istikrarını sürdürmek ve ayrıca fiyat istikrarı amacı ile çelişmemek kaydıyla, AB'nin genel ekonomik politikalarını (tam istihdam ve dengeli ekonomik büyüme) desteklemektir. Ağustos 2007'den itibaren pek çok merkez bankası politika faiz oranlarını indirme yoluna giderken ECB, Ekim 2008'e kadar indirim yoluna gitmedi. Ayrıca Temmuz 2008'de 25 baz puanlık artırıma gidildi. Banka'nın o dönemde sıkı politika duruşunda devam etmesinin nedeni 2007 Eylül'ünden itibaren yükselen enflasyondur (Şekil 4.25 ve Şekil 4.26).

ECB, Lehman Brothers'ın iflasını takip eden dönemde ise politika faizini diğer merkez bankaları gibi tarihi düşük seviyelere hızlıca indirmiştir. Banka %4,25 düzeyinde olan politika faizini 2008 Ekim ayında 50 baz puan indirimle düşürmeye başlamış, Mayıs 2009'a kadar olan 7 aylık dönemde toplamda 325 baz puan indirim yapmıştır. Böylece 13 Mayıs 2009 tarihi itibarıyla ECB politika faizi yüzde 1 gibi rekor düşük seviyeye gelmiştir. ECB politika faizi 2011 Nisan'a kadar bu seviyede kalmıştır. Fakat banka ana finansman operasyonu faizini yükselen enflasyonu biraz hafifletmeye 2011 Nisan ve Temmuz'unda 25'er baz puan arttırarak %1,50'e çekmiştir. Avrupa Borç krizinin derinleşmesiyle ise ECB, 2011 Kasım ayından itibaren politika faizini tekrar düşürmeye başlamıştır. 2011 Aralık ayında politika faizi tekrar yüzde 1'e geri dönmüş ve 2012 Temmuz ayında %0,75'e düşürülmüştür. Burada dikkati çeken nokta politika faizinin artırılmasının enflasyonda herhangi bir düşüş etkisi yaratmadan, Avrupa borç krizinin finansal ve reel ekonomi üzerindeki etkisini azaltmaya tekrar düşürülmesidir. 2013 Mayıs ayında yüzde 0,50'ye düşürülen politika faizi, Kasım ayında %0,25'e düşürülmüştür. Nitekim 2012 Kasım ayından itibaren Avrupa Borç krizinin de etkisiyle enflasyon düşmeye başlamış ve 2013 Ekim ayında % 0,7'yi görmüştür. Bu durum Euro bölgesinin deflasyona sürüklendiği kanısını ortaya çıkarmıştır. Aynı zamanda bazı ülkelerde sıfır civarında enflasyon ya da deflasyon görülmesi, Euro bölgesinin tümünde büyüme hızının oldukça düşük olması, işsizlik oranlarının çok yüksek düzeylere çıkması bu endişeyi destekler niteliktedir. 2014 Haziran ayında politika faizi yüzde 0,15'e, sonra ise Eylül 2014'de tarihi düşük seviye olan yüzde 0,05'e düşürülmüştür. Euro bölgesinde deflasyon endişesinin devam etmesi bu kararlarda önemli rol oynamıştır (Şekil 4.25 ve Şekil 4.26). Dolayısıyla ECB'nin küresel kriz sürecinde

politika faiz oranlarındaki indirimlerdeki amacı bazı anlarda değişse de genel olarak, fiyat istikrarını sağlamaya devam etmek, finansal durumu dengelemeye katkıda bulunmak ve ekonominin daralmasını önleyip, canlandırmaktır.



Şekil 4.25. Avrupa Merkez Bankası Politika Faizinin Gelişimi (1999-2014) (Euribor-rates, 16.12.2014, <http://www.euribor-rates.eu>).



Şekil 4.26. Euro Bölgesi Enflasyon Oranları (1996-2014 Haziran) (ECB, 27.07.2014, <http://www.ecb.europa.eu>).

4.2.2.2. Faiz Koridoru

ECB faiz koridoru sisteminin temellerini ilk kez Haziran 1998'de oluşturmuştur. 1999 yılında avronun kullanılmaya başlaması ile de faiz koridoru sistemi fiilen kullanılmaya başlanmıştır. ECB'nin gecelik mevduat faiz oranı (borç alma faiz oranı) faiz koridorunun tabanını ve marjinal borç verme oranı tavanını oluşturmaktadır (Kahn, 2010: 18-19).

Marjinal borç verme kolaylığında, bankalar ulusal merkez bankalarından her zaman bankalar arasındaki gecelik borç alıp verme işlemlerinde oluşan faiz (kısa vadeli piyasa faiz) oranının kayda değer üzerindeki bir orandan gecelik olarak borçlanabilmektedirler. Mevduat kolaylığında ise, bankalar ulusal merkez bankalarına normalde kısa vadeli piyasa faiz oranının kayda değer altındaki bir orandan gecelik mevduat yatırabilmektedirler. Bu iki mevcut imkândaki faizler bankalar arasındaki gecelik borç alıp verme işlemlerinde oluşan faiz (EONIA) için bir koridor oluşturur.

ECB, kriz öncesi dönemde geleneksel (pasif) bir faiz koridoru sistemi uygulamaktaydı. Bu çerçevede politika faizini faiz koridorunun tam merkezinde ve koridoru genelde 200 baz puanda tutmaktaydı. Kriz öncesi sürecin bir kısmı şekil 4.27 de görülmektedir. Günümüzde halen devam eden küresel kriz sürecindeyse ECB, faiz koridorunu bazen aktif ama genelde pasif şekilde kullanmıştır. Aktif olarak faiz koridorunun kullanılmasına, bankanın simetrik faiz koridoru izlediği dönemlerde dahi faiz koridorunun genişliğini değiştirmesi, belli bir zaman sonra asimetrik faiz

koridorunu uygulaması ve son olarak da negatif mevduat faizine geçmesi örnek verilebilir.



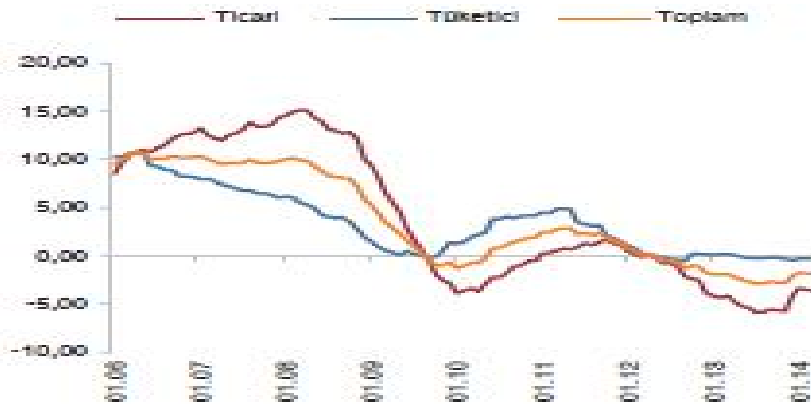
Şekil 4.27. ECB Faiz Koridoru, Ana Finansman Operasyonu Faizi, Bankalar arasındaki gecelik borç alıp verme işlemlerinde oluşan faiz (EONIA) (% , 2007- 2012) (Marginal Lending Facility Rate: Marjinal Borç Verme Oranı, Deposit rate: Mevduat Oranı, Main Refinancing Operation Rate: Ana Finansman Operasyonu Faizi) (Fulcrum, 2013: 8).

Şekil 4.27’de görüldüğü gibi ECB, Ağustos 2007’den Ekim 2008’e kadar politika faiz oranı gibi faiz koridorunun parametrelerinde de herhangi bir indirmeye gitmemiştir. Ancak Ekim 2008’de yüzde 5,25 olan marjinal borç verme kolaylığı faizini peş peşe 2 günde 50’şer baz puan indirerek, faiz koridorunu 200 baz puandan 100 baz puana daraltmıştır. 100 baz puanlık simetrik faiz koridoru 21 Ocak 2009’a kadar korunmuş, bu çerçevede mevduat faiz oranı, politika faiz oranı (ana finansman operasyonu faizi) ve marjinal borç verme oranında aynı baz puan indirimler yapılmıştır. 20 Ocak 2009 itibariyle marjinal borç verme oranı yüzde 3, mevduat faiz oranı yüzde 2, politika faizi oranı ise yüzde 2,5’a kadar düşmüştü. 18 Aralık 2008’de ise ECB, 21 Ocak 2009’dan itibaren faiz koridorunun politika faizi etrafında tekrardan 200 baz puan olarak kurulacağını açıklamıştır (ECB, 2008a: 1). 21 Ocak 2009’da ise mevduat faiz oranı 100 baz puan, politika faizi ise 50 baz puan indirilerek açıklandığı gibi simetrik faiz koridoru uygulamasına devam edilmiştir. Bu faiz koridoru marjinal borç verme oranı, mevduat oranı ve politika faiz oranı düşürülürken 13 Mayıs 2009 tarihine kadar korunmuştur. Söz konusu tarihte marjinal borç verme faiz oranı 50 baz puan, politika faizi 25 baz puan azaltılarak politika faizi etrafında faiz koridoru 150 baz puana daraltılmıştır. ECB yaklaşık 2 yıl gerek faiz koridorundaki üst ve alt bandı gerekse de politika faizini korumuştur. Küresel finans krizinin derinleştiği zamandan itibaren 2009 Mayıs ayı ortasına kadar bakıldığında, ECB’nin küresel finans krizinin etkisini yumuşatmaya marjinal borç verme oranını 350 baz puan indirerek yüzde 1,75’e, mevduat faiz oranını ise 300 baz puan indirerek 0,25’e ve daha önceden değinildiği üzere politika faizini 325 baz puan indirerek yüzde 1,00’e indirdiği görülmektedir. Fakat banka yükselen enflasyonu biraz hafifletmeye 2011 Nisan ve Temmuz’unda ana finansman operasyonu faizini artırırken simetrik koridoru korumak amacıyla her iki bandı da 25’er baz puan arttırmıştır. Avrupa Borç krizinin derinleşmesiyle ise ECB, 2011 Kasım ayından itibaren politika faizini ve koridor faizlerini tekrar düşürmeye

başlamıştır. Yaşanan indirim sürecinde 2012 Temmuz’unda mevduat faiz oranı yüzde sıfıra getirilmiştir. ECB faiz kararlarının alındığı yönetim konseyi üyesi olan Peter Praet, 11 Aralık 2012’de, ECB’nin negatif mevduat faiz oranına teknik olarak hazır olduğunu, ayrıca koridor faizlerinde de daha indirimler yapabileceklerini belirtmiştir (Fulcrum, 2013: 1). Böylece ECB, ilk kez negatif faiz oranı için bir sinyal vermiştir.

ECB faiz indirimi sürecinde, politika faizini 2013 Mayıs’ta %0,75’den %0,50’e düşürmüş ve negatif mevduat faizinden kaçınarak, koridoru politika faizi etrafında simetrik tutmaya marjinal borç verme faizini yüzde 1,5’den yüzde 1’e indirmiştir. 2013 Kasım ayında ise Ekim’den itibaren başlayan deflasyon endişeleriyle politika faizi %0,25’e, marjinal borç verme oranı %0,75’e indirilmiş, mevduat faiz oranı sıfırda tutulmuş ve böylece asimetrik faiz koridoruna geçilmiştir. ECB Başkanı Draghi, bankaların likidite yönetimlerinde ana finansman operasyonunu tercih etmeleri teşviğini korumak adına marjinal borç verme oranı ile ana finansman operasyonu faizi arasındaki uzaklığı değiştirmediklerini, bundan dolayı da asimetrik faiz koridoruna sahip olduğunu söylemiştir (ECB, 2013a: 3). Deflasyon endişelerinin daha da tırmanmasıyla ECB önce 2014 Haziran ayında sonra ise Eylül 2014’de 3 faizini de tarihi düşük seviyelere düşürmüştür. Bu çerçevede politika faizi önce %0,15’e sonra %0,05’e, mevduat faizi önce -%0,10’a sonra -%0,20’e ve marjinal borç verme oranı önce %0,40’a sonra ise %0,30 düşürülmüştür. Eylül 2014’de bu oranlara bağlı olarak faiz oranlarında artık indirimin mümkün olmadığı dile getirilmiştir.

ECB’nin 2008 Ekim ayından itibaren tüm finansman işlemlerinde sabit faiz tam tahsis yöntemi uygulaması sonucu kriz süresince bankalar günlük işlemlerini finanse etme ihtiyaçlarından daha fazla likidite talep etmişlerdir. Bankalar bu ek likiditeyi çok da tüketicilere, firmalara ya da bankalar arası piyasada borç vermek için kullanmamış, genelde ECB’nin mevduat kolaylığına geri yatırmışlardır (Şekil 4.31) (ECB, 2010: 67-69). Oluşan bu aşırı rezerv artışı nedeniyle bankalar arasındaki gecelik borç alıp verme işlemlerinde oluşan faiz (EONIA) faiz koridorunun tabanında seyretmiş ve mevduat faiz oranının düşmesiyle de daha da düşebilecek alan bulmuştur (Şekil 4.27). Sonuçta ECB’nin mevduat faizini negatife çekme nedeni piyasadaki faizleri düşürmenin yanı sıra bankaların ellerindeki likiditeyi merkez bankasına yatırmalarının maliyetinin yüksek olduğu mesajı vererek, tüketicilere, firmalara, diğer bankalara kredi vermelerini sağlamaktır. Şekil 4.28’de küresel finans krizi ve Avrupa Borç krizinin etkisiyle Euro bölgesinde yıllık kredi büyüme hızlarının olumsuz etkilendiği görülmektedir.



Şekil 4.28. Euro Bölgesi Kredi Büyümesi (Yüzde, Yıllık, 2006-2013) (TCMB, 2014d: 7).

Negatif mevduat faizi, ECB'nin ilk kez denediği, daha önce de Danimarka ve İsveç merkez bankalarının denediği geleneksel olmayan bir uygulamadır. Her ne kadar negatif mevduat faiz oranı merkez bankasında mevduat tutmayı caydırıcı bir nitelik taşısa da bankalar beklenmedik bir şekilde İsveç Merkez Bankası'na yüksek miktarda mevduat yatırmaya devam etmişlerdir (Kahn, 2010: 21).

ECB'nin faizlerinin diğer merkez bankaları gibi sıfır seviyesine yaklaşması, faiz indirimlerinin toparlanmaya katkısının yetersiz kalması ve Euro bölgesinde baş gösteren borç krizi ECB'yi geleneksel olmayan para politikası araçlarına başvurmaya itmiştir. ECB bu önlemlere ilk olarak Ağustos 2007'de başvurmuş, 2008 Ekim'den sonra bu önlemleri artırmış ve Mayıs 2009'dan itibaren de çok daha fazla bu tarz politika araçlarını kullanmıştır.

4.2.2.3. Sözle Yönlendirme

ECB, 2013 Mart ayından itibaren geleneksel olmayan para politikası araçlarından sözle yönlendirmeyi kullanmaktadır. ECB, bu aracı kullanan merkez bankalarına göre oldukça geç bu araca başvurmuştur. Banka, bu aracın sadece açık uçlu yönlendirme şeklini kullanmıştır.

ECB'nin bu aracı nasıl kullandığı ECB yönetim konseyi'nin toplantılarından sonra yayınlanan toplantı raporlarına, başkanın toplantıdan sonraki basın konuşmalarına bakılarak değişen yönlendirmelerle örneklendirilecektir.

ECB, sözle yönlendirme aracını ilk olarak daha az açık şekilde kullanmıştır. Buna göre;

Açık Uçlu Yönlendirme:

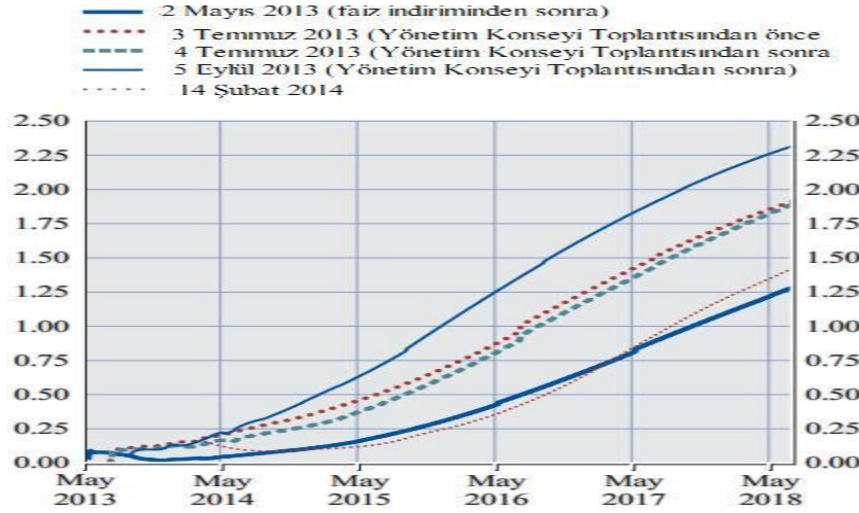
- 7 Mart 2013'de ECB Yönetim Konseyi Toplantısı sonrası Draghi: Para politikası duruşumuz gerektiği sürece genişlemeci kalacaktır (ECB, 2013b: 3).

Bu söylem bundan sonraki toplantı raporlarının çoğunda da yer almıştır. Ancak 4 Temmuzda ECB, faiz oranlarına yönelik daha açık sözle yönlendirme yapılmıştır.

- 4 Temmuz 2013 ECB Yönetim Konseyi Toplantı Raporu: Yönetim Konseyi ECB faiz oranlarının uzun bir süre mevcut ya da daha düşük seviyelerde kalmasını beklemektedir. Bu beklenti, orta vadeye kadar uzanan enflasyonun düşük görünümüne, ekonominin zayıflığına ve zayıf parasal dinamiklere dayanmaktadır (ECB, 2013c: 1).
- 4 Temmuz 2013 ECB Yönetim Konseyi Toplantısı sonrası Draghi: Uzun bir süre, uzun bir süre demektir. Altı ay değil, 12 ay değil- uzun bir süre (ECB, 2013c: 3).
- 5 Haziran 2014 ECB Yönetim Konseyi Toplantısı: Yönetim Konseyi ECB faiz oranlarının mevcut enflasyon görünümü karşısında uzun bir süre mevcut seviyelerde kalmasını beklemektedir (ECB, 2014a: 1).

Ayrıca, ECB negatif mevduat faizine yönelik olarak da sözle yönlendirme yapmıştır.

- 2 Mayıs 2013 ECB Yönetim Konseyi Toplantısı sonrası Draghi: Negatif mevduat faizine teknik olarak hazırız. ... Bu konuya açık görüşle bakacağız ve ihtiyaç duyarsak eyleme geçmeye hazırız (ECB, 2013d: 4).



Şekil 4.29. EONIA vadeli oranları (ECB, 2013e: 16).

Şekil 4.29'da ECB'nin 4 Temmuz 2013'te yaptığı sözle yönlendirmenin ECB'nin beklenen faiz oranı patikası üzerindeki etkisini göstermek amacıyla EONIA vadeli oranları gösteren EONIA beklenen eğrileri gösterilmektedir. Şekilde de görüldüğü üzere EONIA vadeli oranları ECB'nin 2 Mayıs 2013'te faiz oranlarını azaltmasından sonra artmaya başlamış ve 2 Mayıs ile 3 Temmuz arasında bazı vadelerde 55 baz puanına kadar artmıştır. EONIA beklenen eğrisindeki yukarı kaymanın en belirgin olduğu dönem Haziran sonları olmuştur (ECB, 2013f: 1). Bu durum para politikasının durumu ve onun gelişimi hakkında beklentilerin her nedense ECB'nin para politikası ve ekonominin durumu hakkında değerlendirmelerden ayrıldığını göstermektedir. İşte bu durum sebebiyle ECB, 4 Temmuz 2013'te faiz oranlarına yönelik daha açık sözle yönlendirme yapmıştır. Böylece banka ekonomik duruma ilişkin değerlendirmesini ve para politikası stratejisini daha açık hale getirmiştir. ECB'nin 4 Temmuz 2013'te yaptığı yönlendirmesi sonrasında EONIA beklenen eğrisi aşağı kaymış, 6 aydan uzun vadede EONIA vadeli oranlar yaklaşık 5 baz puan düşmüştür (ECB, 2013e: 16). Takip eden aylarda Euro bölgesi içerisinde ve dışarısında yayınlanan bir dizi pozitif ekonomik haberlere ve verilere bağlı olarak oranlar yeniden yükselmiştir. EONIA beklenen eğrisinin eğimi Eylül'de yeni bir yükseğe varmıştır. Ancak sonrasında özellikle Kasım 2013'te ECB'nin para politikası kararlarının sonucu olarak sürekli aşağı kaymıştır. Bunda; ECB'nin politika faiz oranında indirimine gitmesi, bu indirimle 4 Temmuz'daki sözle yönlendirmesinin doğrulanması -faiz oranındaki indirimin destekleyici etkisini artırmasına katkıda bulunur- ve aynı sözle yönlendirmeye bu kararlarında da yer vermesinin etkisi vardır. 14 Şubat 2014'de EONIA vadeli oranların Mayıs 2013'teki seviyelerine yakın seyrettiği görülmektedir.

Sonuçta ECB'nin 4 Temmuz 2013'te yaptığı ve sonrasında da devam ettirdiği sözle yönlendirme, yönetim konseyinin ekonomik duruma ilişkin değerlendirmesini ve para politikası stratejisini daha açık hale getirmiştir. Eğer fiyat istikrarı görünümü izin verirse ECB için faiz oranlarında daha indirimin hâlâ bir seçenek olarak kaldığı

düşüncesi kamuoyuna verilmiştir. Böylece sözle yönlendirme, daha istikrarlı finans piyasası koşullarına katkıda bulunmuş ve beklentileri daha sağlam şekilde yönlendirmiştir. Bu nedenle ECB'nin fiyat istikrarı, tam istihdam gibi amaçlarını başarıyla desteklemiştir.

4.2.2.4. Likidite Yönetimi

Dördüncü bölümün bu kısmında zorunlu karşılıklar, kredi genişlemesi ve swap anlaşmaları ele alınacaktır

4.2.2.4.(1). Zorunlu Karşılıklar

ECB, üye ülkelerde faaliyet gösteren kredi kuruluşlarından ulusal merkez bankaları hesaplarında asgari zorunlu karşılık tutmalarını istemektedir (Koçyiğit, 2009: 118). Eurosystem dâhilindeki kuruluşlar zorunlu karşılıklarını tesis dönemi boyunca ortalama olarak tutmaktadırlar.

Euro Bölgesindeki zorunlu karşılık sistemi temel olarak iki amaca hizmet etmektedir: i) rezervlerin dönem boyunca ortalama olarak tutulması ile kuruluşların geçici likidite şoklarına karşı esnekliklerini artırmak ve piyasa faizlerinde istikrarı sağlamak, ii) zorunlu karşılık sistemi ile piyasada yapısal likidite açığı koşulları oluşturmak ve ECB'nin net kredi veren konumunun sürmesini sağlamak (Talaslı, 2012: 15).

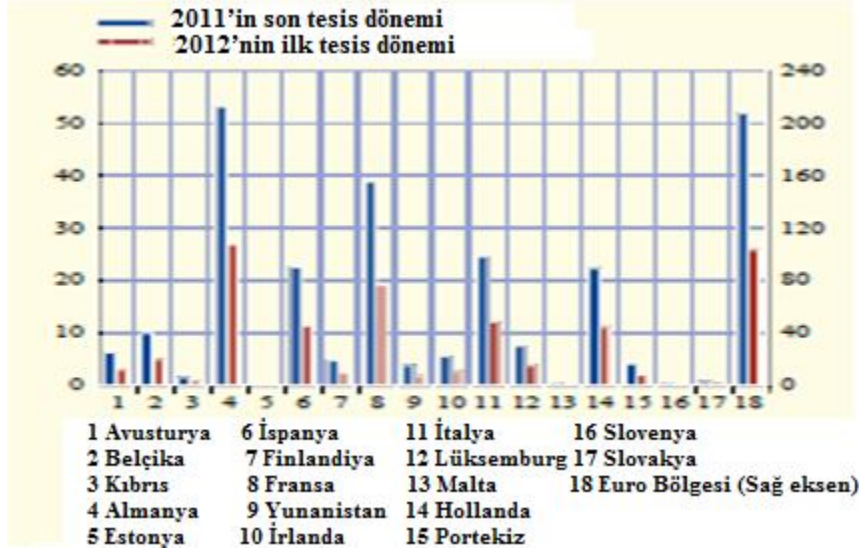
Zorunlu rezervlere, Eurosystem ana finansman operasyonlarında uygulanan faiz oranı ortalaması üzerinden faiz ödenmektedir (Koçyiğit, 2009: 119). Tutulması gereken zorunlu karşılık üzerindeki tutarlar için ise faiz ödenmemektedir (Talaslı, 2012: 16).

ECB, zorunlu karşılıkları finansal kuruluşların bilançolarındaki rezerv tabanlarına göre hesaplamakta ve rezerv tabanının sadece bir kısmı zorunlu karşılığa tabi olmaktadır. Tablo 4.10'da rezerv tabanına konu olan yükümlülükler ile bunlar için uygulanan zorunlu karşılık oranları hakkında özet bilgi sunulmaktadır.

Tablo 4.10. Kredi Kurumlarının Rezerv Tabanını Oluşturan Kalemler (ECB, 2012a: 55-56).

A. Pozitif Zorunlu Karşılık Oranı Uygulanan Yükümlülükler
Mevduat
1- Gecelik Mevduatlar
2- Vadesi iki yıla kadar olan mevduatlar
3- Vadesi iki yıla kadar olan ihbarlı mevduatlar
İhraç Edilen Borçlanma Araçları
1- İhraç vadesi iki yıla kadar olan borçlanma araçları
B. Sıfır Zorunlu Karşılık Oranı Uygulanan Yükümlülükler
Mevduat
1- Vadesi iki yıldan uzun olan mevduatlar
2- Vadesi iki yıldan uzun olan ihbarlı mevduatlar
3- Repolar
İhraç Edilen Borçlanma Araçları
1-İhraç vadesi iki yıldan uzun olan borçlanma araçları
C. Rezerv Tabanına Dâhil Edilmeyen Yükümlülükler
1- Eurosystemde zorunlu karşılığa tabi diğer kuruluşlara karşı yükümlülükler
2- ECB veya ulusal merkez bankalarına karşı yükümlülükler

ECB'nin, Ocak 1999 tarihinden 18 Ocak 2012 tesis dönemine kadar olan sürede yabancı ve yerli para için uyguladığı zorunlu karşılık oranı yüzde 2'di. Ancak Avrupa Borç krizinin en yoğunlaştığı dönem sürecinde, 2011 Aralık ayında 18 Ocak 2012 tesis döneminden itibaren başlamak üzere zorunlu karşılık oranı yüzde 1'e düşürüldü. Bu kararın iki amacı vardır: İlk olarak bankaların ellerindeki Euro bölgesi devlet tahvillerinin değerinin düşmesiyle artan likidite ihtiyaçlarını azaltmak ve böylece kredi hacminin çok ciddi daralmasını engellemektir. İkinci olarak ise, Euro bölgesi para piyasasındaki aktiviteyi (likiditeyi) desteklemektir.



Şekil 4.30. Euro Bölgesi Ülkelerinde Zorunlu Karşılık Oranı Düşüşüyle Zorunlu Karşılık Miktarlarının Karşılaştırılması (mavi çizgi 2011'in son tesis dönemini, kırmızı çizgi ise 2012'nin ilk tesis dönemini ifade eder, milyar Euro, Sağ dikey eksen Euro bölgesi toplamını, Sol dikey eksen ise ülkelerdeki toplamları ifade eder) (ECB, 2012b:30).

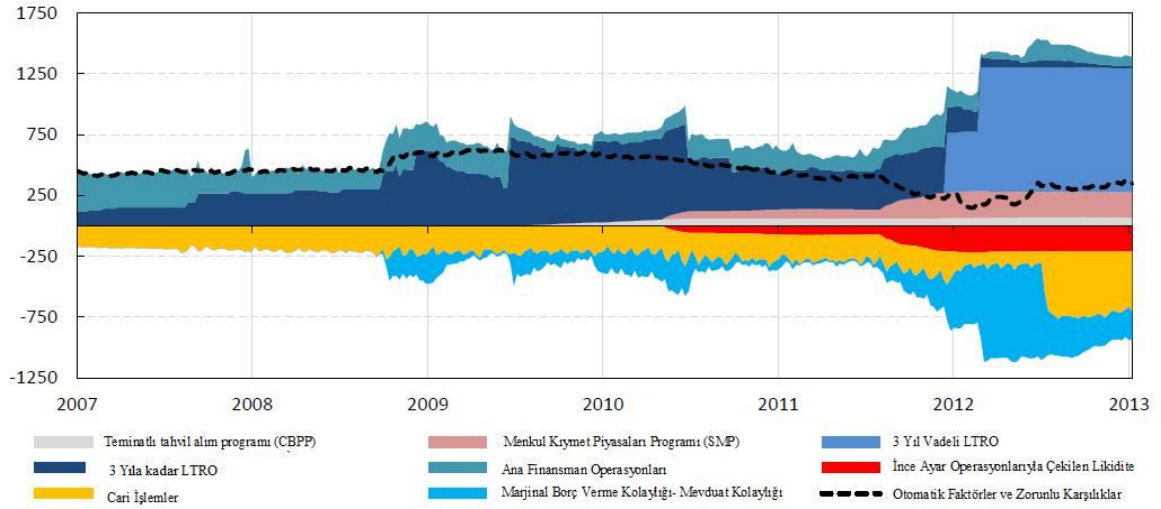
Şekil 4.30.'da görüldüğü gibi, gerek Euro bölgesinin tamamında gerekse de ülkeler bazında 2011'in son tesis dönemiyle 2012'in ilk tesis dönemi arasında zorunlu karşılıklar yarı yarıya inmiştir.

4.2.2.4.(2). Kredi Genişlemesi

Avrupa Merkez Bankası (ECB), küresel kriz sürecinde kredi genişlemesi politikasını kapsamlı olarak uygulayan merkez bankalarından birisidir. 9 Ağustos 2007'de euro bölgesi de dâhil olmak üzere tüm dünyada bankalararası piyasalarda ciddi gerginlik belirince, ECB aynı gün tepki vererek, euro bölgesi bankalarının ana finansman oranından, gecelik vadede yeterli teminat karşılığında ihtiyaç oldukları likidite miktarını çekebileceklerini açıklamış ve o gün bankalara 95 milyar dolarlık likidite sağlanmıştır. Kredi genişlemesi aracının kullanım süreci böylece başlamış ve halen devam etmektedir. Söz konusu araç alt araçlar bazında anlatılacaktır.

4.2.2.4.(2).(a). Ek 3 Ay Vadeli ve 6 Ay Vadeli Uzun Vadeli Finansman Operasyonları (LTRO)

ECB Ağustos 2007'den Ekim 2008'e kadar olan süreçte temel olarak iki uygulama üzerinde durmuştur. Bunlardan ilki, her ay düzenlenen ve üç ay vadeli uzun vadeli finansman operasyonlarına (LTRO) ek olarak rutin dışında üç ay vadeli LTRO'lar düzenlenmesi; ikincisi ise para politikasının genel çerçevesinde olmayan altı ay vadeli LTRO'lardır (Kara, 2012: 18). Böylece bankacılık sisteminin likidite ihtiyacı uzun vadeli olarak karşılanmaya çalışılmıştır. Şekil 4.31'de görülebileceği üzere bu durum vadesi gelmemiş uzun vadeli finansman tutarının (3 yıla kadar LTRO) kayda değer bir şekilde artmasına neden olmuştur.



Şekil 4.31. Avrupa Merkez Bankası'nın 2007-2013 Yılları arasında Likidite Temini ve Likidite Çekimi (Fulcrum, 2013: 4).

4.2.2.4.(2).(b). Sabit Faiz Tam Tahsis İhale Yöntemi

Avrupa Merkez Bankası Lehman Brothers'ın 2008 Eylülünde çöküşünden sonra faiz oranlarında yapmış olduğu indirimlerin yanında likidite yönetiminde de oldukça etkin davranmıştır. Bu çerçevede, 15 Ekim 2008'de hem ana finansman operasyonlarında hem de uzun vadeli finansman operasyonlarında çeşitli vadeler için miktar ihalesinin bir çeşidi olan sabit faiz tam tahsis ihale yöntemi uygulamaya konulmuştur. Böylece Lehman Brothers'ın batışından sonra bankalararası piyasadaki anlamlı bozulma karşısında, bankalara ana finansman oranından yeterli teminat karşılığında sınırsız miktarda ve uzun vadelerde likidite sağlanmaya başlamıştır.

ECB, Mart 2010'da, finansal piyasalarda ve ekonomide meydana gelen iyileşmeleri gerekçe göstererek, düzenli 3 aylık uzun vadeli finansman operasyonlarında geleneksel ihale yöntemine –değişken oranlı ihale prodesürü- geri dönmeye karar vermiştir. Bununla birlikte Avrupa borç krizi Mayıs 2010'da düzenli 3 aylık uzun vadeli finansman operasyonlarında sabit faiz tam tahsis ihale yöntemine devam etmesine neden olmuştur (Szczerbowicz, 2013: 7-8). Bu noktadan sonra hem ana finansman operasyonlarında hem de uzun vadeli finansman operasyonlarında çeşitli vadeler için sabit faiz tam tahsis ihale yöntemini uygulamaya devam etmiştir.

4.2.2.4.(2).(c). Bir Yıllık ve Üç Yıllık Uzun Vadeli Finansman Operasyonları (LTRO)

ECB, Mayıs 2009'da ise uzun vadeli finansman operasyonlarında (LTRO) maksimum vadeyi 1 yıla çıkarmıştır. 1 yıl vadeli LTRO'ların ilki Haziran 2009'da diğerleri Eylül ve Aralık'ta yapılmıştır. Haziran 2009'da yapılan ilk LTRO'ya bankalar çok yoğun talep göstermiş ve 442 milyar Euro tutarında likidite sağlanmıştır. Bu durum Şekil 4.31'de de görülebilmektedir. Hem katılan banka sayısının çokluğu, hem de sağlanan likidite miktarı krizin Euro bölgesini nasıl sardığının iyi bir göstergesiydi.

ECB Aralık 2009'da finansal piyasalarda ve ekonomide meydana gelen iyileşmeleri gerekçe göstererek geleneksel olmayan araçları kademeli bir şekilde durduracağını belirtmiştir. Bu çerçevede, Aralık 2009'da yapılacak olan 12 aylık LTRO'nun son yıllık LTRO olacağını, Mart 2010'da 1 tane daha 6 aylık LTRO yapılacağını, ek 3 aylık LTRO'lara ise devam edilmeyeceğini açıklamıştır (ECB, 2010: 72). Bununla birlikte, Avrupa borç krizinin 2010 Mayıs'ında patlak vermesi ECB'ni ek LTRO'lara devam etmeye zorlamıştır. ECB, bu çerçevede Mayıs 2010'da sabit faiz tam tahsisle 6 ay vadeli LTRO'ların yürütüleceğini açıklamıştır.

2011 yılının sonlarına doğru, Euro bölgesindeki ülke borç piyasalarında stresin artması, Euro Bölgesi bankalarının piyasalardan fonlama yapabilmelerini büyük ölçüde engellemiştir. Böyle bir bozulma, kredi kurumlarının, bölgedeki hane halkı ve reel sektöre verdikleri kredilerin kısılması riskini taşımaktadır (Kılıcı, 2012: 166).

Bu şekilde oluşacak bir kredi kısıntısının önüne geçebilmek ve para politikası kararlarının etkin bir şekilde reel ekonomiye aktarılmasının devamlılığını sağlamak, dolayısıyla, Euro Bölgesi'nde fiyat istikrarının korunması ve ekonomiyi canlandırmak amacıyla, Merkez Bankası, Ekim 2011'de ek standart-dışı (geleneksel olmayan) araçlar uygulamaya karar vermiştir (Kılıcı, 2012: 166).

İlk olarak, ECB, sabit oranlı tam tahsis ihaleleriyle, Ekim ve Aralık 2011'de sırasıyla 12 ve 13 aylık iki adet uzun dönemli finansman operasyonu düzenlemeye karar vermiştir. Her iki operasyondaki oran, ilgili uzun vadeli finansman operasyonu dönemindeki ana finansman operasyonu oranlarının ortalaması esas alınarak, sabitlenmiştir. Sonrasında 2011 Aralık ayında, 3 yıllık vadeli ve 1 yıl sonra geri ödeme opsiyonuyla, iki adet daha uzun vadeli finansman operasyonu kararı alınmıştır. Bu operasyonlarda da, 12,13 aylık uzun dönemli finansman operasyonları gibi sabit faiz tam tahsis ihale yöntemi kullanılmıştır.

Avrupa Merkez Bankası, 21 Aralık 2011'de yapılan ilk 3 yıllık operasyon ile 523 bankaya 489 milyar Euro tutarında likidite sağlamış olup; vadesi gelen ve o hafta kapanması gereken diğer operasyonlar hesaba katıldığında, net likidite artışı 210 milyar Euro olarak gerçekleşmiştir. 29 Şubat 2012'de yapılan ikinci 3 yıllık operasyon ile, 800 bankaya 530 milyar Euro sağlanmıştır. Aynı şekilde, vadesi gelen işlemler göz önüne alındığında, net likidite enjeksiyonu 311 milyar Euro tutarında gerçekleşmiştir (Kılıcı, 2012: 171).

Bu doğrultuda düzenlenen ve 3 yıllık vadelerle gerçekleştirilen uzun dönemli finansman operasyonları, Merkez Bankası para politikası açısından büyük bir yeniliktir (Kılıcı, 2012: 172). Şöyle ki; bu operasyonlar merkez bankası fonlamasını para piyasasından sermaye piyasasına taşımıştır (Szczerbowicz, 2013: 8). Sistemik riskin, ekonominin işleyişine ciddi bir şekilde zarar verdiği mevcut koşullar altında, Merkez Bankası kredi desteğinin kullanılması son derece gerekli hale gelmiş olup; kredi desteğinin bu kadar uzun vadelere genişletilmesi, bankalara likidite ihtiyaçlarının planlamasında daha geniş bir süre tanınması anlamına gelmektedir. Böylece bankaların

mevcut olan finansman ihtiyacı uzun vadeli olarak karşılanırken, onların varlıklarını satması ve kredinin bazı türlerini kısması engellenmiştir. Aralık 2011’de yapılan ilk 3 yıllık uzun dönemli finansman operasyonunda sağlanan likiditenin, ekonomik birimler arasında değiş tokuş edildiği ve aynı zamanda, Merkez Bankası’ndan ödünç alan bankaların, mevduattan yararlanan bankalarla aynı olmadığı görülmüştür. Ayrıca, ilk yıldan sonra, bankalara, operasyonu sonlandırma opsiyonu sunulması, değişen likidite ve normalleşen piyasa koşullarına göre kendilerini ayarlayabilme esnekliği olanağını sağlamıştır (Kılıcı, 2012: 172).

Bu operasyonlar neticesinde, verim eğrisi üzerinde, başlangıçta kısa dönemde, sonra daha uzun aralıklarda olmak üzere, faiz oranlarının kısmen düşmekte olduğu görülmüştür. Bu gelişmeler, geleneksel olmayan araçların bankacılık sektöründe, reel ekonomiye finansman sağlanmasındaki güçlükleri ortadan kaldırmada, çok daha ciddi bir kredi sıkışmasının yaşanmasını bir nebze de olsa önlediğini göstermektedir. 3 yıl vadeli operasyonlar aracılığıyla yapılan büyük ölçekli likidite enjeksiyonu, birçok piyasa segmenti üzerinde etkili olmuştur. Bankaların karşı karşıya olduğu likiditeye ilişkin endişelerin azaltılması ve bankacılık sektörü sistemik riskinin azaltılmasıyla sözkonusu operasyonlar, fonlama piyasalarının tekrar çalışmaya başlamasına katkıda bulunmuştur (Kılıcı, 2012: 172).

4.2.2.4.(2).(d). Teminat Kurallarının Gevşetilmesi

Avrupa Merkez Bankası piyasası olmayan varlıkları da finansman operasyonlarında teminat olarak kabul ettiğinden dolayı Merkez Bankaları arasında teminat konusunda en esnek Merkez Bankaları arasında bulunmaktadır. ECB, Lehman Brothers’ın 2008 Eylülünde çöküşünden sonra finansman operasyonlarında teminat olarak kabul edilecek varlıkları daha da esnetmiştir. Bu çerçevede 15 Ekim 2008’de önemli kararlar alınmıştır. Alınan kararlar doğrultusunda (ECB, 2008b: 1);

- a. Amerikan doları, Japon yeni ve İngiliz sterlini üzerinden olup Euro alanı içinde ihraç edilmiş ve pazarlanabilir (piyasada işlem gören) borçlanma senetleri;
- b. İngiltere kanunlarına göre yönetilen Euro üzerinden sendikasyon kredi alacağı;
- c. Kredi kuruluşları tarafından ihraç edilmiş borçlanma senetlerinden, ECB’nin kabul ettiği organize olmayan piyasalarda işlem görenler teminat kapsamına alınmıştır.
- d. Teminat olarak kabul edilebilecek, pazarlanabilir ve pazarlanabilir olmayan borçlanma senetlerinin kredi derecesi eşiği, varlığa dayalı menkul değerler hariç kalmak koşuluyla A-’den BBB-’ye düşürülmüştür.

ECB’nin 15 Ekim 2008’de teminat konusunda aldığı bu geçici önlemlerdeki amacı, bankalararası borç vermede yaşanan ani duruş yüzünden oluşan likidite kıtlığına merkez bankası finansmanı ile çare bulmaktır. ECB’nin teminat kuralları genişletirken, riskli varlıklara maruz kalmayı sınırlamaya, kabul edilen menkul kıymetlerde belirli oranda kesinti uyguladığını da vurgulamak gerekir. Başlangıçta 2009 sonuna kadar yürürlükte kalacağı açıklanan önlemlerin, Mayıs 2009’da 2010 sonuna kadar yürürlükte kalacağı açıklanmıştır. Bununla birlikte 2010 Mayıs’ında Avrupa Borç krizinin ortaya çıkışıyla ECB teminat kurallarını daha da gevşetmiştir. Buna göre, 2010 Mayıs’da Yunan devlet tahvillerinin Merkez Bankası fonlarından temin için teminat olarak

kullanılmasında kredi derecesi eşiği uygulamayacağını açıklayarak, bankaların Yunan devlet tahvillerini Merkez Bankası fonlarından edinmek amacıyla teminat göstermeleri için önlem almıştır. ECB 2010 Aralık sonunda, 15 Ekim 2008'de teminat listesinin genişletme adına aldığı kararları yürürlükten kaldırmıştır.

ECB, 2011'de borç krizi diğer Euro bölgesi ülkelere sıçradığında da, Yunan devlet tahvilleri için aldığı kararın aynısını almış ve İrlanda, Portekiz devlet tahvillerinde de kredi derecesi eşiği uygulamayacağını açıklamıştır (Szczerbowicz, 2013: 16). Ayrıca 2011 Aralık'da, bankalara kredileri teminat olarak kullanma olanağı sağlanmıştır. Bununla, bankaların ekonomiye verdikleri krediyi kısımları ve bilançolarındaki diğer varlıkları ölü fiyatlara satmaları engellenmeye çalışılmıştır. Avrupa Merkez Bankası, ulusal Merkez Bankalarının, belirli uygunluk şartlarını sağlayan banka kredileri gibi kredi alacaklarını da teminat olarak kabul edebilmesine olanak sağlayarak, teminat kullanılabilirliğini arttırmaya karar vermiştir (Kılıcı, 2012: 173). Böylece; her bir Merkez Bankası kendi belirlediği uygunluk şartına göre teminat olarak kabul edilecek kredi alacaklarını belirlemiştir. Örneğin, Banque de France, ipotekli veya birinci sınıf imtiyazlı gayrimenkul kredilerini, ABD doları cinsinden ihraç edilmiş kredi alacaklarını ve Coface tarafından garanti edilen ihracat kredisi alacaklarını da teminat olarak kabul etmeye başlamıştır. Yine aynı kararlar bazı varlığa dayalı menkul kıymetlerde kredi derecesi eşiği düşürülmüş ve Euro sistem operasyonlarında hali hazırda kabul edilebilir olan varlığa dayalı menkul kıymetlere ek olarak ipotekli konut kredileri ve KOBİ'lere açılan kredilere dayalı varlıklar da, teminat olarak kabul edilmeye başlanmıştır (Kılıcı, 2012: 173). Böylece konuta ve KOBİ'lere kredi temininin kolaylaşması amaçlanmıştır. ECB, Şubat 2012'den itibaren kredi kuruluşları tarafından ihraç edilmiş borçlanma senetlerinden, ECB'nin kabul ettiği organize olmayan piyasalarda işlem görenleri, Eylül 2012'den itibaren ise Amerikan doları, Japon yeni ve İngiliz sterlini üzerinden olup Euro alanı içinde ihraç edilmiş ve pazarlanabilir borçlanma senetlerini tekrar teminat kapsamına almıştır.

4.2.2.4.(2).(e). Birinci ve İkinci Teminatlı Tahvil Alım Programları (CBPP1 ve CBPP2)

ECB, Lehman Brothers'ın 2008 Eylülünde çöküşünden sonra yatırımcıların devlet tahvili ve daha az riskli varlıklara dönmesiyle likidite, ihraç açısından kuruyan ve getiri farkları açısından ciddi yükselişler yaşayan teminatlı tahvil piyasasını yeniden canlandırmak amacıyla, 7 Mayıs 2009'da ilk Teminatlı Tahvil Alım Programı'nı (CBPP1) açıklamış ve Temmuz 2009'da başlatmıştır. Bu program kapsamında, 2010 yılı Haziran ayı sonuna kadar, Euro üzerinden Euro bölgesinde ihraç edilmiş 60 milyar Euro tutarında teminatlı tahvillerin birincil ve ikincil piyasalardan alınacağı açıklanmıştır.

Teminatlı tahvil piyasası, bankalar tarafından, özel(genelde ipotekli gayrimenkul kredisi) ve kamu sektörüne verilen kredileri finanse etmek için ihraç edilen uzun dönemli borç araçlarıdır (Kılıcı, 2012: 164). Euro bölgesinin büyük kısmında bankalar için ana finansman kaynağı olduğundan dolayı bu piyasa Avrupa için çok önemli bir finansal piyasadır. Teminatlı tahvillerin varlığa dayalı menkul kıymetlerden en önemli farkı, tahvilin ödenmemesi durumunda teminatlı tahvilleri elde tutanlar teminatın yanı sıra teminatlı tahvilin ihraççısına da başvurabilirler. İşte bu özellik, teminatlı tahvil piyasasını varlığa dayalı menkul kıymet piyasasından daha cazip ve daha likit yaparak güçlü büyümesine ve Avrupa bankaları için önemli finansman kaynağı olmasına yardım etmiştir (Fawley, 2013: 68).



Şekil 4.32. iBoxx Euro üzerinden Teminatlı Tahviller Endeksi (Baz puan, 2007 Ocak-2010 Eylül) (iBoxx Euro üzerinden Teminatlı Tahviller Endeksi, Euro üzerinden ihraç edilmiş teminatlı tahviller sepetinin getirisinden benzer vadeli EURIBOR'un çıkarılmasıyla bulunur) (ECB, 2010: 69).

Birinci Teminatlı Tahvil Alım Programı (CBPP1) teminatlı tahvil piyasasının yeniden canlanmasına ve teminatlı tahvillerin faiz farklarında krizin başlangıcından önceki seviyelere göre yüksek kalmasına rağmen düşüşüne katkıda bulunmuştur (Şekil 4.32) (ECB, 2010: 70). Yine Beirne vd. (2011) yaptıkları regresyon analizinde CBPP1'in ülkeden ülkeye değişmesine rağmen, Euro bölgesinde teminatlı tahvillerin faiz farklarında yaklaşık 12 Baz puan'lık düşüş yarattığı sonucuna varmışlardır (Beirne vd., 2011: 19). CBPP1 30 Haziran 2010'da biterken, %27'si birincil piyasadan, %73'ü ikincil piyasadan olmak üzere 422 farklı teminatlı tahvil alımı yapılmıştır. Program kapsamında 60 milyar Euro'luk doğrudan teminatlı tahvil alımı yapılmış olup, bazı ulusal piyasalarda, Euro bölgesinde ihraç sayısında ve mevcut (vadesi gelmemiş) teminatlı tahvil tutarında ciddi miktarda artış görüldü ki böylece teminatlı tahvil piyasası genişlemiş ve derinleşmiştir. Eurosystem çoğunlukla vadesi 3 ile 7 yıl arasında değişen teminatlı tahvilleri satın almıştır (ECB, 2010: 70).

CBPP1'in uygulanması boyunca, ECB teminatlı tahvil alımlarının niceliksel genişleme olmadığını, kredi genişlemesi'nin bir parçasını olduğunu resmen belirtmiştir. Çünkü ilk olarak bu varlık alımları büyük ölçekli değildir. İkinci olarak ise, ECB likit olmayan bir piyasayı yeniden canlandırmak istemiş fakat bu alımlarla para tabanını artırmayı amaçlamamıştır. ECB, teminatlı tahvil alımlarının Euro bölgesi bankalarının ECB'nin finansman operasyonlarından daha az likidite talep etmesiyle kendiliğinden sterilize edileceğini düşünmüştür (Szczerbowicz, 2013: 15).

ECB, 2011 yılı sonbaharında Avrupa Borç krizinin derinleşmesiyle teminatlı tahvil piyasasını desteklemeye devam etmiştir. Banka, 6 Ekim 2011'de ikinci Teminatlı Tahvil Alım Programı'nı (CBPP2) açıklamış ve Kasım 2011'de başlatmıştır. Bu programın amacı Avrupa Borç kriziyle teminatlı tahvil piyasası dâhil olmak üzere tüm piyasalardan fonlaması azalan bankalar için fonlama koşullarını kolaylaştırmak ve bankaların müşterilere borç vermesini sürdürüp, genişletmeye çalışmaktır. Bu program doğrultusunda, 2012 yılı Ekim ayı sonuna kadar, Euro üzerinden Euro bölgesinde ihraç edilmiş 40 milyar Euro tutarında teminatlı tahvillerin birincil ve ikincil piyasalardan alınacağı açıklanmıştır. Ancak program 2012 Ekim sonu biterken, sadece 16,4 milyar Euro'luk alım yapıldığı açıklanmıştır. Bunun nedeni piyasa koşullarının iyileşmesiyle Euro bölgesi teminatlı tahvil alımlarına yatırımcıların talebinin artması sebebiyle ECB'nin alımların hızını düşürmesidir (ECB, 2012c: 6).

4.2.2.4.(2).f). Menkul Kıymet Piyasası Programı (SMP)

2010 yılı başlarında, özellikle başta Yunanistan olmak üzere bazı Euro bölgesi ülkelerinin kamu maliyelerinin sürdürülebilirliği hakkında endişelerin artmasının sonucu olarak Yunanistan, İspanya gibi bazı Euro bölgesi ülkelerinin 10 Yıllık devlet tahvilleriyle Alman devlet tahvili arasında getiri farkı artmaya başlamıştır (Şekil 4.33). Getiri farklarının artışı Nisan ve Mayıs başında hızlanmıştır. 6 ve 7 Mayıs'da ise Euro bölgesinde bu ülkelerin getiri farkları rekor seviyeye varmıştır. Bu durum 9 ve 10 Mayıs 2010'da Euro bölgesi devletlerinin Avrupa Finansal İstikrar Kolaylığı dâhil olmak üzere geniş kapsamlı önlem paketi ilan etmesine neden olurken, ECB'nin de 10 Mayıs 2010'da Menkul Kıymet Piyasası Programı'nı (SMP) başlattığını ilan etmesine neden olmuştur.

SMP programı altında, işlevselliği bozulan Euro bölgesi kamu ve özel sektör borçlanma senetleri (menkul kıymetleri) likidite ve derinliği sağlamak ve para politikası aktarım mekanizmasının işleyişini iyileştirmek amacıyla, kamu borçlanma senetleri ikincil piyasadan, özel sektör borçlanma senetleri ise birincil veya ikincil piyasadan olmak üzere alınabilecekti.

Sabit getirili menkul kıymetler arasında, devlet tahvilleri önemli bir role sahiptir. Düşük likidite ve artan riskler, tahvillerin değerini düşürücü etkiye sahiptir ve teminatın kabul edilebilirliğini olumsuz yönde etkilemektedir. Finansal piyasalarda teminatlı borçlanmanın giderek artan önemi nedeniyle, finansal aracılık, ülke tahvil işlemlerinde doğacak bir sıkıntıdan çok olumsuz etkilenecektir. Ayrıca, aniden düşen tahvil fiyatları, finansal ve reel sektörde faaliyet gösteren kurumların portföylerinde büyük kayıplara yol açmaktadır. Bankalar açısından bu, ekonomiye sağlanan kredilerin azalması anlamına gelmektedir. Devlet tahvili faiz oranları, firmaların, bankaların tahvil ihraç ederken ödemek zorunda oldukları ve bankaların kredilerini fiyatlarırken kullandıkları faiz oranlarının düzeyini de belirlemektedir. Devlet tahvili faiz oranları, sabit getirili menkul kıymetlerden hisse senetlerine kadar tüm varlıkların fiyatlandırılmasında temel alınmaktadır (Kılıcı, 2012: 165). Sonuçta, bu sayılan durumlardan dolayı devlet tahvili faiz oranlarındaki ciddi artışın para politikası kararlarının finansal piyasalara ve daha geniş anlamda ekonomideki finansman koşullarına aktarım kanalını zayıflattığı değerlendirilmiştir.



Şekil 4.33. Seçilmiş Euro Bölgesi Ülkelerinin 10 Yıllık Devlet Tahvilleriyle Alman Tahvili Arasında Getiri Farkı (Baz puan, 2007 Ocak- 2010 Eylül) (ECB, 2010: 73).

ECB, SMP programını niceliksel genişlemeden ayırt etmek ve para politikası duruşunu etkilememek adına, yapılan varlık alımlarıyla enjekte edilen likiditeyi haftalık ince ayar operasyonlarıyla sterilize etme kararını vermişti (Szczerbowicz, 2013: 12-13). Gerçekten de, bu operasyonların bir sonucu olarak, toplamda piyasalara net bir Merkez Bankası likiditesi enjeksiyonu olmamıştı. Ancak Haziran 2014’de ECB, Euro bölgesinde deflasyon endişelerinin devam etmesi sebebiyle SMP programı altında yapılmış olan varlık alımlarıyla enjekte edilmiş likiditeyi haftalık ince ayar operasyonlarıyla sterilize etmeyi son verme kararını vermiştir. Böylece likiditenin piyasada kalması sağlanacaktır. Dolayısıyla program kredi genişlemesi aracı olarak başlamış, Haziran 2014’den itibaren ise bir nevi niceliksel genişleme aracı olmuştur.

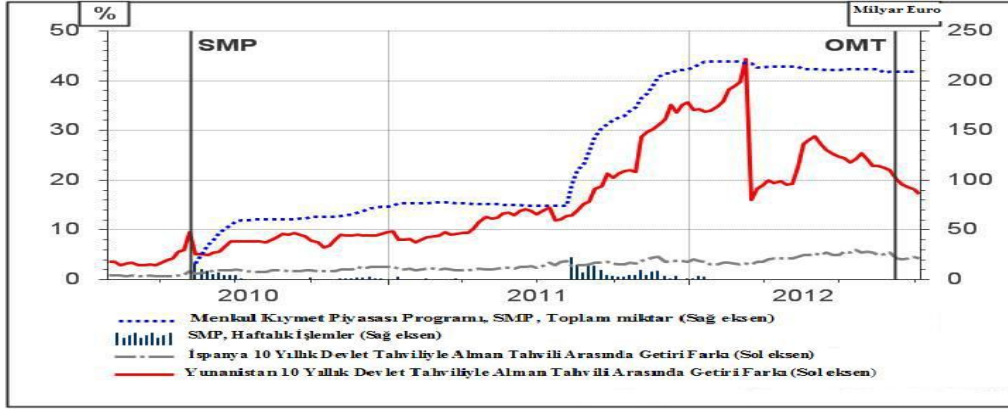
“Menkul Kıymet Piyasası Programı” çerçevesinde, Avrupa Merkez Bankası, sadece Euro Bölgesi kamu borç kağıtlarının direkt alımlarını yürütmüştür. Programın Nisan ve Ağustos 2011 gibi neredeyse 4 aylık bir dönemde hareketsiz kalmasını takiben, 2011 Ağustos ayında İtalya ve İspanya’da devlet borç krizi patlak verdiğinde, ülke borç piyasalarında gerilimin yeniden artmasıyla, ECB, Ağustos 2011’de, bu program altında devlet tahvili alımlarını yeniden başlatmıştır.

SMP programı ECB’nin ve onun bütünü oluşturulan merkez bankalarının kamu borcu satın aldığı ilk programdır. Program 2012 Eylül’ünde Doğrudan Parasal İşlemler’in (OMT) başlamasıyla sonlandırılmıştır. ECB programın başından beri, toplamda 218 milyar Euro’luk Euro bölgesi devlet tahvili satın almıştır (Szczerbowicz, 2013: 12-13). Program kapsamında alınan devlet tahvillerinin ülke ve miktarları tablo 4.11’de verilmiştir.

Tablo 4.11. ECB’nin Menkul Kıymetler Piyasası (SMP) Programında Aldığı Devlet Tahvili Miktarları (ECB, 2013h: 1).

<i>İhraç Eden Ülke</i>	<i>Alım Miktarı (Milyar Euro)</i>
İtalya	102.8
İspanya	44.3
Yunanistan	33.9
Portekiz	22.8
İrlanda	14.2
Toplam	218.0

SMP’nin etkinliğini değerlendirmek amacıyla, grafiksel olarak devlet tahvili getiri farklarına ve SMP’yle alınan tahvil miktarına bakıldığında; SMP’nin başlangıçta etkili olduğunu, Yunanistan ve İspanya gibi kamu maliyesi sorunlu ülkelerin 10 Yıllık devlet tahvilleriyle Alman devlet tahvili arasında getiri farkında hemen ve kayda değer şekilde düşüşe yol açtığı denilebilir. Ancak elbette, 9 ve 10 Mayıs 2010’da Euro bölgesi devletlerinin Avrupa Finansal İstikrar Kolaylığı dâhil olmak üzere geniş kapsamlı önlem paketi ilan etmesi de bu düşüşte önemli derecede etkili olmuştur. Bu noktadan sonra grafiksel olarak devlet tahvili getiri farklarına ve SMP’yle alınan tahvil miktarına bakıldığında, SMP’nin özellikle Ağustos 2011 sonrası olmak üzere genelde etkisiz olduğu izlenimi sağlanabilir (Şekil 4.34). Ancak böyle bir analiz ülkelerin kamu maliyesi anlamında atmadıkları adımları içermemektedir.



Şekil 4.34. Yunanistan ve İspanya ülkelerinin 10 Yıllık Devlet Tahvilleriyle Alman Tahvili Arasında Getiri Farkı ve ECB'nin Menkul Kıymet Piyasası Programı Çerçevesinde Toplam Alım miktarı (Baz puan/ Milyar Euro, 2010 Mayıs- 2012 Eylül) (Szczerbowicz, 2013: 32).

Szczerbowicz (2013), ekonometrik olarak incelemesinde, 2010 Mayıs-2011 Temmuz ayının sonuna kadar olan dönemde, Menkul Kıymet Piyasaları Programı'nın (SMP) Euro bölgesi ülkelerinin 10 yıllık devlet tahvilleriyle Alman tahvili arasında getiri farkını 17 baz puan, riskin en yüksek seviyelere vardığı Yunanistan'da ise 476 baz puan, İrlanda'da 117 baz puan ve Portekiz'de de 205 baz puan azalttığı sonucuna varmıştır. Yine İspanya ve İtalya'da da 35 ve 44 baz puanlık görece küçük etkiler olmuştur. 2011 Ağustos - 2012 Eylül döneminde ise, SMP Euro bölgesi için etkisini artırmış ve getiri farkı azaltımını 23 baz puana çıkarmış ve sadece İtalya ve İspanya'nın getiri farklarına 65 ve 84 baz puan ile anlamlı etkide bulunmuştur. Bunun bir nedeni 2011 Ağustos'da yeniden başlatılan SMP'nin İtalyan ve İspanyol devlet tahvillerinin satın alımı için açıkça bir söz olarak anlaşılmasıydı (Szczerbowicz, 2013: 25-26).

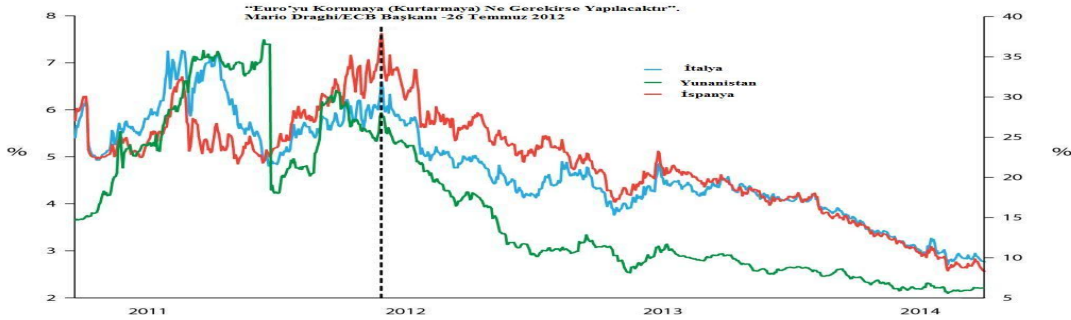
SMP programı para politikası amaçları için kullanılmasına rağmen, ayrıca hükümetlerin krize kalıcı çözüm bulmaları ve kamu finansmanının sürdürülebilirliğini iyileştirmeleri için zaman da sağlamıştır. ECB karar alıcıları da hükümetlerin gerekli mali ve makroekonomik uyum için sağlanan zamanı kullanmaları gerektiğini dile getirmişlerdir. Fakat hükümetler zamanı etkili kullanamamıştır. Yunanistanın programında, belirgin uygulama açıkları belirmiş, yeni borçlar keşfedilmiş, vergi toplamanın kayda değer şekilde iyileştirilmesi ve rekabetçiliğin güçlendirilmesi konuları yeterince ele alınmamıştır (Cour-Thimann ve Winkler, 2012: 775). Üstüne üstlük 2011 Temmuz'unda Yunanistan'ın özel sektöre olan borcunu yeniden yapılandırması dolayısıyla borcun bir kısmının silinmesi haberlerinin yoğunlaşmasıyla Yunanistan tahvil faizleri çok ciddi yükselmiştir. Yine 2011 Ağustos ayında İtalya ve İspanya'da devlet borç krizi patlak vermesi, ülke borç piyasalarında gerilimin yeniden artmasına neden olmuştur. Dolayısıyla bu gelişmeler SMP'nin ve daha genel olarak devlet tahvil piyasalarındaki Merkez Bankası eylemlerinin, devletlerin mali anlamda uyum çabalarında açık koşulluluk olmaksızın sınırını göstermiştir (Cour-Thimann ve Winkler, 2012: 775).

4.2.2.4.(2).(g). Doğrudan Parasal İşlemler (OMT)

Avrupa Borç krizi 2012 yılında İspanya bankalarının finansal durumlarının kritik olduklarının ortaya çıkması, İspanyol hükümetinin ödeme gücü hakkında endişeler ve

Euro'nun çökeceğine ilişkin endişelerle devam ederken, bu gelişmeler Euro bölgesinin çevre devletlerinin tahvil faizlerinin hızlıca artmasına neden olmuştur (Şekil 4.35). Avrupa Merkez Bankası Başkanı Draghi, 26 Temmuz 2012'de yaptığı bir konuşmada, İspanya'nın on yıl vadeli devlet tahvillerinin faizinin yüzde 7,7'yi görmesi üzerine, bu tür gelişmelerin para politikasının ekonomi üzerine olan etkilerini zayıflattığını belirtmiştir (Özatay, 2013a: 179). Banka'nın görevleri arasında para politikasının ekonomiyi etkileme kanallarını açık tutmanın da olduğunu hatırlatarak, görevleri çerçevesinde Euro'yu korumaya (kurtarmaya) ne gerekirse yapmaya hazır olduklarını belirtmiştir. Yani aslında mesajı netti: "Yükselen tahvil faizleri para politikasının etkisini ortadan kaldırıyor, ikincil piyasada o tahvillerden faizleri kabul edilebilir (panik seviyelerinin altına) bir düzeye düşene kadar satın alırım" (Özatay, 2013a: 179).

2012 yılı Ağustos ayında Avrupa Merkez Bankası toplantısı sonrası Draghi, hükümetlerin geçici Avrupa Finansal İstikrar Kolaylığı fonuna ya da geçici fonun yerine faaliyete geçebilirse kalıcı Avrupa İstikrar mekanizmasına başvurmaları ve onların koşullarına uymayı taahhüt etmeleri ve uymalarına bağlı olarak, ECB'nin de doğrudan açık piyasa işlemlerini devreye sokabileceğini açıklamıştır. Böylelikle Draghi'nin Temmuz ayında yaptığı açıklamalar Banka'nın en yetkili kurullarınca da kabul görmüştür. Draghi, ayrıca operasyonun ayrıntıları üzerinde çalışılacağını da eklemiştir (Özatay, 2013a: 180).



Şekil 4.35. İspanya, İtalya ve Yunanistan ülkelerinin 10 Yıllık Devlet Tahvillerinin Getirileri (Sağ eksen; Yunanistan, Sol eksen; İtalya ve İspanya) (2011 Temmuz – 2014 Temmuz, Yüzde) (Valuwalk, 19.11.2014, www.valuwalk.com).

ECB, 6 Eylül 2012'de sınırsız devlet tahvili alımını içeren ve kullanımın koşula bağlandığı Doğrudan Parasal İşlemler (OMT) programını açıklamış ve Menkul Kıymet Piyasaları Programı'nı (SMP) sonlandırmıştır. Karara göre, hükümetlerin geçici Avrupa Finansal İstikrar Kolaylığı fonuna ya da geçici fonun yerine faaliyete geçebilirse kalıcı Avrupa İstikrar mekanizmasına başvurmaları gerekmektedir. Fonların oluşturdukları, tam kapsamlı makroekonomik istikrar programına ya da ihtiyati programa uymayı kabul etmeleri halinde, Banka bu ülkelerin üç yıla kadar vadeli devlet tahvillerini satın alacağını açıklamıştır. Tahvil alımına ülke veya toplam bazda miktar sınırı getirmemiştir. Ülkeler koşullara tam uydukları sürece, borçlanma faizlerini yüksek buldukça devlet tahvili satın alacağını, hedeflerine vardıklarında ya da makroekonomik istikrar programına veya ihtiyati programa uyulmadığında sonlandıracağını açıklamıştır.

Doğrudan Parasal İşlemler (OMT) programının amacı para politikası aktarım mekanizmasını, para politikasının kararlılığını korumak ve Euro bölgesinin dolayısıyla Euro'nun çöküşüyle ilgili beklentileri ortadan kaldırmaktır. OMT aracılığıyla yapılan varlık alımlarıyla enjekte edilen likiditenin sterilize edilmesi kararı alınmıştır.

OMT programının ilanından 2 yıl geçmesine rağmen hiçbir Euro bölgesi ülkesi programı aktif etmeye başvuru yapmamıştır. Bununla birlikte tahvil gibi varlık fiyatları en azından kısmen OMT programının ilanlarından (26 Temmuzdan itibaren olan 3 ilan) etkilenmiştir (Altavilla vd., 2014: 4). Bu durumu ölçmek amacıyla grafiksel olarak bakıldığında, Draghi'nin Temmuz 2012'de "Euroyu korumaya ne gerekirse yapılacaktır" açıklamasından sonra İspanya ve İtalya'nın devlet tahvili faizleri ilk aylarda 100 ve 50 baz puan sonra ise önemli seviyede düşüşler yaşamıştır (Brookings Institution, 2013: 27) (Şekil 4.35). Dolayısıyla ECB, herhangi bir devlet tahvili satın almaksızın OMT ilanlarının yarattığı garantiyle devlet tahvili piyasasını kötü dengeden iyi dengeye hareket ettirmiştir. Yine Avrupa Merkez Bankası Başkanı Draghi de 3 Temmuz 2013'de katıldığı bir konferansta yaptığı analizde, OMT'nin sadece varlığının devlet tahvili faizlerini aşırı yükseklerden düşürdüğünü, piyasanın eğer faizler çok yükseldiyse, hükümetlerin programa başvuracağını ve ECB'nin alımlarının da faizleri düşüreceği beklentisi içerisine girdiğini ve bunun da faizleri kendiliğinden düşürdüğünü söylemiştir (ECB, 2013g: 3).

Altavilla vd. (2014) yaptıkları regresyon analizinde, Ocak 2009 ile Şubat 2013 arasındaki dönemde, OMT ile ilgili 3 ilanın İtalya ve İspanya'da devlet tahvili faizlerini azaltırken, Almanya ve Fransa'nın faizlerinde ise değişiklik yaratmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Buna göre OMT ilanları İtalya ve İspanya'da 2 yıl vadeli devlet tahvili faizlerini 200 baz puan azaltırken, 10 yıl vadeli devlet tahvilinin faizlerini yaklaşık 100 baz puan azaltmıştır. Bu durum ECB'nin bu programda 3 yıla kadar vadeli devlet tahvillerine odaklanacağını açıklamasıyla tutarlıdır (Altavilla vd., 2014: 4).

4.2.2.4.(2).(h). Hedefli Uzun Vadeli Finansman Operasyonu (TLTRO)

Avrupa Merkez Bankası (ECB) kredi genişlemesi aracındaki bir diğer adımı 5 Haziran 2014'de açıkladığı Hedefli Uzun Vadeli Finansman Operasyonu (TLTRO) ile atmıştır. Bu dönemde Avrupa Bölgesinde oldukça düşük ve giderek düşen enflasyon seviyelerinin görülmesi, ülkelerin zayıf büyüme yaşaması, işsizlik oranlarının çok yüksek düzeylere çıkması Euro bölgesi'nin deflasyona sürüklendiği endişelerini artırmıştı. Yine Şekil 4.28'de hatırlanacağı üzere Avrupa Borç krizinin etkisiyle Euro bölgesinde yıllık kredi büyüme hızları oldukça zayıf bir seyir izlemekteydi. İşte ECB da, bankaların finansal olmayan özel sektöre (hanehalkı ve şirketler kesimi) konut kredisi haricinde kredi vermesini desteklemeye TLTRO programını yürüteceğini açıklamıştır.

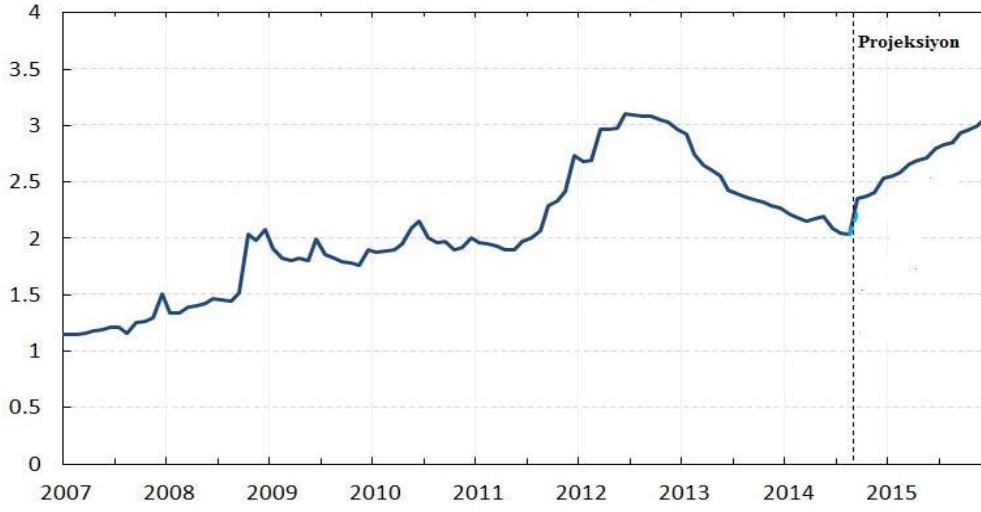
Bankalar ilk iki TLTRO ihalesinde toplamda (Eylül ve Aralık 2014'de) 30 Nisan 2014 tarihi itibarıyla konut kredisi haricinde, Euro bölgesinde finansal olmayan özel sektöre vermiş oldukları kredinin %7'si kadar ECB'dan borçlanabileceklerdir (ECB, 2014a: 1). Bu sınır maksimum miktarın iki ihale için yaklaşık 400 milyar Euro olacağını ifade etmekteydi (Banque De France, 2014: 4). Ek olarak, 2015 Mart'dan 2016 Haziran'a kadar, 30 Nisan 2014 ile başvuru zamanı arasında konut kredisi haricinde Euro bölgesinde finansal olmayan özel sektöre sağlamış olduğu net kredi tutarı belirli bir eşığın (göstergenin) üstünde olan bankalar, üç ayda bir düzenlenen TLTRO ihaleleriyle yeni borçlanmalar yapabileceklerdir. Bu ilave borçlanmalar toplamı, söz konusu dönemde her bankanın konut kredisi haricinde Euro bölgesinde finansal olmayan özel sektöre sağladığı net kredi tutarının belirlenen eşığı aştığı kadarının 3 katına kadar ulaşabilecektir (ECB, 2014a: 1). Net kredi tutarı bankaların 30 Nisan 2014'den itibaren konut kredisi haricinde finansal olmayan özel sektöre sağladığı yeni krediden geri ödemelerin çıkarılmasıyla hesaplanacaktır (ECB, 2014b: 1). Belirli eşik

(gösterge) ise her bankanın 30 Nisan 2014'den önceki 12 aylık dönemde konut kredisi dışında finansal olmayan özel sektöre verdiği net kredi tutarı göz önünde tutularak belirlenecektir. Dolayısıyla bankaların 30 Nisan 2014 ile başvuru yaptıkları tarih arasında finansal olmayan sektöre sağladığı kredilerin net tutarı bu ek finansman olanağından yararlanmanın bir performans kriteri olacaktır. Böylece kullanım yapabileceği tutar konut kredileri dışında finansal olmayan sektöre verdiği net kredi tutarı ile değerlendirilen, TLTRO kapsamında verilen kredi olanaklarından faydalanan bir banka konut kredileri dışında finansal olmayan sektörlere kredi vermeye zorlanmaktadır.

TLTRO'da faiz oranının her bir ihale zamanındaki ana finansman oranından 10 baz puan yüksek olacağı açıklanmıştır (ECB, 2014b: 1). Her bir TLTRO'dan en az 24 ay sonra başlamak üzere, bankalar TLTRO kredilerini 6 ayda bir gerçekleşecek ödemelerle ödeyebileceklerdir. Bütün TLTRO'ların vadesi ise Eylül 2018'de dolacaktır. Ancak 1 Mayıs 2014 ile 30 Nisan 2016 arasında konut kredisi haricinde finansal olmayan özel sektöre sağlanan net krediler belli bir eşğin (göstergenin) altında kalırsa, sağlanan finansman tutarının tamamı Eylül 2016'ya kadar ECB'ye geri ödenecektir (ECB, 2014b: 1). Dolayısıyla ECB bu koşulla, TLTRO kapsamında verilen kredi olanaklarından faydalanan bir bankayı konut kredileri dışında finansal olmayan sektörlere kredi vermeye zorlamaktadır.

ECB 3 Temmuz 2014'de TLTRO ile ilgili bir takım teknik detayları da açıklamıştır. Buna göre, ilk olarak katılımcı bankalar TLTRO'ya bireysel ya da belirli şartları yerine getirirlerse grup olarak da katılabilirler. Bu durumda TLTRO grubunun eşği ve borçlanabileceği miktar grubun toplam kredi verisine bağlı olacaktır (ECB, 2014c: 1). İkinci olarak ise ECB, ek kredilerin tahsisinde ve programın başarısını ölçmede oldukça önemli olan eşik (gösterge) sorununa açıklık getirmiştir. Buna göre, eğer bir bankanın 30 Nisan 2014'den önceki 12 aylık dönemde konut kredisi dışında finansal olmayan özel sektöre verdiği net kredi tutarı pozitifse; gösterge (eşik) o bankanın 30 Nisan 2014 tarihi itibarıyla konut kredisi haricinde, Euro bölgesinde finansal olmayan özel sektöre vermiş olduğu kredi miktarıdır. Ancak; eğer bankanın 30 Nisan 2014'den 12 ay öncesi dönemde konut kredisi dışında finansal olmayan özel sektöre verdiği net kredi tutarı negatifse; gösterge (eşik) 30 Nisan 2014'den 30 Nisan 2015'e kadar 12 aylık dönemde aylık ortalama net kredi tutarı tahmini yapılarak belirlenir. 30 Nisan 2015'den sonra ise eşik, 30 Nisan 2015 tarihi itibarıyla konut kredisi haricinde, Euro bölgesinde finansal olmayan özel sektöre vermiş olduğu kredi miktarıdır (ECB, 2014d: 3-5). Yine ECB Başkanı Draghi 3 Temmuz 2014'de tüm TLTRO'lara maximum katılım miktarının 1 trilyon Euro seviyesine ulaşabileceğini söylemiştir. Ayrıca yaptıkları modellemelerde TLTRO'nun, katılıma bağlı olarak enflasyon ve büyüme üzerinde son derecede yararlı olacağını çıkardıklarını, ancak elbette bunların katılıma bağlı olduğunu söylemiştir (ECB, 2014c: 1).

ECB 4 Eylül 2014'de varlığa dayalı menkul kıymet alım programı ve yeni bir teminatlı tahvil alım programı açıkladığında, TLTRO programı ile birlikte bu 3 önlemin merkez bankası bilanço hacmini 2 trilyon Euro'dan 2012'nin başındaki (Mart 2012) rekor seviye olan 3 trilyon Euro'ya çıkarmasını hedeflediklerini açıklamıştır (Şekil 4.36).



Şekil 4.36. Avrupa Merkez Bankası Toplam Bilanço Büyüklüğü (Milyar Euro, 2007-2016)(Eylül 2014 sonrası Projeksiyon) (Financial Times Blogs, 28.11.2014, www.ft.com)

ECB 18 Eylül 2014’de, 2016 Haziran ayna kadar gerçekleştireceği sekiz TLTRO operasyonundan ilkinin düzenlemiştir. İlk TLTRO operasyonunda 255 bankaya 4 yıl vadeli 82,6 milyar Euro borç verilmiştir. Talep düşük kalsa da, Başkan Draghi bu katılımın banka tarafından beklendiğini, bankaların ilk iki TLTRO’da 30 Nisan 2014 tarihi itibarıyla konut kredisi haricinde, Euro bölgesinde finansal olmayan özel sektöre vermiş oldukları kredinin %7’si kadar ECB’den borçlanabilme imkânları olduğunu hatırlatmıştır. Dolayısıyla Eylül ve Aralık ihalelerinin birlikte değerlendirilmesi gerektiğini, TLTRO’nun güçlü bir araç olmasını beklediklerini belirtmiştir (ECB, 2014e: 2-3).

4.2.2.4.(2).(i). Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Alım Programı (ABSPP) ve Üçüncü Teminatlı Tahvil Alım Programı (CBPP3)

ECB deflasyon endişeleri karşısında bir diğer adımını, 4 Eylül 2014’de varlığa dayalı menkul kıymet alım programı (ABSPP) ve üçüncü teminatlı tahvil alım programı (CBPP3) açıklayarak atmıştır. Buna göre; ECB, Euro bölgesinde finansal olmayan özel sektör tarafından alacaklarına dayalı Euro üzerinden çıkarılan varlığa dayalı menkul kıymetlerden basit yapılı, şeffaf ve gerçek kredilere dayalı olanları – CDO gibi karmaşık türev ürünler hariç- geniş bir portföyde doğrudan alım yapacaktır. Ayrıca ECB, Euro bölgesinde bankalar tarafından Euro üzerinden ihraç edilen teminatlı tahvilleri de geniş bir portföyde doğrudan satın alacağını açıklamıştır (ECB, 2014f: 1). Hedeflenen finansman operasyonlarıyla birlikte bu varlık alım programlarının Euro bölgesinde kredi akışını kolaylaştırması ve diğer varlıklara pozitif yayılma etkisi (menkul kıymetlerde faiz düşüşü, ulusal parada değer kaybı) yaratması, sonuç olarak da ECB’nin para politikası duruşunu genişletmesi beklenmektedir. Böylece Euro bölgesindeki deflasyon riskinin ortadan kaldırılması amaçlanmaktadır. Her iki programın en az 2 yıl sürmesi beklenmektedir. ECB, teminatlı tahvil alım programı kapsamında alımlara Ekim’in 2.yarisında, varlığa dayalı menkul kıymet alım programı kapsamında alımlara ise Kasım sonlarına doğru başlamıştır.

ECB en az 3B reytingli varlığa dayalı menkul kıymetlerin sadece kıdemli dilimlerini ve hükümet tarafından garanti sağlanan orta dilimleri birincil ve ikincil piyasadan alacaktır. Daha önce de değinildiği üzere bankalar tarafından kamu ve özel sektöre (genelde ipotekli gayrimenkul kredisi) verilen kredilere dayalı çıkarılan teminatlı tahviller sekmentinde ECB, en az 3B reytingli olanları birincil ve ikincil piyasadan satın alacaktır. Reyting şartına uymayan Yunanistan ve Kıbrıs'daki menkul kıymetleri de bu programlar dışında bırakılmamıştır. Buna göre, her iki programda da ek zorunluluklara uyulursa, Yunanistan ve Kıbrıs için 3B'nin altında olan menkul kıymetlerin satın alımı uygundur. Ayrıca ECB her bir dilim varlığa dayalı menkul kıymetin veya her bir teminatlı tahvilin %70'inden fazlasını (Yunanistan ve Kıbrıs'da %30) satın alamayacaktır.

Bütün sınırlamalar her iki varlıktan potansiyel alınabilecek miktarı azaltmaktadır. 1,2 trilyon Euro'luk teminatlı tahvil stokunun yaklaşık 600 milyar Euro'luk kısmının ECB tarafından alınabilecek şartlara uygundur. Yine toplam 690 milyar Euro'luk varolan varlığa dayalı menkul kıymet stokunun da 400 milyar Euro'luk kısmı alınabilir durumdadır. Bu sınırlamalarla birlikte birincil piyasada düşünüldüğünde bütün alınabilecek varlık miktarı büyük ölçekli olabilecektir. Dolayısıyla gerçekleşmede bu ölçekte olursa, sterilize edilmeyeceği de düşünüldüğünde, bu varlık alımları niceliksel genişleme olarak (büyük ölçekli varlık alımı) tanımlanabilir. Ancak satın alınacak miktar bundan daha düşük olacaktır, ne de olsa bu varlıkları ellerinde tutan banka ve banka olmayan kurumlar bunları satmayabilecektir (Constancio, 2014: 5). Ayrıca varlık alım programları açıklanırken programların hacimlerinin TLTRO'ya katılıma bağlı olacağını ima edilmesi ve ECB Başkan Yardımcısı Vitor Constancio'nun, TLTRO'ların kurumun bilançosunu genişletmede varlık alım programlarından daha fazla katkıda bulunacağını açıklaması bu aracın kredi genişlemesi aracı olarak tanımlanabileceğini göstermektedir (ECB, 2014f: 3; Bloomberg, 08.12.2014, www.bloomberg.com). Dolayısıyla en azından şimdilik ABSPP ve CBPP3 programları kredi genişlemesinin alt aracı olarak takip edilmektedir.

TLTRO programı ile birlikte bu 3 önlemin merkez bankası bilanço hacmini 2 trilyon Euro'dan 2012'nin başındaki (Mart 2012) rekor seviye olan 3 trilyon Euro'ya çıkarmasının hedeflenmesi de bu varlık alımlarının sterilize edilmeyeceği anlamına gelmektedir. CBPP3'ün öncelilerden en önemli farkı da bu husustur. CBPP1 ve CBPP2'de ECB belirli bir piyasayı (teminatlı tahvil piyasasını) yeniden canlandırarak bankaların finansman koşullarını iyileştirmeye teminatlı tahvil alımı yaparken, CBPP3'de alınan varlıklar sterilize edilmeyerek sunulan likiditeyle de finansman koşullarının iyileşmesi amaçlanmaktadır.

ECB Başkanı Mario Draghi, alınan bu önlemlerin başarılı olup olmadığının tek ölçütünün orta vadeli enflasyon beklentileri olduğunu ve bankanın eylemlerini orta vadeli enflasyon beklentilerindeki gelişime göre ayarlayacağını açıklamıştır (ECB, 2014g: 6). Ayrıca Banka tarafından, Haziran ve Temmuz'da alınan önlemlerin düşük enflasyonun uzun süre devam etmesini engellemeye yeterli olmazsa ek geleneksel olmayan araçların (özellikle niceliksel genişleme) da kullanılacağı çok defa açıklanmıştır. Yine niceliksel genişleme'nin devlet tahvilleriyle ilgili olabileceği gibi, diğer bütün varlıklarla ilgili olabileceği de net şekilde ifade edilmiştir (ECB, 2014h: 6). Dolayısıyla Avrupa merkez bankasının alacağı kararlara göre bilanço 2012'nin başındaki seviyelerden de yüksekler tırmanabilir. Aynı zamanda ABSPP ve CBPP3 programları da niceliksel genişleme olarak tanımlanabilecek büyük ölçeklere ulaşabilir.

Varlığa dayalı menkul kıymet alımlarının oldukça riskli olduğu ile ilgili eleştirilere bakılırsa; Avrupa'daki varlığa dayalı menkul kıymetlerdeki iflas (kayıp)

oranı Amerika'dakilerden çok daha düşüktür. Kredi derecelendirme kuruluşu Fitch verilerine göre, 2000-2013'de Avrupa'da 3A dereceli varlığa dayalı menkul kıymetlerde ortalama iflas oranı %0,2 iken, Amerika'da bu oran %3,6 olmuştur. Bu fark aynı dönemdeki 3A derecenin altındaki menkul kıymetlerde çok daha yüksektir. 3A altı varlığa dayalı menkul kıymetlerde ortalama iflas oranı Avrupa'da %3,1 iken, Amerika'da bu oran %25'e ulaşmıştır. Bu ortalama rakamların Avrupa merkez bankasının operasyonlarında kabul edilmeyen CDO gibi karmaşık türev ürünleri de içerdiği ve ECB'nin garantisiz sadece yüksek kaliteli olarak bilinen kıdemli dilimleri alacağı düşünüldüğünde ortalama iflas (kayıp) oranının çok daha düşük olması beklenmektedir (Constancio, 2014: 5).

Son olarak açıklanan bu iki program, ECB ve diğer gelişmiş ülkelerin (Amerika ve İngiltere merkez bankaları gibi) para politikalarının önümüzdeki dönemde ayrışacağına dair önemli bir sinyal oluşturmaktadır.

4.2.2.4.(3). Swap Anlaşmaları ve Döviz Satımları

2007 Ağustos ayında başlayan finansal krizin erken evrelerinde, bankalararası ABD doları fon piyasasında gerginlik sinyallerin baş göstermesiyle ECB, FED'le Euro sistem bankalarına dolar sağlamak amacıyla swap anlaşması yapmış ve Aralık 2007'de bankalara sınırlı miktarda dolar likiditesi sağlamaya (döviz satımları) başlamıştır (ECB, 2014: 66). Avrupa bankalarının yatırım ve borçlanmalarının önemli bir kısmını dolar cinsinden yapmaları ve küresel krizde Amerikan doları finansmanlarını yenilemekte zorlanmalarıyla ECB devreye girmek zorunda kalmıştır. Mart 2008'de Bear Stearns'in çöküşünün yarattığı gerginliğin etkisiyle ise ECB, Euro bölgesindeki bankalara daha fazla dolar sağlayabilmek için FED'le olan swap anlaşmasındaki miktarı genişletmiştir. 2008 Eylül ayında ise Lehman Brothers'ın iflasını takiben bankalararası dolar fon piyasası donmaya başlarken, ECB tarafından yürütülen ABD doları operasyonlarının hacmi FED'le işbirliği içinde kayda değer şekilde artırılmıştır. Yine krizin doruğunda kısa vadeli likidite gelişmelerine ilişkin çok yüksek belirsizlik değişken faizle gecelik vadede dolar likiditesi operasyonlarının yürütülmesine neden olmuştur (ECB, 2014: 70-71). Finansal piyasalardaki bozulmanın devam etmesi karşısında ECB, 13 Ekim 2008'de, FED ile olan swap anlaşmasındaki miktar kısıtını kaldırmış ve bununla bağlantılı olarak da 15 Ekim'den itibaren dolar likiditesinin sabit faiz tam tahsis yöntemiyle bankalara dağıtılacağını açıklamıştır. ECB, 15 Ekim 2008'de İsviçre francı para piyasası faizleri artarken Euro bölgesi bankalarına İsviçre francı sağlamaya ve böylece kısa dönem İsviçre francı para piyasalarında likiditeyi iyileştirmeye İsviçre merkez bankasıyla swap anlaşması yapmıştır.

ECB, 1 Şubat 2010'da FED'le swap anlaşmasını sona erdirmiştir. Ancak 2010 Mayıs'da küresel krizin bir diğer ayağı olan Avrupa Borç krizinin başlamasıyla ECB, FED ile limitsiz swaplara yeniden başlamak zorunda kalmıştır. ECB, Avrupa Borç krizinin başlangıcında gerek Euro bölgesindeki finansal kuruluşların gerekse de yabancı kredi verenlerin Euro bölgesindeki finansal kuruluşların çok fazla borcunu ödeyemeyecek devlet tahvili tuttuklarından korkarak geri çekilmelerinden dolayı bankalararası ABD doları piyasasında yenilenen gerginlik riskini sınırlamaya bu adımı atmıştır. Avrupa Borç krizi derinleştiğindeyse swap anlaşmasını uzatmışlardır. ECB, Aralık 2010'da FED ve İsviçre merkez bankasıyla swap anlaşmalarına ek olarak İrlanda bankalarına sterlin likiditesi sağlamaya ve İrlanda bankacılık sisteminin karşılaştığı problemleri sınırlamaya Bank of England'la swap anlaşması yapmıştır (Szczerbowicz, 2013: 10).

2011 Kasım ayında ECB, Japon merkez bankası (BOJ), İsviçre merkez bankası, Amerika merkez bankası (FED), İngiltere merkez bankası (BOE) ve Kanada merkez bankası aralarında geçici swap anlaşmaları ağı oluşturmuş ve herhangi bir limitin olmadığını açıklamışlardır. Ekim 2013’de ise ECB ve bu merkez bankaları aralarındaki geçici swap anlaşmalarını ileride ilan edilene kadar her zaman geçerli olan anlaşmalara çevirmişlerdir.

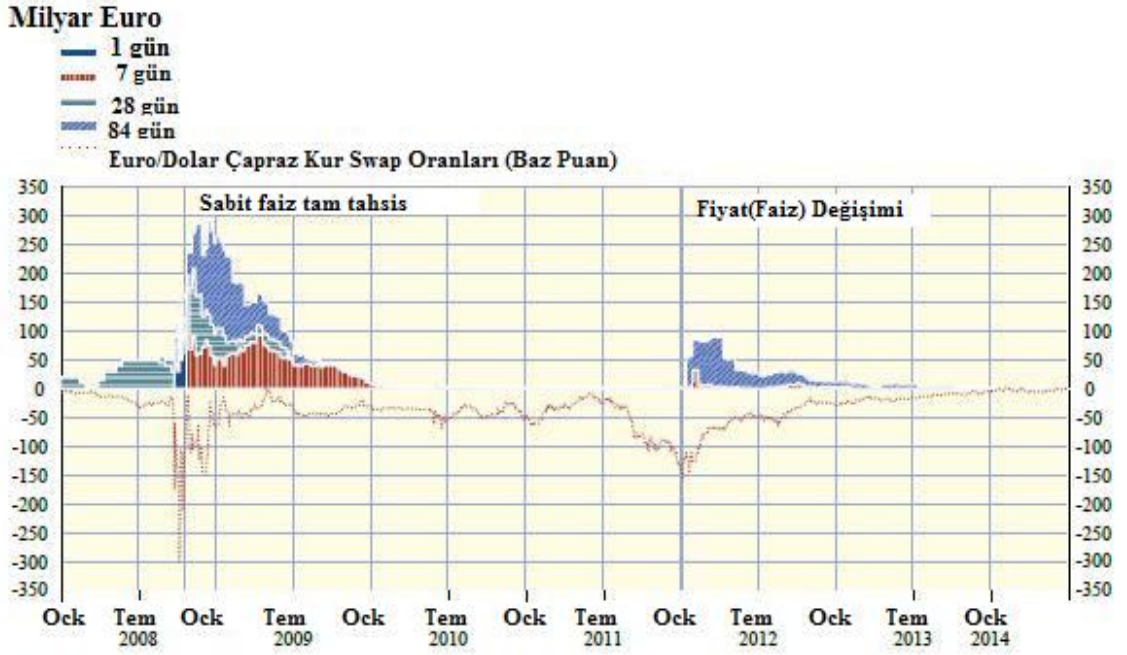
Yukarıda anlatılan anlaşmalara ek olarak, ECB ayrıca finansal kriz başladığından beri Danimarka, İsveç, Letonya, Macaristan, Polonya merkez bankası gibi bir çok merkez bankasına Euro sağlamaya swap anlaşmaları yapmıştır (ECB, 2014: 66). Son zamanlarda ise Çin merkez bankasına Euro sağlamaya ve Çinle ekonomik ilişkileri giderek büyüyen Euro bölgesine Yuan likiditesi yedeği sağlamaya Çin merkez bankasıyla swap anlaşması yapılmıştır.

Tablo 4.12’de ECB’nin yabancı merkez bankalarıyla yaptığı swap anlaşmaları ve bankalara döviz likiditesi sağlayıcı operasyonlarıyla ilgili bir kronoloji sunulmuştur. ECB bankalara döviz likiditesini, genelde Euro üzerinden çıkarılmış ECB tarafından uygun olan teminatlar karşılığında –repo işlemi yoluyla- sağlamakla birlikte döviz swapları - belli süreliğine döviz satıp Euro alarak- aracılığıyla da sağlamıştır.

Tablo 4.12. Avrupa Merkez Bankası (ECB)’nin Yabancı Merkez Bankalarıyla Yaptığı Swap Anlaşmaları ve Döviz Likiditesi Sağlayıcı Operasyonları (ECB, 2014: 66-67).

<i>Tarih</i>	<i>Açıklama</i>	<i>Maksimum Miktar (Milyar)</i>
12 Aralık 2007	ECB FED’le Swap anlaşması oluşturdu.	20 DOLAR
17 Aralık 2007	ECB sabit faizle 28 günlük vadede ABD doları repo operasyonlarını yürütmeye başladı.	
20 Aralık 2007	ECB İsveç merkez bankasıyla Swap anlaşması oluşturdu.	10 EURO
11 Mart 2008	ECB, FED ile olan Swap anlaşmasındaki miktarı genişletti.	30 DOLAR
2 Mayıs 2008	ECB, FED ile olan Swap anlaşmasındaki miktarı genişletti.	55 DOLAR
11 Ağustos 2008	ECB sabit faizle 84 günlük vadede ABD doları repo operasyonlarını yürütmeye başladı.	
18 Eylül 2008	ECB, FED ile olan Swap anlaşmasındaki miktarı genişletti.	110 DOLAR
18 Eylül 2008	ECB değişken faizle gecelik vadede ABD doları repo operasyonlarını yürütmeye başladı.	
26 Eylül 2008	ECB, FED ile olan Swap anlaşmasındaki miktarı genişletti.	120 DOLAR
29 Eylül 2008	ECB, FED ile olan Swap anlaşmasındaki miktarı genişletti.	240 DOLAR
13 Ekim 2008	ECB, FED ile olan Swap anlaşmasındaki miktarı genişletti.	Limitsiz
15 Ekim 2008	ECB İsviçre merkez bankasıyla Swap anlaşması oluşturdu.	İhale başı 25 Frank
15 Ekim 2008	ECB gecelik vadede ABD doları repo operasyonlarını durdurdu.	
15 Ekim 2008	ECB sabit faizle 7 günlük vadede ABD doları repo operasyonlarını yürütmeye başladı.	
16 Ekim 2008	ECB Macaristan merkez bankasıyla Swap anlaşması oluşturdu.	5 EURO
20 Ekim 2008	ECB İsviçre merkez bankası ve aynı zamanda bankalarla sabit faizle 7 ve 84 günlük vadede Euro/İsviçre frangı swap operasyonlarını	

	yürütmeye başladı.	
21 Ekim 2008	ECB, bankalarla sabit faizle 7 ve 28 günlük vadede Euro/Dolar swap operasyonlarını yürütmeye başladı.	
26 Ekim 2008	ECB Danimarka merkez bankasıyla Swap anlaşması oluşturdu.	12 EURO
11 Kasım 2008	ECB Letonya merkez bankasıyla Swap anlaşması oluşturdu.	1EURO
21 Kasım 2008	ECB Norveç merkez bankasıyla Swap anlaşması oluşturdu.	10 EURO
28 Ocak 2009	ECB İsviçre merkez bankası ve aynı zamanda bankalarla sabit faizle 7 ve 84 günlük vadede Euro/İsviçre frangı swap operasyonlarını yürütmeyi durdurdu.	
28 Ocak 2009	ECB, bankalarla sabit faizle 7 ve 28 günlük vadede Euro/Dolar swap operasyonlarını yürütmeyi durdurdu.	
28 Temmuz 2009	ECB 28 günlük vadede ABD doları repo operasyonlarını durdurdu.	
6 Ekim 2009	ECB 84 günlük vadede ABD doları repo operasyonlarını durdurdu.	
1 Şubat 2010	ECB FED'le Swap anlaşmasını sona erdirdi.	
9 Mayıs 2010	ECB FED'le Swap anlaşmasını yeniden oluşturdu.	Sınırsız
11 Mayıs 2010	ECB sabit faizle 7 günlük vadede ABD doları repo operasyonlarını yürütmeye başladı.	
18 Mayıs 2010	ECB sabit faizle 84 günlük vadede ABD doları repo operasyonlarını yürütmeye başladı.	
17 Aralık 2010	ECB İngiltere merkez bankasıyla Swap anlaşması oluşturdu ve sonrasında 30 Eylül 2014'e kadar bunu 3 kere yeniledi.	10 Sterlin
30 Kasım 2011	ABD doları likidite sağlayıcı operasyonların fiyatı (faizi) OIS+100'den OIS+50'e düşürüldü. Ayrıca ECB, Japon merkez bankası (BOJ), İsviçre merkez bankası, Amerika merkez bankası (FED), İngiltere merkez bankası (BOE) ve Kanada merkez bankası aralarında geçici swap anlaşmaları ağı oluşturdular.	Sınırsız
10 Ekim 2013	ECB Çin merkez bankasıyla Swap anlaşması oluşturdu.	45 Euro, 350 Yuan
31 Ekim 2013	ECB, Japon merkez bankası (BOJ), İsviçre merkez bankası, Amerika merkez bankası (FED), İngiltere merkez bankası (BOE) ve Kanada merkez bankası aralarındaki geçici swap anlaşmalarını ileride ilan edilene kadar her zaman geçerli olan anlaşmalara çevirdiler.	Sınırsız
23 Nisan 2014	ECB 84 günlük vadede ABD doları repo operasyonlarını durdurdu.	



Şekil 4.37. Avrupa Merkez Bankası'nın Dolar Sağlama Operasyonlarında Mevcut (Vadesi Gelmemiş) Miktar ve 3 ay vadeli Euro/Dolar Çapraz Kur Swap Oranları (Milyar Euro ve Baz Puan, 2008-2014) (ECB, 2014: 69).

Lehman Brothers'ın 15 Eylül 2008'deki iflasının ardından dünya çapında finansal piyasalarda koşullar ciddi biçimde bozulurken, ECB tarafından yürütülen ABD doları operasyonlarının hacminin FED'le işbirliği içinde kayda değer şekilde artırılmasıyla ABD doları sağlama operasyonlarının kullanımı artmıştır. Ancak finansal piyasalardaki bozulmanın devam etmesi karşısında 13 Ekim 2008'de sabit faiz tam tahsis yöntemiyle sınırsız ABD doları sağlanması, ABD doları sağlama operasyonlarının farklı vadelerde kayda değer kullanımını sağlamıştır (Şekil 4.37) (ECB, 2014: 77). 2009 yılı boyunca finansal piyasalardaki gerginliklerin azalmasıyla ABD doları sağlama operasyonlarının kullanımı da gittikçe azalmıştır. 2010 yılında Avrupa Borç krizi başladığında ve 2011 yazında kriz şiddetini artırdığında, FED ile limitsiz swap anlaşmasına rağmen, ABD doları ihalelerine başvuru çok sınırlı kalmıştı. Bunun nedeni ABD doları likidite sağlayıcı operasyonların maliyetinin - OIS+100 baz puan - piyasa seviyelerinden daha pahalı olmasındandır. 30 Kasım 2011'de ECB, Euro bölgesi bankalarına ABD doları sağlayıcı operasyonlarının faizini OIS+100'den OIS+50'ye düşürmüştü ve bu indirim ABD doları operasyonlarına yeniden başvurunun artmasını sağlamıştır (ECB, 2014: 73-78).

2011 Aralık ayında Avrupa Sistemik Risk Kurulu'nun bankalararası ABD doları fon piyasalarındaki gerilimlerin tekrarını engellemek amacıyla ulusal denetim otoritelerine ve bankalara yaptıkları önerilerin dikkate alınması, Euro bölgesinde mali konsolidasyon ilerlemeleri, yavaş da olsa ekonomik iyileşme, yapısal reformlar ve devam eden sınırsız ABD doları fonlaması operasyonları Amerikan doları finansman piyasalarının Euro bölgesi bankaları için normalleşmesine katkıda bulunmuştur. Sonuçta ABD doları ihalelerine talep 2012 boyunca düşmüş ve 2013'de çok sınırlı kalmıştır (ECB, 2014: 74).

Swap anlaşmalarının ve dolayısıyla dolar likiditesi sağlama operasyonlarının Euro bölgesi bankalarının ABD doları finansman maliyetlerine etkisine bakmak amacıyla 3 ay vadeli Euro/Dolar çapraz kur swap oranlarına (Şekil 4.37) bakılabilir.

Euro/Dolar çapraz kur swap oranı, Euro'nun dolarla değiştirilmesinde ifade edilen Amerikan doları fonlama maliyetiyle direkt Amerikan doları kredisiyle finansman maliyeti arasındaki farktır. Baz puan Euro bölgesi bankalarının ABD doları borçlanma primlerini yansıtır (ECB, 2014ı: 76). Finansal krizden önce Euro/Dolar için swap oranları sıfıra yakındı. Ancak finansal gerginlik başlayınca döviz swapları aracılığıyla ABD doları edinme daha pahalı oldu. 12 Aralık 2007'deki swap anlaşmalarının ilanı ve swap anlaşmalarıyla beraber ABD doları operasyonlarının kullanımının artması bu farkdaki artışı frenlemeyi başaramadı. Lehman Brothers'ın 15 Eylül 2008'deki iflasının ardından 3 ay vadeli Euro/ Dolar çapraz kur swap oranları 270 baz puanın üstüne çıkmıştır. 13 Ekim 2008'de sabit faiz tam tahsis yöntemine geçilmesini takip eden aylarda döviz swap piyasasında iyileşme işaretleri görülmüş ve 2009 Ocak sonrası uzun zaman 50 baz puan ve onun altındaki seviyelerde dengelenmiştir. 2011 yazında Avrupa Devlet Borç krizi yoğunlaştığında Euro/Dolar çapraz kur swap oranlarında artış tekrar başlamış ve ABD doları likidite sağlayıcı operasyonların maliyetinin yüksekliğinden ABD doları ihalelerine başvurunun sınırlı kalmasıyla piyasadaki gerilim sakinleşmemektedir. 30 Kasım 2011'de ABD doları likidite sağlayıcı operasyonların maliyetinin düşürülmesinin ilan edilmesi 3 ay vadeli Euro/Dolar çapraz kur swap oranını 5 gün içinde 23 baz puan düşürmüştür (ECB, 2014ı: 79). 3 ay vadeli Euro/Dolar çapraz kur swap oranı, daha sonra ABD doları likidite sağlayıcı operasyonların kullanımının artması ve yukarıda sayılan diğer faktörlerle kısa zamanda önce 50 baz puan sonra ise daha düşük seviyelere gelmiştir. 2014 başı itibariyle ise finansal krizden önceki seviyesine yani normal olan sıfır seviyesine geri gelmiştir.

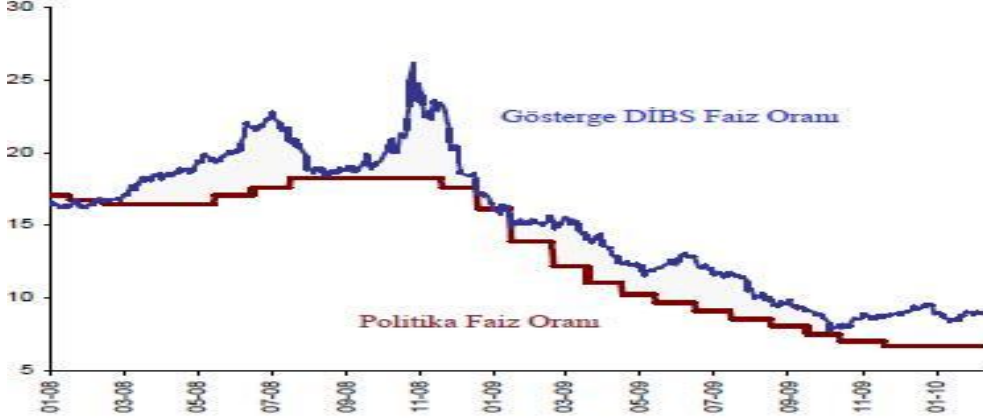
Sonuçta Avrupa merkez bankası tarafından alınan önlemlerin finansal piyasalardaki gerginlikleri azaltmaya katkıda bulunduğu, fakat piyasalara verilen likiditenin büyük bölümü, krediler yerine ECB'nin mevduatına döndüğünden Euro bölgesinde reel sektörün toparlanamadığı görülmektedir (Şekil 4.28, Şekil 4.31 ve Tablo 3.3). Buna bağlı olarak Euro bölgesinde işsizlik oranları oldukça yüksek, enflasyon oranları oldukça düşük seyretmektedir (Şekil 3.6 ve Şekil 4.26). ECB, 2014 Haziran ve Eylül aylarında bu durumu önlemek amacıyla negatif faiz uygulaması, TLTRO (hedefli uzun vadeli finansman operasyonu), ABSPP (varlığa dayalı menkul kıymet alım programı) ve CBPP3 (üçüncü teminatlı tahvil alım programı) programlarını açıklamış ve kamu menkul kıymetleri satın alması gerektiği de beklenir olmuştur.

4.3. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Örneğiyle Gelişmekte Olan Ekonomilerde Küresel Kriz Sürecinde Para Politikası Uygulamaları

TCMB, 2008 yılının son çeyreğinden itibaren ülkede enflasyonun hızlı bir düşüş göstereceğini öngörerek, fiyat istikrarını sağlama temel amacı ile çelişmeksizin, küresel krizin iktisadi faaliyet üzerinde yaratacağı tahribatı sınırlamaya odaklanan bir para politikası izlemiştir. Bu kapsamda Banka, 2008 yılı Kasım ayında parasal genişleme sürecini başlatmış ve gelişmekte olan ülkeler içinde faiz indirimlerine en erken başlayan merkez bankalarından biri olmuştur (TCMB, 2010a: 6). TCMB, küresel emtia, finans piyasalarındaki belirsizlikler ve bu belirsizliklerin enflasyon üzerindeki yansımalarına ilişkin risklerin devam etmesi nedeniyle 2008 Eylül ve Ekim ayında politika faizini değiştirmezken, Kasım 2008- Kasım 2009 döneminde önden yüklemeli bir strateji izleyerek o dönem politika faizi olan gecelik borçlanma faizinde toplam 10,25 puan indirmeye gitmiştir. Bu çerçevede merkez bankası borçlanma faiz oranı yüzde 16,75'ten yüzde 6,50'ye düşürülmüştür (Şekil 4.38.). Bu indirimler sonucunda Türkiye, enflasyon

hedeflemesi uygulayan ülkeler içinde kriz sürecinde en yüksek oranda politika faiz indirimine giden ülke olmuştur (TCMB, 2010a: 6).

Faiz indirimlerinin başladığı günden sonra gerek enflasyon ve iktisadi faaliyete dair açıklanan verilerin TCMB'nin öngörülerıyla uyumlu olması gerekse de Türkiye'nin risk primi göstergelerinin düşüş göstermesi, tüm dünyada kamunun artan borçluluk oranlarının faizler üzerinde yukarı yönlü baskı yaptığı bir dönemde, Türkiye'de piyasa faizlerinin TCMB'nin politika faizini takip ederek tarihsel olarak en düşük seviyelerine inmesine imkân vermiştir (Şekil 4.38).



Şekil 4.38. TCMB Politika Faiz Oranı ve Gösterge Tahvil Faiz Oranı (%), Ocak 2008-Şubat 2010) (TCMB, 2010b: 13).

Ekim ve Kasım 2008 aylarında, gecelik faiz oranlarındaki potansiyel oynaklığı azaltmak amacıyla, Merkez Bankası borçlanma ve borç verme faiz oranları aralığı (faiz koridoru) 3,5 puandan 2,5 puana düşürülmüştür. Ekim 2008'den itibaren ise, para piyasalarında olası tedirginlikleri azaltmak ve gecelik faiz oranlarındaki oynaklığı tamamen ortadan kaldırmak amacıyla, piyasanın ihtiyacından daha fazla fonlama yapılmaya başlanmıştır. Bu çerçevede ortaya çıkan likidite fazlası ise gün sonunda gecelik işlemlerle sterilize edilmiştir (TCMB, 2010c: 4-5). Böylece TCMB piyasada gecelik faiz oranlarının, referans (politika) faiz oranı niteliğindeki TCMB borçlanma faiz oranının belirgin şekilde üzerine çıkmasını önlemiş, likiditenin bankacılık sisteminde sağlıklı dağılımını sağlamış, böylelikle TCMB borçlanma faiz oranı piyasalar için temel gösterge olmaya devam etmiştir (Şekil 4.39) (Sözer, 2013: 54).

19 Haziran 2009'da TCMB, piyasadaki net likidite açığının artması ve likidite açığının kalıcı olma ihtimalinin yükselmesi üzerine kredi mekanizmasının etkin işleyişini desteklemek amacıyla temel fonlama aracı olan bir hafta vadeli repo ihalelerine ilave olarak üç ay vadeli repo ihalelerine başlamıştır. 16 Ekim 2009'da ise, piyasadaki likidite açığının kalıcılığının netleşmeye başlaması üzerine, kredi mekanizmasının desteklenmesi amacıyla Türk Lirası zorunlu karşılık oranını, yüzde 6'dan yüzde 5'e indirmiştir (TCMB, 2010c: 5).



Şekil 4.39. TCMB Politika Faiz Oranı ve Bankalararası Piyasada Oluşan Gecelik Faiz Oranı (Ocak 2008-Şubat 2009) (TCMB, 2009b: 23).

TCMB, küresel kriz döneminde döviz piyasalarına ve bankacılık sistemi döviz likiditesine yönelik bazı tedbirler almıştır. TCMB, krizin başlangıç aşamalarında likiditenin bankacılık sisteminde kalması amacıyla döviz alım ihalelerine ara vermiş, döviz piyasalarının derinliğinin azalmasına bağlı olarak sağlıklı fiyat oluşumlarının gözlenmesi üzerine de döviz satım ihaleleri düzenlemiştir. Ekim 2008'de TCMB, döviz depo aracılık faaliyetlerine yeniden başlamış ve bankaların Döviz Depo Piyasalarındaki işlem yapabilme limitlerini kademeli olarak arttırmıştır. Ayrıca, söz konusu borçlanma limitleri çerçevesinde bankaların alabilecekleri döviz depolarının vadesi öncelikle bir haftadan bir aya uzatılırken daha sonra Şubat 2009'da bir aydan üç aya uzatılmıştır (TCMB, 2010c: 2). 5 Aralık 2008 tarihinde yüzde 11 olan yabancı para zorunlu karşılık oranında iki puan indirim yapılmıştır. Ayrıca bu dönemde, küresel krizin reel sektör (ihracatçılar) üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla ihracat reeskont kredisi uygulamasına yönelik yeni düzenlemelerle ihracat reeskont kredisi limiti yükseltilmiş ve bu kredilere kullanım kolaylığı getirilmiştir. İhracat reeskont kredisi Türk lirası olarak kullanıldığı için ilk aşamada Türk lirası piyasalarını, geri ödemesi döviz olduğu için ise belirli süre sonra TCMB döviz rezervlerini etkileyeceğini dikkate almak gerekir. Kriz döneminde ara verilen rezerv biriktirme amaçlı döviz alım ihaleleri ise, küresel ekonomiye ilişkin olumlu beklentilerin etkisiyle risk iştahının tekrar güçlenmesi ve döviz piyasasının görece bir istikrara kavuşması üzerine 4 Ağustos 2009 tarihinden itibaren tekrar başlatılmıştır.

TCMB'nin yaptığı 1025 baz puanlık faiz indirimi ve aldığı diğer önlemler 2009 yılının ikinci yarısından itibaren kredi faizleri üzerinde de etkili olmuş ve son çeyrekte kredi piyasası yeniden canlanmıştır. TCMB'nin attığı adımlar, alınan mali tedbirlerin de katkısıyla, iç talep üzerinde etkisini göstermiş, makroekonomik riski azaltmada önemli bir rol oynamıştır. Bu bağlamda TCMB'nin aldığı önlemlerde geç kalmasının, piyasada likidite sıkışıklığına ve belki de bankacılık sektöründe bir paniğe neden olacağını da göz ardı etmemek gerekmektedir.

2010 yılında küresel ekonomi kademeli olarak toparlanmaya devam etmiş, gelişmiş ekonomilerde daha yavaş ve kırılmalı bir görünüm arz eden bu süreç, aralarında Türkiye'nin de bulunduğu gelişmekte olan ekonomilerde daha hızlı ve istikrarlı biçimde gerçekleşmiştir. Krizin etkilerinin hafiflemesini, iktisadi faaliyetlerdeki toparlanmayı ve gelişmiş ekonomilerde uygulanan gevşek para politikalarının kendisine yönelik sermaye akımlarını artırmasını dikkate alan TCMB, kriz sırasında alınan likidite önlemlerinin geri alınmasını ve para politikasının operasyonel çerçevesini normalleştirmeyi içeren "Çıkış Stratejisi"ni 14 Nisan 2010 tarihinde açıklamıştır (TCMB, 2013e: 19). Çıkış

stratejisi kapsamında ilk aşamada, kriz süresince etkin olarak kullanılan piyasanın ihtiyacından daha fazla fonlanması şeklindeki politika çerçevesinde arz edilmekte olan miktar tedricen azaltılmıştır. Piyasada kalıcı likidite açığının oluşması nedeniyle Mayıs 2010’da çıkış stratejisinin ikinci aşamasına geçilerek teknik faiz ayarlaması sürecine girilmiştir. Bu çerçevede, bir hafta vadeli repo ihaleleri sabit faiz oranından miktar ihalesi yöntemiyle gerçekleştirilmeye başlanmış, böylece bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı para politikası açısından politika faiz oranı niteliği kazanmıştır. Yapılan operasyonel değişiklik, TCMB’nin faiz koridorunu aktif kullanmak yoluyla gecelik borçlanma, borç verme ve haftalık repo faiz oranlarını birbirinden farklı amaçlarla kullanabilmesinin önünü açmıştır (TCMB, 2013a: 4). TCMB da çıkış stratejisinde faiz koridorunu aktif olarak kullanabileceğini açıklamıştır.

Türkiye’de koridorun alt sınırını oluşturan TCMB’nin gecelik borçlanma faizi, uzun bir süre politika faizi olarak kullanılmıştır. Zira 2001 krizinden sonra Merkez Bankası’nın kamu ve TMSF bünyesindeki bankaların gecelik borçlanma ihtiyaçlarının azaltılması operasyonu çerçevesinde, bu bankalardan satın aldığı DİBS’ler ve daha sonraki yıllarda ise yoğun döviz alışları nedeniyle sistemde likidite fazlası vardı. TCMB bu likiditeyi çekmeye uğraşıyordu. TCMB likidite fazlasını çektiğine göre, bankalar açısından önemli olan TCMB’nin gecelik borçlanma faizi idi ve ekonomik birimler bu faize odaklanıyordu. Zamanla bu likidite eridi ve küresel kriz sürecinde kalıcı likidite açığına dönüştü. Geçici olarak likidite fazlalığı olan bankalar bu fazlalığı geçici olarak likidite sıkıntısı çeken bankalara borç verseler bile geriye karşılanmayan likidite ihtiyacı kalıyordu. Bu bir anlamda ‘normalleşme’ idi. Bu nedenle, TCMB’nin borç alma faizi politika faizi olma işlevini yitirdi. Zira artık TCMB bankalara borçlu değil, borç veren konumuna geldi. TCMB bu nedenle Mayıs 2010’dan itibaren koridorun içinde bir politika faizi açıklıyor. Bu faiz, haftalık repo ihaleleri ile bankalara verdiği borcun faizini gösteriyor (Özatay, 2013b: 456).

Diğer taraftan, TCMB Ekim 2008 döneminden itibaren döviz likiditesine ilişkin sağladığı imkânları, küresel piyasalardaki normalleşme sürecinin başlaması ile birlikte 14 Nisan 2010 tarihli “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikası Çıkış Stratejisi” duyurusu ile açıkladığı şekilde kriz öncesi seviyelere getirmiştir. Bu çerçevede (Sözer, 2013: 59);

- i. Yabancı para zorunlu karşılık oranları 2010 yılı içinde kademeli olarak % 9’dan %11’e yükseltilmiştir.
- ii. 15 Ekim 2010 tarihinden itibaren TCMB’nin Döviz Depo Piyasası’ndaki aracılık işlemlerine son verilmiştir.
- iii. TCMB’nin Döviz Depo Piyasası’ndaki aracılık işlevi sona ermekle birlikte, bankalar kendilerine tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde TCMB’den döviz depo alabilmelerine olanak tanınmıştır. Ancak TCMB’den alınan depo işlemlerin vadesi 3 aydan 1 haftaya indirilmiştir.

TCMB döviz alımlarının devam etmesi nedeniyle, likidite açığının gerileyeceği ve uzun vadeli fonlama ihtiyacının azalacağını değerlendirerek, 15 Ekim 2010 tarihinden itibaren üç ay vadeli repo ihalelerine son vermiştir. Ayrıca çıkış stratejisinde likidite açığının belirgin şekilde azalması ve/veya kredi koşullarının iyileşmesi halinde Türk Lirası zorunlu karşılık oranının kriz öncesi seviyelere getirilebileceği belirtilmiştir. Yine ileride yaşanabilecek gelişmelere bağlı olarak, örneğin kredilerdeki genişleme hızının arzu edilen düzeylerin üzerine çıkması halinde, makroekonomik riskleri azaltıcı bir politika aracı olarak, zorunlu karşılık oranlarının daha aktif bir şekilde

kullanılabileceği açıklanmıştır (TCMB, 2010c: 11). 2010 yılının ortalarından itibaren ise makro finansal dengesizliklere (finansal istikrar) yapılan vurgu giderek artırılmış, buna yönelik olarak alternatif politika araçlarının (zorunlu karşılıklar, faiz koridoru ve likidite yönetimi gibi) daha etkin bir şekilde kullanıma sokulabileceği açıkça ifade edilmiştir.

4.3.1. TCMB'nin Yeni Para Politikası Stratejisi

2010 yılı sonu itibarıyla birçok gelişmekte olan ülke merkez bankası, politika çerçevelerini finansal istikrara vurgu yapacak şekilde geliştirmiş ve yeni politika tedbirleri almaya başlamıştır. Örneğin bu dönemde Brezilya sermaye hareketlerine karşı vergi önlemleri getirmiş, Kolombiya bankaların bilanço dışı türev ürünlerine kısıtlamalar koymuş, Endonezya zorunlu karşılık oranlarını artırmış ve bankaların kısa vadeli yabancı para borçlanmalarına limit koymuş, Kore bankaların çekirdek olmayan yükümlülüklerini sınırlamış ve Tayland konut piyasasında borç-değer oranı gibi makroihtiyati önlemler almıştır (TCMB, 2014j: 71).

Küresel kriz sürecinde pek çok gelişmekte olan ülkede olduğu gibi, TCMB da 2010 yılının sonlarından itibaren makro finansal riskleri de gözetken yeni bir para politikası çerçevesi tasarlamış ve uygulamaya koymuştur. Bu kapsamda, enflasyon hedeflemesinin genel çerçevesi gözden geçirilerek destekleyici amaç olan finansal istikrara vurgu artırılmış; bu amaca yönelik olarak ek politika araçları geliştirilmiştir. Böylece çok amaçlı, çok araçlı ve esnek bir politika stratejisi uygulanmaya başlanmıştır.

Tablo 4.13. TCMB'nin Para Politikası Stratejisi (TCMB, 2012a: 2).

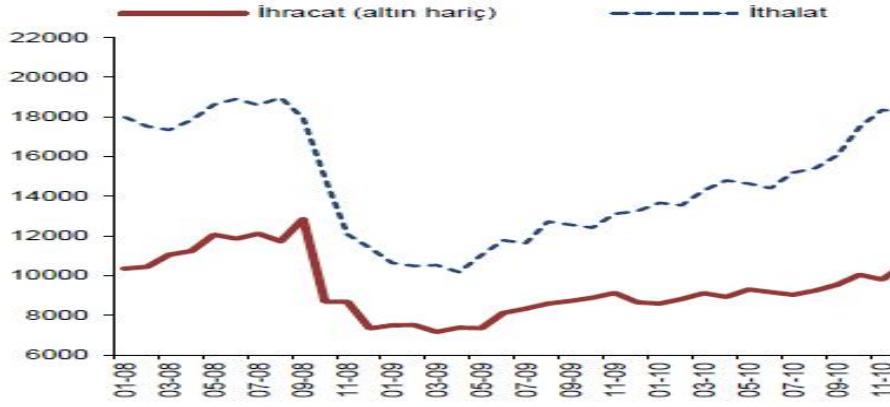
	<i>ESKİ YAKLAŞIM</i>	<i>YENİ YAKLAŞIM</i>
<i>AMAÇLAR</i>	FİYAT İSTİKRARI	FİYAT İSTİKRARI FİNANSAL İSTİKRAR
<i>ARAÇLAR</i>	Politika Faizi	Politika faizi, Likidite Yönetimi, Faiz Koridoru, Zorunlu karşılıklar

Tablo 4.13 TCMB'nin yeni ve eski para politikası stratejisinin amaçlarını ve araçlarını göstermektedir. 2006'dan itibaren uygulanan geleneksel enflasyon hedeflemesi rejiminde temel amaç fiyat istikrarı ve bu amaca yönelik olarak kullanılan aktif politika aracıysa politika faizi olmuştur. 2010 sonundan itibaren benimsenen esnek enflasyon hedeflemesi rejimi olarak adlandırılan yaklaşımdaysa temel amaç korunmakla birlikte Merkez Bankasının destekleyici amacına olan vurgu artırılmış ve bu amaçlara ulaşabilmek amacıyla da tek bir araç yetersiz kalacağından faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve likidite yönetimi de aktif bir şekilde kullanılmaya başlanmıştır.

Küresel krizden çıkarılan önemli derslerden birisi, merkez bankalarının fiyat istikrarına odaklanırken finansal sistemde biriken riskleri (aşırı kredi genişlemesi gibi) ve varlık fiyatlarındaki şişkinlikleri göz ardı etmemesi gerektiğidir. Bu doğrultuda G-20 gibi uluslararası platformlarda merkez bankalarının finansal istikrara daha fazla önem vermesi gerektiği görüşü giderek yaygınlık kazanmaktadır. Ayrıca, finansal krizleri önlemek için makro politikalarla tepki vermenin önemine değinen çalışmalar yakın dönem iktisadi yazınında giderek ağırlık kazanmıştır (TCMB, 2012d: 2).

TCMB'nin yeni politika arayışında, ekonomi politikalarına ve merkez bankacılığına dair değişen yaklaşımların yanı sıra, olağanüstü küresel iktisadi konjonktürün de önemli bir payı olmuştur. Küresel krizle birlikte bu krizden çıkmaya başta FED, ECB, BOE gibi merkez bankaları genişletici para politikasına başvurmuşlardır. Gelişmiş ekonomilerdeki merkez bankalarının politikalarının yarattığı likidite fazlasının büyük kısmı ise bu ülkelerde kalmamakta ve gelişmiş ekonomilere göre yüksek faiz veren Türkiye gibi gelişmekte ekonomilere akmaktadır. Gelişmiş ülkelerde süregelen niceliksel genişleme ve diğer genişletici uygulamalar sonucu ortaya çıkan likidite bolluğu ve küresel finans sisteminde süregelen kırılganlıklar, kısa vadeli sermaye akımlarında ciddi oynaklıklara yol açmaktadır (Şekil 4.19). TCMB Tablo 4.13'de sayılan araçlarla sermaye kontrollerine başvurmaksızın sermaye akımlarındaki oynaklığın etkisinin yumuşatılabileceği görüşünü destekleyen politikalar uygulamıştır. Bu dönemde Brezilya ve Kore merkez bankaları Tablo 4.13'deki bazı araçları kullanmanın yanında sermaye kontrolleri de getirirken, TCMB Tablo 4.13'deki politika araçlarını kullanmıştır.

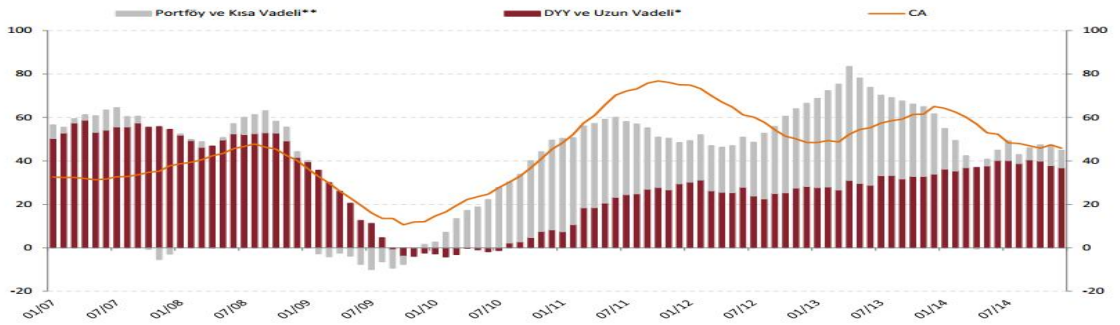
Türkiye ekonomisi yapısı gereği düşük tasarruf oranına sahip, ithal girdi kullanımına bağlı üretim yapısı olan dolayısıyla yüksek büyüme zamanlarında yüksek cari açık veren, büyüme düştükçe cari açığı düşen bir ekonomidir. Ekonomi tasarruf açığını, cari açığı yabancı sermayeyle finanse etmekte ve dolayısıyla sermaye akımlarındaki oynaklığa duyarlı hale gelmektedir. Türkiye ekonomisi 2009 yılı son çeyreğinden itibaren iç talep öncülüğünde bir canlanma sürecine girmiştir. Bu dönemde, iç talepteki hızlı büyüme ve Türk lirasının aşırı değerlenmesi ithalat artışını hızlandırmıştır. Ancak, Türkiye'nin ihracatının ağırlıklı olarak krizden yoğun olarak etkilenmiş gelişmiş ülkelere yönelik olması nedeniyle dış talep görece olarak daha zayıf bir seyir izlemiştir. Bu nedenle, ihracatın büyüme hızı ithalat artış oranının oldukça gerisinde kalmıştır (Şekil 4.40). Artan risk iştahı nedeniyle yoğunlaşan kısa vadeli sermaye girişleri krediye erişimi kolaylaştırarak iç talebi (tüketim ve yatırım) hızlandırmış, bunun yanı sıra Türk lirasının aşırı değerlenmesine yol açarak iç ve dış talep arasındaki ayrışmayı daha da belirgin hale getirmiştir (Şekil 4.41) (TCMB, 2013f: 12). Bu çerçevede, 2010 yılında cari dengenin milli gelire oranının önceki dönemlerde görülmemiş ölçüde yüksek oranlara ulaşmış olması ve cari açığın finansmanının temel olarak kısa vadeli borç ile portföy yatırımlarına dayanıyor olması, Türkiye ekonomisini küresel risk iştahındaki ani değişimlere karşı aşırı kırılgan bir hale getirmiştir (Şekil 4.42 ve Tablo 4.14).



Şekil 4.40. Türkiye’de İthalat ve İhracat (Mevsimsellikten Arındırılmış, Aylık, 2008 Ocak-2010 Kasım, Milyar Dolar) (TCMB, 2012d: 3).



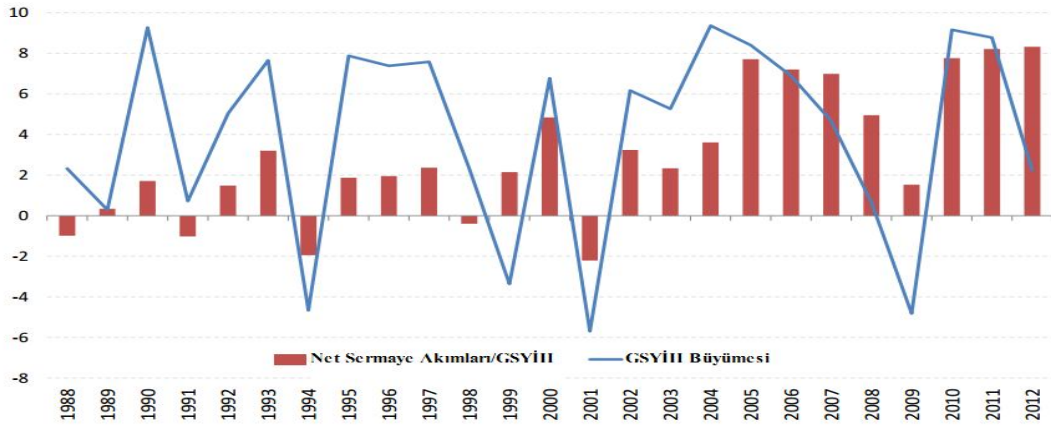
Şekil 4.41. Gelişmiş Ekonomilerin Parasal Genişlemelerinin Gelişmekte Olan Ekonomilere Etkisi (TCMB, 2012e: 2).



Şekil 4.42. Türkiye’de Cari Açığın Finansman Kaynakları (2007 Ocak-2014 Eylül) (TCMB, 2014e: 22).

Tablo 4.14. Türkiye’de Cari Açık ve Cari açık/GSYİH (2002-2010, milyar dolar, %) (TCMB, 2014e: 21)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Cari Açık (Milyar Dolar)	0,6	7,6	14,2	21,4	31,8	37,8	40,4	12,2	45,4
Cari Açık/GSYİH (%)	0,3	2,5	3,6	4,5	6,0	5,7	5,4	2,0	6,2



Şekil 4.43. Türkiye’de GSYİH Büyümesi ve Sermaye Hareketleri (1988-2012) (%) (TCMB, 2012d: 4).

Şekil 4.43’de görüldüğü gibi 1994, 2001, 2008 krizlerinde iktisadi faaliyetteki daralma hep sermaye akımlarında ani duruşla birlikte gerçekleşmiştir. Bu gözlem, finansmanın oldukça kısa vadeli ve oynak olduğu bir konjonktürde, küresel risk iştahındaki ani değişimlere karşı ekonominin dayanıklılığını artırmanın gerekliliğine işaret etmekte; aynı zamanda para politikasında daha esnek bir yaklaşımın önemini ortaya koymaktadır. İşte TCMB’nin uyguladığı yeni politika çerçevesinin de esas olarak bu kapsamda değerlendirilmesi gerekmektedir (TCMB, 2012d: 4).

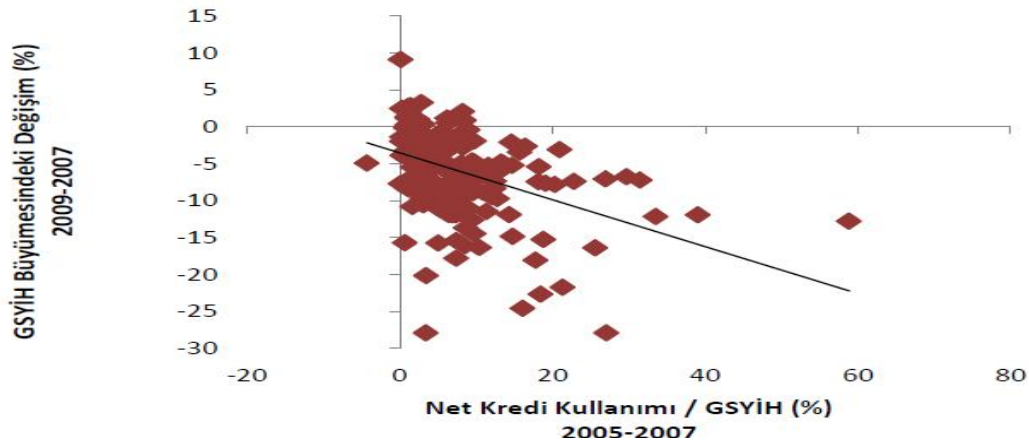
Yeni politika çerçevesinde kullanılan temel araçlar ve aktarım mekanizması Şekil 4.44’deki gibi özetlenebilmektedir. Şemanın solunda politika araçları yer almaktadır: (i) faiz koridoru, bir haftalık repo faizi (politika faizi) ve likidite yönetimi araçları (ii) zorunlu karşılıklar. TCMB, bu araçlarla nihai olarak fiyat istikrarını ve finansal istikrarı etkilemeyi amaçlamaktadır. Bütün bu süreçte, krediler ve döviz kuru kanalı ise araçlarla nihai amaçlar arasında köprü niteliği taşımaktadır (TCMB, 2012d: 6). TCMB, yeni araçlar ile temel olarak krediler ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkileyerek fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlamaya çalışmaktadır. Ayrıca hem politika araçları hem de iletişim yoluyla beklentilerin yönetimi de büyük önem taşımaktadır.



Şekil 4.44. TCMB’nin Politika Araçları ve Amaçları (TCMB, 2012d: 6).

TCMB yeni para politikası stratejisinin finansal istikrar ayağı çerçevesinde sermaye akımlarındaki oynaklığın yurt içi piyasalar üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamayı amaçlamaktadır. Yeni politika çerçevesinde krediler ve döviz kuru gibi değişkenlere ayrı bir önem atfedilmektedir. Buna göre dünyada bollaşan likidite ile birlikte artan sermaye akımları Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilerde bir yandan yerli paranın aşırı değerlenmesine neden olmakta, bir yandansa hızlı kredi büyümesine neden olarak cari açığı artırmaktadır. Hızlı kredi büyümesi aynı zamanda iktisadi yazında finansal krizleri öncüleyen önemli değişkenlerden biri olarak ön plana

çıkılmaktadır. Zira ülke tecrübeleri, önemli bankacılık ve ödemeler dengesi krizlerinin hızlı kredi büyüme süreçleri tarafından öncülendiğini göstermektedir (TCMB, 2013g: 107). 2008 Küresel krizinden de en çok etkilenen ekonomiler krizden önce ciddi kredi genişlemesi yaşamış olan ekonomilerdir, çünkü bu insanlar aldıkları kredileri ödeyememiş ve bu ekonomiler ciddi daralmışlardır (Şekil 4.45). Aynı zamanda hızlı kredi büyümesi bankaların ve firmaların vade ve kur uyumsuzluklarını da artırmaktadır. Dolayısıyla sermaye akımlarının yoğun olduğu dönemde bir yandan kredi alanların geri ödeyememe durumu olabileceği gibi, vade ve kur uyumsuzluklarında artış da olabilmekte bir yandan ise bunun kur ve kredilerle cari açığı artırması ve finansman akımlarında ani bir bozulmanın ise ekonomide ani duruş riskini beraberinde getirebilmesi söz konusudur. Öte yandan sermaye çıkışlarının yoğun olduğu dönemlerde olan kredilerdeki ani daralma ve yerli paradaki aşırı değer kaybı da makroekonomik ve finansal istikrar açısından arzu edilmeyen durumlardır. Dolayısıyla TCMB 2010 yılı sonlarından itibaren sermaye akımlarındaki oynaklığın etkilerini yumuşatıcı bir para politikası stratejisini benimsemekte ve bu çerçevede kredilerin makul oranda büyümesini hedeflemekte ve döviz kurundaki aşırı hareketlere kayıtsız kalmamaktadır. Bu iki ara amaç çalışmada görüleceği üzere finansal istikrarın yanında fiyat istikrarı için de oldukça önemlidir.



Şekil 4.45. Krediler ve Kriz Dönemi Büyüme Performansı (Dünya bankası veri setinde bulunan bütün ülkeler dâhil edilmiştir. Yatay eksen, net kredi kullanımının GSYİH'ye oranının 2005 ve 2007 yılları arasındaki ortalamasını; dikey eksen ise, GSYİH büyüme oranının 2009 ve 2007 yılları arasındaki farkını göstermektedir) (TCMB, 2013h: 2).

Politika araçlarının kullanımı için ilk olarak 2010 yılı Kasım ayından, Avrupa ekonomisindeki belirsizliklerin yoğunlaştığı 2011 yılı Ağustos ayı dönemine bakılacaktır. Gelişmiş ülke merkez bankalarının parasal genişlemelerini (Amerika merkez bankası, İngiltere merkez bankası, Avrupa merkez bankası) takiben 2010 yılının ortalarından itibaren kısa vadeli sermaye girişleri Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilere yoğun bir şekilde artmıştır (Şekil 4.19). 2010 yılının son çeyreğine gelindiğinde ise güçlü kısa vadeli sermaye girişleri ile kredi genişlemesindeki hızlanma ve Türk lirasındaki aşırı değerlenmeyle birlikte cari dengedeki bozulma önlem alma gereğini artırmıştır. Mevcut konjonktürde hızlı kredi genişlemesine faiz artışıyla karşılık verilmesinin sermaye girişlerini besleyerek makro finansal dengesizlikleri daha da artıracığı düşüncesi, alternatif politika seçeneklerini gündeme getirmiştir. Bu çerçevede TCMB, bir yandan kısa vadeli piyasa faizlerini düşük tutarak kısa vadeli sermaye girişlerini caydırmayı amaçlayan, diğer yandan zorunlu karşılık oranlarını artırarak

kredi artış hızını ve iç talebi yavaşlatmayı hedefleyen bir stratejiyi uygulamaya koymuştur. Buna ek olarak, finansal sistemin yükümlülüklerinin uzatılması da destekleyici bir amaç olarak benimsenmiştir (Başçı ve Kara, 2011: 14).

İkinci olarak ise, 2011 yılının Ağustos ayından 2012 yılının Haziran ayına kadar olan döneme bakılacaktır. 2011 yılının Ağustos ayından 2012 yılı Haziran ayına kadar olan dönemde, küresel büyümeye ve bazı Avrupa ülkelerindeki kamu borcu sorununa ilişkin endişelerin derinleşmesi nedeniyle küresel ölçekte riskten kaçınma eğilimi artmış ve gelişmekte olan ülkelerden sermaye çıkışları hızlanmıştır. Bunun üzerine, uygulanan yeni politika çerçevesinde araçlar sermaye girişlerinin hızlı olduğu dönemdeki tersi yönünde kullanılmıştır (TCMB, 2013: 9).

Üçüncü olarak, 2012 Haziran ayından 22 Mayıs 2013 dönemine bakılacaktır. Bu dönemde yoğunlaşan sermaye akımlarıyla TCMB, ilk dönemki gibi bir yandan kısa vadeli piyasa faizlerini önemli ölçüde düşürerek kısa vadeli sermaye girişlerini caydırmayı amaçlamış, diğer yandan zorunlu karşılık oranlarını artırarak kredi artış hızını ve iç talebi yavaşlatmayı hedefleyen bir stratejiyi uygulamaya koymuştur.

Son olarak ise 22 Mayıs 2013'den Aralık 2014'e kadar olan dönemde politika araçlarının uygulamalarına bakılacaktır. 2013 yılı Mayıs ayında dönemin Amerika Merkez Bankası Başkanı Bernanke yaptığı açıklamada üçüncü niceliksel genişlemeyi yilsonuna doğru kısma başlayabileceklerini belirtmiştir. FED'in para politikasının normalleşme sürecine ilişkin yarattığı söz konusu belirsizlik küresel piyasalardaki bol likidite döneminin sona ereceği algısını kuvvetlendirmiş ve dış finansman ihtiyacı yüksek Türkiye de dahil gelişmekte olan ülkelerden 2014 2.çeyreğine kadar özellikle portföy akımları kaynaklı sermaye çıkışları yaşanmıştır (Şekil 4.19). TCMB, ikinci dönemki gibi kısa vadeli piyasa faizlerini önemli ölçüde yükselterek kısa vadeli sermaye girişlerini cezbetmeyi amaçlamıştır. Yıl sonuna kadar ise küresel para politikalarındaki ayrışmaların devam etmesi ve FED'in normalleşme sürecine dair belirsizliklerin sürmesi sonucunda sermaye akımları dalgalı bir seyir izlemiştir.

4.3.1.1. Politika Faizi, Faiz Koridoru, Likidite Yönetimi

TCMB, piyasa faizlerini ve likiditesini etkilemek için çeşitli araçlar kullanmaktadır. Bu araçlarla piyasada ihtiyacı olanlara kısa vadeli (günlük, haftalık veya bir aylık vadede) likidite sağlanabildiği gibi, fon fazlası olanlardan gecelik vadede borç alınabilmektedir. TCMB'nin bankalardan gecelik vadede borçlanabileceği ve borç verebileceği faiz seviyelerinin arasında kalan alan ise "faiz koridoru" olarak adlandırılmaktadır. Diğer taraftan TCMB bir hafta vadeli repo aracılığıyla da bankalara fonlama yapabilmektedir. Miktar ihalesi ile yapılan bir haftalık reponun faiz oranı ve faiz koridoru her ay Para Politikası Kurulu toplantısında gözden geçirilerek kamuoyuna ilan edilmektedir. Mevcut yapıda TCMB fonlamayı esas olarak bir haftalık repo aracılığıyla yaptığından bir hafta vadeli repo fonlama faizi "politika faizi" olarak adlandırılmaktadır (TCMB, 2012d: 8).

Faiz koridoru küresel kriz öncesinde enflasyon hedeflemesi uygulayan çoğu merkez bankasının uyguladığı bir sistemdi. Ancak geleneksel yapıda faiz koridoru genelde kendi başına bir araç olmaktan ziyade piyasa faizlerinin politika faizinden belirgin şekilde sapmasını engellemek amacıyla kullanılmaktadır. Bu doğrultuda faiz koridoru politika faizi etrafında simetrik ve (genelde değişmeyen) dar bir bant olarak tanımlanmakta, diğer bir ifadeyle pasif bir rol üstlenmektedir (TCMB, 2012a: 4). Öte yandan küresel kriz sürecinde TCMB ve daha birçok merkez bankası asimetrik faiz koridoru sistemini kullanmışlardır. Asimetrik faiz koridoru, kısaca gecelik borçlanma ve

borç verme faizinin politika faizine olan uzaklığının ek bir politika aracı olarak kullanılması anlamına gelmektedir. Bu sistemde faiz koridoru aktif bir araç olarak kullanılmaktadır. Faiz koridorunun genişliği gerekli görüldüğünde ayarlanabilmekte ve politika faizi etrafında asimetrik bir yapı oluşturulabilmektedir (TCMB, 2013a: 2). Bu sistemde merkez bankası politika faizini değiştirmek yerine faiz koridorunu daraltıp genişleterek ve etkin bir likidite yönetimi uygulayarak kısa vadeli piyasa faizini politika faizinin oldukça altında ya da üstünde oluşmasına geçici bir süre izin verebilmektedirler. Bu yapıda faiz koridorunun genişliği, kısa vadeli piyasa faizinin hangi aralıkta dalgalanabileceğini de belirlemektedir. Tasarlanan bu sistemde faiz koridoru daha çok kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklığa karşı daha hızlı ve esnek tepki verilebilmesini sağlamak amacıyla kullanılmaktadır (TCMB, 2013a: 2). Ayrıca merkez bankasının politika faizini ya da koridor faizlerini değiştirip etkin likidite uygulamasındaki beklentisi kısa vadeli piyasa faizinin değişmesi ve bunun da daha uzun vadeli olan reel mevduat, kredi ve tahvil faizlerini değiştirmesidir.

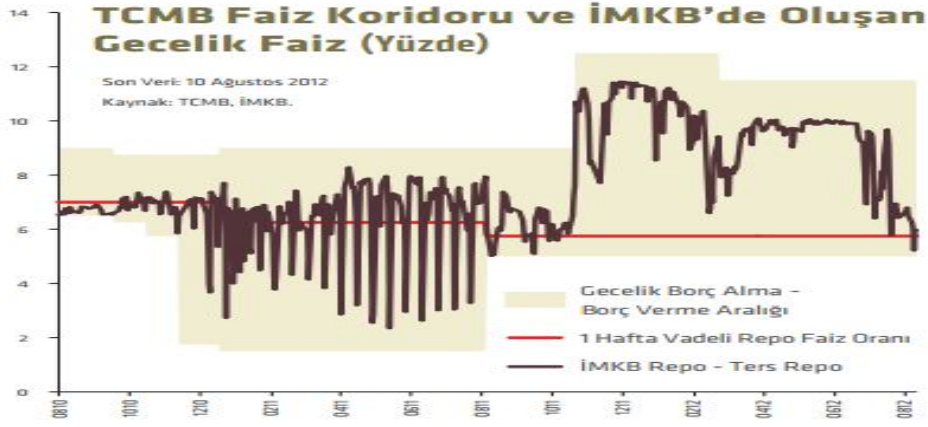
Türkiye’de 2010 yılının Mayıs ayına kadar politika faizi olarak TCMB gecelik borçlanma faizi kullanılmakta iken, zaman içinde piyasadaki likidite koşullarının değişmesi ile birlikte politika faizi bir hafta vadeli repo faizi olarak belirlenmiştir. Yapılan operasyonel değişiklik, TCMB’nin faiz koridorunu aktif kullanmak yoluyla gecelik borçlanma, borç verme ve haftalık repo faiz oranlarını birbirinden farklı amaçlarla kullanabilmesinin önünü açmıştır (TCMB, 2013a: 4).

TCMB’nin 2010 yılının sonlarından itibaren uyguladığı faiz koridoru ve likidite yönetimi sistemi ile eski (geleneksel) yapı arasında temel olarak üç fark bulunmaktadır:

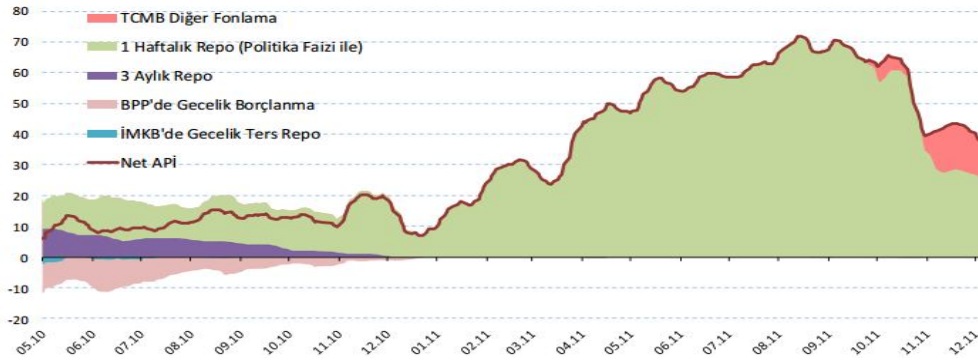
1. Faiz koridorunun genişliği gerekli görüldüğünde değiştirilmekte ve politika faizi etrafında asimetrik bir yapı oluşturulabilmektedir.
2. Geleneksel sistemde kısa vadeli ortalama fonlama faizi ile politika faizi arasında bir fark gözetilmemektedir. Yeni sistemde ise, bir haftalık vadede yapılan fonlamanın miktarı günlük olarak değiştirilmesi suretiyle bu iki faiz birbirinden ayrıştırılabilmektedir. Bunun sonucunda piyasada oluşan faizin seviyesi günlük frekansta ayarlanabilmekte ve kısa vadeli piyasa faizinin politika faizinin oldukça altında ya da üstünde oluşmasına geçici bir süre izin verilebilmektedir.
3. Faiz belirsizliği aktif bir politika aracı olarak kullanılabilir. Buna göre sermaye akımlarının yoğunlaştığı dönemlerde kısa vadeli piyasa faizinde oynaklık artırılabilir, sermaye akımlarının yavaşladığı dönemlerde ise kısa vadeli piyasa faizindeki oynaklık azaltılabilir.

Gelişmiş ekonomilerin o ana kadar ki parasal genişleme kararlarına ek olarak, Kasım 2010’da FED’in 2.niceliksel genişlemeye başlaması ve daha önceden bununla ilgili sözle yönlendirmelerin Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilere kısa vadeli sermaye girişini artırmasıyla Türk lirası 2010 sonu gibi aşırı değerli hale gelmiş ve TCMB kısa vadeli sermaye girişlerini caydırmak ve böylece bir yandan ulusal paradaki aşırı değerlenmeyi önlemek diğer yandan kısa vadeli sermaye akımlarını uzun vadeye yönlendirmek amacıyla politika faizini 75 baz puan, gecelik borçlanma faizini ise 500 baz puan düşürerek faiz koridorunu aşağı yönlü genişletmiştir (Şekil 4.46.) Bu adım TCMB’nin asimetrik faiz koridoru adına ilk adımıdır. Böylelikle politika faizinden yapılan 1 hafta vadeli repo miktarı çok ciddi artırılarak gecelik piyasada oluşan faiz oranlarının politika faiz oranından oldukça düşük seviyede oluşması sağlanmış, bazı zamanlar ise bu fonlama kısılarak gecelik piyasa faizlerinde oynaklık artırılmış ve

böylece spekülasyon pozisyonlarının getiri/risk oranının azaltılarak kısa vadeli sermaye girişlerinin azaltılması amaçlanmıştır (Şekil 4.46 ve 4.47).



Şekil 4.46. TCMB Faiz Koridoru ve BİST'te Oluşan Gecelik Faiz ve 1 Hafta Vadeli Repo Faiz Oranı (Politika Faizi) (Ağustos 2010- Ağustos 2012) (%) (TCMB, 2012e: 4).

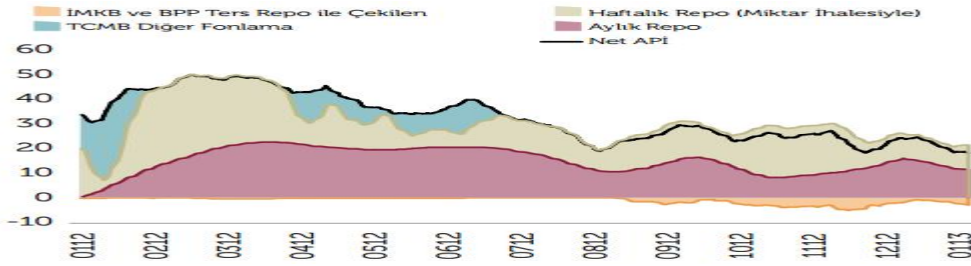


Şekil 4.47. TCMB Fonlaması (2 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar TL) (Mayıs 2010-2011 Aralık) (TCMB diğer fonlama büyük ölçüde piyasa yapıcısı repo ve gecelik vadede fonlama (marjinal fonlama)) (TCMB, 2012f: 30).

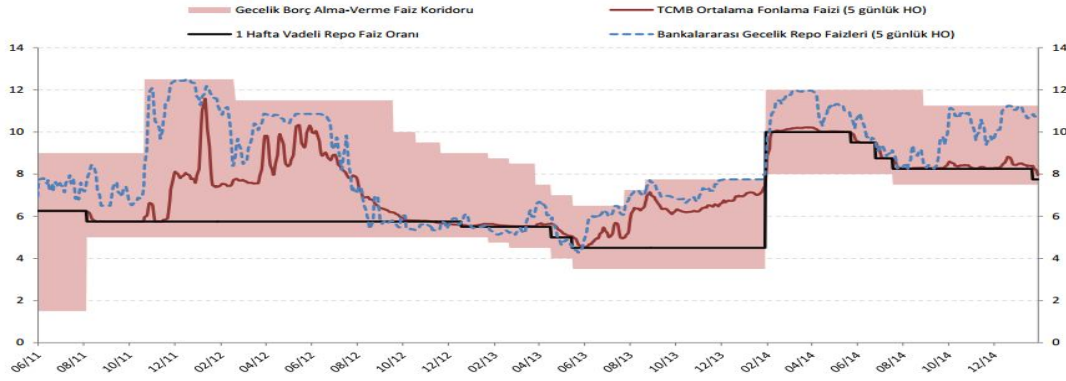
2011 Ağustos ayında küresel büyüme endişelerinin ve Avrupa borç krizinin derinleşmesiyle küresel risk iştahının zayıflaması sonucu gelişmekte olan ekonomilerden sermaye çıkışlarıyla birlikte Türk lirası aşırı değer kaybetmeye başlamış ve merkez bankası Ağustos 2011'de gecelik borçlanma faizini eski seviyelerine doğru getirerek faiz koridorunu daraltmıştır. TCMB, faiz koridorunu daraltarak kısa vadeli piyasa faizinin oynaklığını azaltmış ve politika faiz oranından fonlamayı kısarak kısa vadeli piyasa faiz oranını politika faiz oranına yaklaştırmıştır (Şekil 4.46 ve 4.47). Böylelikle, faiz belirsizliğinin azaltılması ve getiri artışı yoluyla sermaye hareketlerindeki çıkışın sınırlanması amaçlanmıştır (TCMB, 2012d: 16). Küresel ekonomiye dair giderek artan sorunların dış talebi olumsuz etkileyeceği, iç talepte ise artan küresel belirsizlik nedeniyle yavaşlamanın devam edebileceği ve dolayısıyla iktisadi faaliyetin hızında bir süredir gözlenen yavaşlamanın süreceği öngörüsüyle TCMB, aynı toplantıda politika faizinde de 50 baz puan indirime gitmiştir.

Türk lirasında Ağustos ayından itibaren küresel risk iştahının bozulmasıyla ortaya çıkan aşırı değer kaybı ve yılın son çeyreğinde fiyatı yönetilen/yönlendiren

ürünlerdeki ayarlamalar nedeniyle enflasyondaki yükseliş öngörülenden daha hızlı olmuştur. TCMB, bu durumun orta vadeli enflasyon beklentilerini ve görünümünü etkilemesini engellemek amacıyla, 2011 yılı Ekim ayında gecelik borç verme faizini 350 baz puan artırarak faiz koridorunu yukarı yönlü genişletmiştir (Şekil 4.46) (TCMB, 2011b: 5-6). TCMB, bu dönemde etkin bir likidite yönetimi izlemiş ve dönemin genelinde düşük faizli politika faizinden haftalık vadeli repo işlemiyle sattığı parayı (miktar ihalesi) düşürmüş fonlamanın bir kısmını daha yüksek maliyetli likidite araçları ile yapmaya başlamıştır. Böylece gecelik faiz oranlarının politika faizinin oldukça üzerinde oluşmasına izin vermiştir. Bu durum bir yandan sermaye çıkışlarını caydırıcı etki yaparken, diğer yandan TCMB'den beklediklerinden daha az likidite sağlayan finansal kurumlar döviz satarak likidite ihtiyaçlarını karşılama yoluna gidebilmekte, bu da sermaye çıkışlarının döviz kuru üzerinde oluşturduğu hareketi sınırlandırmaktadır. TCMB oluşan likidite ihtiyacını 29 Aralık 2011'de ek parasal sıkılaştırma açıklamasına kadar büyük ölçüde bant içinde daha yüksek faizli piyasa yapıcısı borç verme imkânından borç vererek karşılamıştır. 29 Aralık 2011'den sonra ise, geçici fiyat hareketlerinin (kur etkisi ve petrol fiyat artışları gibi) beklentiler üzerinden enflasyon görünümünü bozmasına engel olmak amacıyla gerekli gördüğü günlerde Ek Parasal Sıkılaştırma'ya (EPS) gitmiştir. EPS yapılan günlerde piyasaya miktar ihalesi yöntemiyle politika faizinden yapılan fonlama miktarı azaltılarak (veya hiç yapılmayarak) normal günler için ilan edilen alt sınırın altına düşürülmüş, bunun yerine haftalık fonlama daha yüksek faizli geleneksel ihale yöntemiyle sağlanmıştır. Aynı zamanda daha yüksek faizli aylık vadede geleneksel ihalenin yanı sıra piyasa yapıcısı borç verme imkânı ve koridorun üst sınırından gecelik vadede teminat karşılığı bankalara borç da verilmiştir. Bu gelişmelerin sonucunda ortalama fonlama maliyeti yükselmiş ve kısa vadeli piyasa faizlerinin koridorun üst seviyelerine yakın oluşması sağlanmıştır (Şekil 4.48 ve 4.49). Bu dönemde (Haziran başına kadar) en uzunları sekiz, en kısası üç gün olmak üzere altı defa EPS yapılmış, çizilen çerçeve dâhilinde EPS'lerin güçlü, etkili ve geçici olması amaçlanmıştır.



Şekil 4.48. TCMB Fonlaması (2 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar TL) (Ocak 2012-Aralık 2012) (TCMB diğer fonlama 1 hafta vadeli repo, piyasa yapıcısı repo ve gecelik vadede fonlama (marjinal fonlama)) (TCMB, 2013: 31).



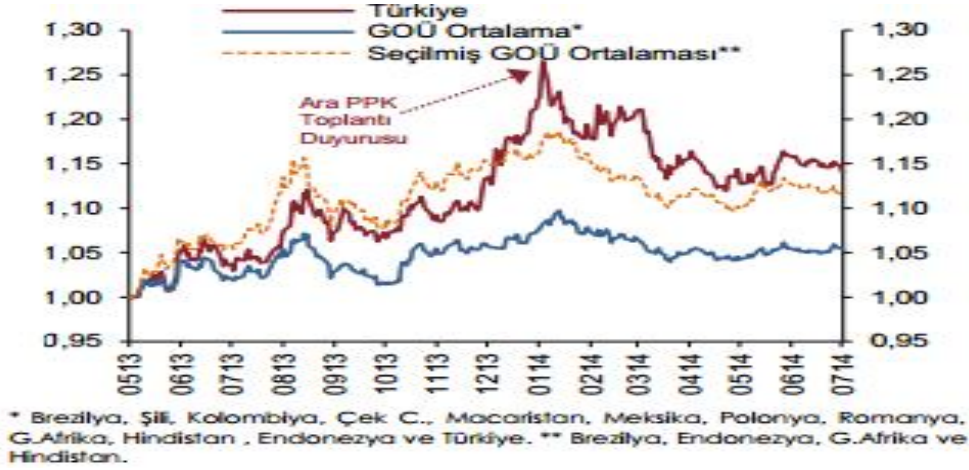
Şekil 4.49. TCMB Faiz Koridoru ve Bankalararasında Oluşan Gecelik Faiz, TCMB Ağırlıklı Ortalama Fonlama Faizi¹², 1 Hafta Vadeli Repo Faiz Oranı (Politika Faizi) (Haziran 2011- Aralık 2014) (%) (TCMB, 04.02.2015, www.tcmb.gov.tr).

Euro Bölgesi'nde alınan istikrar önlemleri sonucunda, küresel risk iştahı artmaya başlamış ve gelişmekte olan ülkelere olduğu gibi Türkiye'ye de sermaye akımı 2012 yılı Haziran ayından itibaren hız kazanmıştır. Ayrıca, cari dengeye ve büyümenin kompozisyonuna ilişkin açıklanan verilerin ekonomideki dengelenme sürecinin güçlendiğine işaret etmesi Türkiye'ye yönelik risk algılamalarını olumlu etkilemiştir. Öte yandan, bu dönemde yurt içi talebin enflasyona düşüş yönünde verdiği katkı belirginleşmiş ve enflasyon düşmeye başlamıştır. Bütün bu gelişmeler sonucunda TCMB, 2012 yılı Haziran başından itibaren piyasaya verdiği likiditeyi artırarak ortalama fonlama maliyetini kademeli olarak azaltmış ve böylece para piyasasındaki gecelik faiz oranları önemli ölçüde düşmüştür (Şekil 4.42, 4.48, 4.49) (TCMB, 2013: 10). Eylül ayından sonra ise gerek Avrupa merkez bankasının aldığı kararların küresel riskleri sınırlaması, gerekse Rezerv Opsiyonu Mekanizmasının daha etkili bir şekilde devreye girmesi faiz koridorunun üst bandının kademeli olarak düşürülerek faiz koridorunun daraltılmasına olanak tanımıştır (TCMB, 2011b: 8). Bu çerçevede Kasım 2012 itibariyle gecelik borç verme faiz oranı Avrupa Borç krizi öncesi seviye olan yüzde 9'a düşürülmüştür (Şekil 4.49). Aralık ayında ise TCMB, hızlanan sermaye akımlarının finansal istikrar üzerindeki oluşturabileceği riskleri dengelemek amacıyla (ulusal paranın aşırı değerlenmesini engellemek) politika faizini sınırlı oranda indirmiştir. Bu dönemde merkez bankası demin sayılan benzer nedenlerle 2013 yılı Mayıs ayına kadar faiz koridorunun alt, üst bandında ve politika faizinde indirimlere gitmiş ve kısa vadeli piyasa faizini de düşük seviyelerde tutmuştur. Sonuçta FED'in çıkış sinyali olan 22 Mayıs 2013'e kadar sermaye akımlarını sınırlandırmak amacıyla Türkiye'de faizler düşük tutulmuştur (Şekil 4.49).

Mayıs sonundan itibaren ABD merkez bankası kaynaklı küresel para politikalarına ilişkin belirsizliklerin artmasının etkisiyle gelişmekte olan ülkelere ve Türkiye'den portföy kaynaklı sermaye çıkışları gerçekleşmiştir (Şekil 4.19 ve 4.42). Küresel finansal belirsizliklerin arttığı 2013 Mayıs ayından itibaren 2013 yılı sonuna kadar olan dönemde diğer gelişmekte olan ülkelere olduğu gibi Türk lirasında da belirgin değer kayıpları ve kur oynaklıklarında artış gözlemlenmiştir (Şekil 4.50 ve 4.51) (TCMB, 2014f: 5). Hem Türk lirasındaki aşırı değer kaybı hem de kredi büyümesinin referans değer üzerinde seyretmesi sebebiyle TCMB haziran ayından

¹² TCMB'nin gecelik borç verme, piyasa yapıcısı repo, miktar ihalesi ile haftalık repo, geleneksel ihale ile haftalık repo, aylık repo ile yaptığı vadesi gelmemiş fonlamanın ağırlıklı ortalama faizi (TCMB, 2012e: 4).

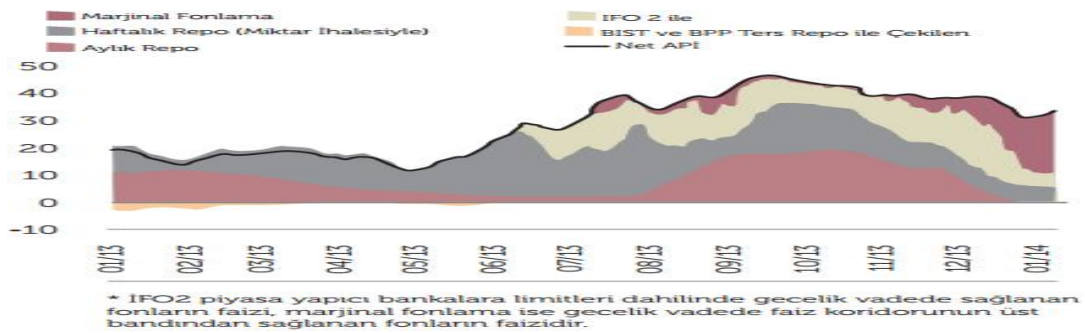
İtibaren düşük faizli politika faizinden haftalık vadeli repo işlemleriyle sattığı parayı (miktar ihalesi) düşürmüş fonlamanın bir kısmını daha yüksek maliyetli likidite araçları ile yapmaya başlamıştır (Şekil 4.52). Aynı zamanda Haziran ayından itibaren her ay belirli günlerde EPS yapılmıştır. Bu durum Haziran ayında TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizinin ve dolayısıyla bankalar arasındaki gecelik faizin yükselmesine neden olmuştur (Şekil 4.49).



Şekil 4.50. TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimlerinin ABD doları Karşısındaki Değeri (22.05.2013=1) (22 Mayıs 2013-Temmuz 2014) (TCMB, 2014g: 6).



Şekil 4.51. Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (1 Ay Vadeli) (Mayıs 2013- Temmuz 2014) (TCMB, 2014g: 6).



Şekil 4.52. TCMB Fonlaması (2 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar TL) (Ocak 2013- Aralık 2013) (TCMB, 2014h: 31).

TCMB 2013 yılının üçüncü çeyreğinde, gerek küresel belirsizliklerin etkisini, gerek Türk lirasındaki değer kaybı ve yüksek seyreden enflasyonun (işlenmemiş gıda grubundaki fiyat artışları, petrol fiyatlarındaki yükseliş ve döviz kurlarında gözlenen oynaklık nedeniyle) genel fiyatlamaya davranışlarını bozmasını engellemek amacıyla, Temmuz ve Ağustos aylarında faiz koridorunun üst bandını sırasıyla 75 ve 50 baz puan artırmıştır (Şekil 4.49). Yılın üçüncü çeyreğinde TCMB piyasaya döviz satım ihaleleri yoluyla döviz likiditesi sağlamaya devam etmiştir. Bu gelişmenin de etkisiyle piyasadaki Türk lirası likidite açığı artış göstermiştir. TCMB'nin bu çeyrekte piyasaya likidite sağlarken, bir hafta vadeli repo payını azaltması, gecelik ve aylık vadede sağladığı fonlamanın toplam fonlama içindeki payının artmasına neden olmuştur (Şekil 4.52). Ayrıca, ek parasal sıkılaştırma (EPS) yapılan günlerde bankalara piyasa yapıcı imkânı üzerinden fonlama yapılmamasına karar verilmiştir. Söz konusu dönemde TCMB, enflasyona odaklı ve küresel düzeyde para politikalarındaki belirsizliklerin yarattığı olumsuz etkileri sınırlamayı amaçlayan bir para politikası uygulamasına yönelmiştir. Bu önlemlerin ardından TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizi ve bankalararası gecelik faizlerin faiz koridorunun üst bandına (%7,75) yaklaştığı gözlenmektedir (Şekil 4.49) (TCMB, 2014h: 31-36).

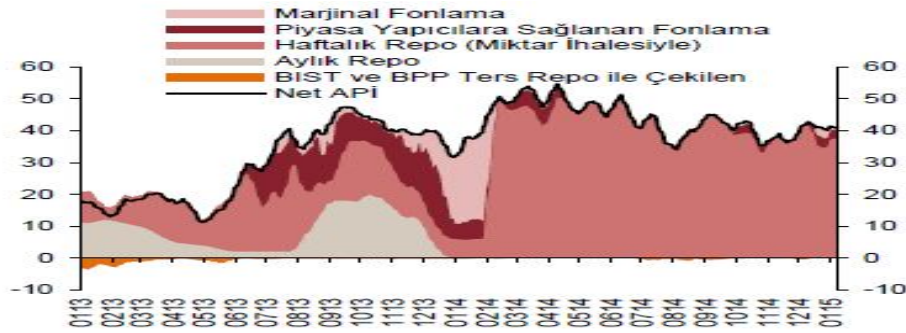
Yılın son çeyreğinde de gelişmiş ülke merkez bankalarının para politikalarına dair belirsizliklerin devam etmesi ve enflasyonun hedefin üzerinde seyretmesi sebebiyle TCMB temkinli para politikası duruşuna devam etmiştir. Ayrıca, sermaye akımlarının zayıfladığı bu dönemde faiz oynaklığı azaltılmıştır. Bu doğrultuda gecelik piyasa faizlerinin koridorun üst bandına yakın tutulduğu bir likidite politikası uygulanmıştır. Faiz oynaklığını azaltmak amacıyla bir ay vadeli repo ihalelerine de son verilerek sağlanan fonlamanın ağırlıklı olarak gecelik vadede olacağı bir likidite yönetimi kurgulanmıştır. Böylelikle, piyasaya verilen likiditenin dağılımı ayarlanarak bankalararası para piyasasındaki gecelik faiz oranlarının yüzde 7,75'e yakın seviyelerde oluşması sağlanmıştır (Şekil 4.49, 4.52). Ayrıca, ağırlıklı ortalama fonlama maliyetinin ise yüzde 6,75-7,75 arasında oluşmasının sağlanacağı ifade edilerek faizler konusunda sağlanan öngörülebilirlik artırılmıştır (TCMB, 2014h: 31). Fonlamanın ağırlıklı olarak gecelik vadede olmasıyla TCMB gecelik borç verme faiz oranı (marjinal fonlama oranı) politika faiz oranı niteliği kazanmıştır.

2013 yılı Aralık ayında FED nicel genişleme politikasından çıkış stratejisini başlatmıştır. Ayrıca, bu dönemde Türkiye'ye özgü belirsizliklerin de etkisiyle Türk lirası hem çok ciddi değer kaybetmiş, hem de ima edilen oynaklığı cari açık veren gelişmekte olan ülkelere göre daha fazla artış göstermiştir (Şekil 4.50 ve 4.51). Bu gelişmeler enflasyonun uzun bir süre hedefin belirgin olarak üzerinde seyretmesi riskini artırmıştır. TCMB enflasyon beklentilerindeki ve fiyatlamaya davranışlarındaki bozulmanın kontrol altına alınması ve aynı zamanda makroekonomik ve finansal istikrarın korunması amacı ile 28 Ocak 2014 tarihinde yapılan ara PPK toplantısında güçlü ve önden yüklemeli bir parasal sıkılaştırmaya gitmiştir (TCMB, 2014f: 4). Bu doğrultuda, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını yüzde 4,5'ten yüzde 10'a çıkarmış ve operasyonel çerçevede sadeleştirmeye giderek fonlamayı temel olarak gecelik borç verme faiz oranı yerine bir hafta vadeli faiz oranından sağlayacağını açıklamıştır (Şekil 4.49 ve Şekil 4.53). Böylece tekrardan bir hafta vadeli repo faiz oranı politika faizi niteliği kazanmıştır. TCMB bu kararın hemen ardından operasyonel çerçevede sadeleştirme kararı doğrultusunda ek parasal sıkılaştırma (EPS) uygulamasına da son vermiştir.

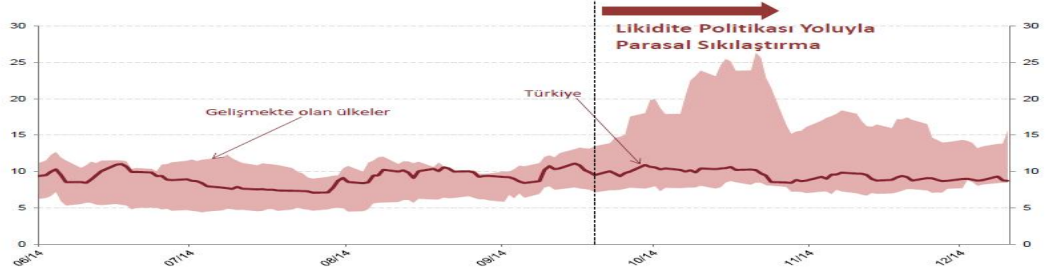
TCMB 2014 yılı ikinci çeyrekte iç ve dış (FED'in faiz artırım süreci) belirsizliklerin azalması ve sıkı para politikası sayesinde risk primlerinde yaşanan

düşüşler, küresel likidite koşullarındaki kısmi iyileşmeler ve bunların sonucunda döviz kurunun enflasyon üzerindeki birikimli etkilerinin azalacağını ve iç talebin ılımlı seyri nedeniyle enflasyonda Haziran ayından itibaren kayda değer düşüş yaşanacağını düşünerek politika faizini Mayıs ve Haziran'da 50 ve 75 baz puan düşürmüştür. Temmuz ayında ise döviz kurunun enflasyon üzerindeki birikimli etkilerinin giderek azaldığını fakat gıda fiyatlarından dolayı enflasyonun istenilen hızda düşmediğini belirterek, küresel likidite koşullarındaki iyileşmeyi de dikkate alarak politika faizinde 50 baz puanlık ölçülü adım atmıştır. Ancak merkez bankası bu indirimlere rağmen para politikasındaki sıkı duruşun devam ettiğini belirtmiştir (TCMB, 2014g: 4-5). Aynı zamanda merkez bankası gecelik borçlanma faizini de 50 baz puan düşürmüştür (Şekil 4.49). TCMB faiz koridorunda son adımını Ağustos'da küresel para politikalarına dair belirsizliklerdeki ve yurt içi belirsizliklerdeki azalışın geniş faiz koridoruna olan gereksinimi kısmen azalttığını belirterek, gecelik borç verme faizini yüzde 12'den yüzde 11,25'e indirerek atmıştır.

Banka 2014'ün tamamında fonlamayı ağırlıklı olarak politika faizinden yapıp, TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyetini politika faizine yakın tutsa da, politika faizinden haftalık vadeli repo işlemiyle sattığı parayı piyasanın ihtiyacından düşük tutmuş ve bunu Eylül ayına kadar arttırmıştır (Şekil 4.53). Bunun sonucunda bankalar arası gecelik repo faiz oranı politika faizinden yüksek kalsa da düşüş trendine girmiş ve Temmuz, Ağustos aylarında politika faizine yakın seviyelerde oluşmuştur (Şekil 4.49). Öte yandan Eylül ayından itibaren jeopolitik riskler ve finansal piyasalarda yaşanan oynaklıklar (FED'in faiz artırım sürecine yönelik belirsizliklerle) göz önünde bulundurularak, politika faizinden haftalık vadeli repo işlemiyle sattığı parayı düşürmüş, böylece sıkı para politikası sıkı likidite politikasıyla desteklenmiştir. Bunun sonucunda bankalar arası gecelik faiz, faiz koridorunun üst bandına yakın gerçekleşmiştir (Şekil 4.49, 4.53 ve 4.54). Ayrıca TCMB bu nedenlerin yanı sıra gıda fiyatlarındaki yüksek seyir nedeniyle yüksek seyreden enflasyon nedeniyle yılın kalanında politika faizi ve faiz koridorunun parametrelerinde değişikliğe gitmemiştir.



Şekil 4.53. TCMB Fonlaması (2 Haftalık Hareketli Ortalama, Milyar TL) (Ocak 2013-Aralık 2014) (marjinal fonlama, gecelik vadede faiz koridorunun üst bandından sağlanan fonlamadır (TCMB, 2015a: 4).

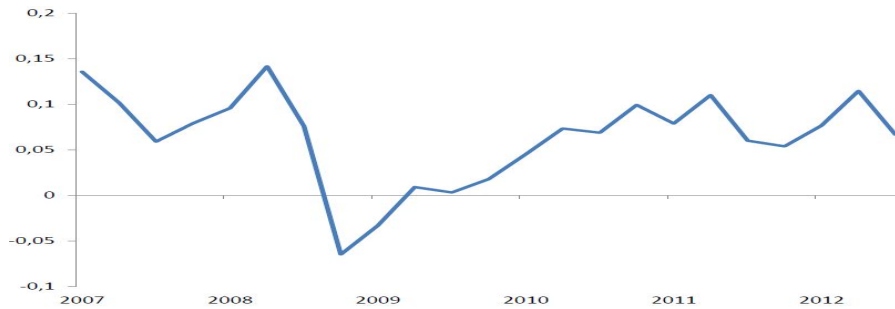


Şekil 4.54. Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (1 Ay Vadeli) (Haziran 2014- Aralık 2014) (TCMB, 2014ı: 47).

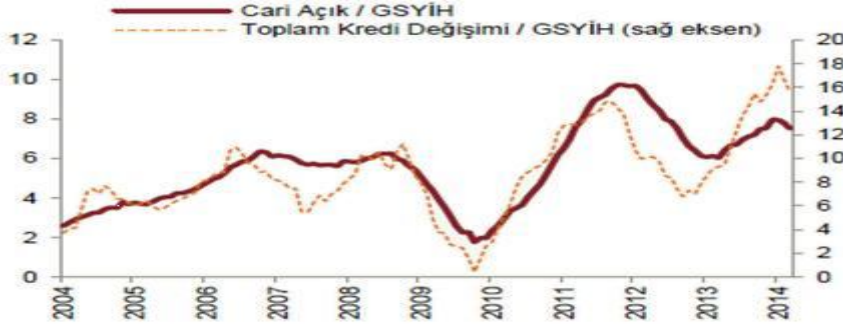
4.3.1.2. Zorunlu Karşılıklar

TCMB, 2010 sonunda uygulamaya başladığı fiyat istikrarının yanında makro finansal riskleri de gözeterek yeni politika bileşimi kapsamında zorunlu karşılıkları etkin bir şekilde kullanmaya başlamıştır. Zorunlu karşılık oranlarının politika aracı olarak etkinliğinin artırılması için, 2010 Eylül ayından itibaren Türk lirası zorunlu karşılıklara faiz ödemesine son vermiştir.

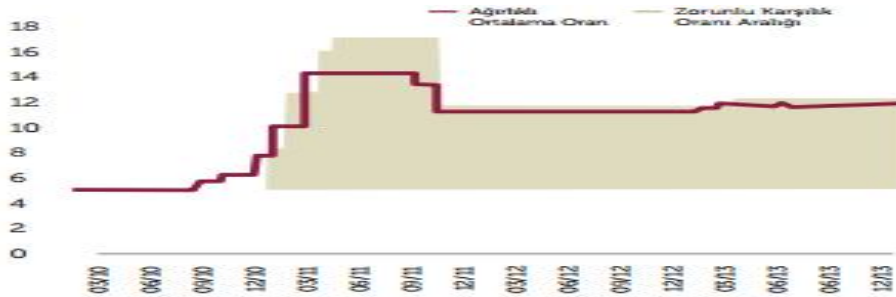
Son dönemde Türkiye'ye gelen sermaye miktarındaki artışın yarattığı ucuz ve bol borçlanma imkânları, kredi hacmindeki değişimin GSYİH'ye oranında hızlı artışlara neden olmuştur (Şekil 4.55 ve 4.56) (Vural, 2013: 66). TCMB 2010 yılı Eylül ayından itibaren 2011 Eylül ayına kadar kredi büyüme hızını düşürmek amacıyla Türk Lirası zorunlu karşılık oranlarında mevduat ve mevduat dışı yükümlülükler için kademeli artırımlara gitmiştir (Şekil 4.57). Buna göre, 2010 Eylül ayında zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalaması yüzde 5 iken, bu oran Nisan 2011 itibarıyla yüzde 13,3'a çıkmıştır. Bu zorunlu karşılık oranlarında ne kadar güçlü bir artış yapıldığını göstermektedir. Ayrıca zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin kapsamı da bu amaç doğrultusunda genişletilmiştir.



Şekil 4.55. Türkiye'ye Sermaye Girişleri /GSYİH (2007-2012) (Vural, 2013: 67).



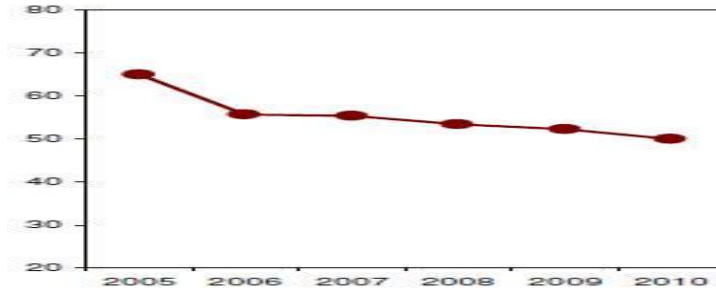
Şekil 4.56. Türkiye’de Net kredi kullanım Oranı, Cari Açık (2004-2014 1.çeyrek) (TCMB, 2014l: 66).



Şekil 4.57. Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranları (03/2010- 12/2013) (Mevduat ve Mevduat Dışı Dâhil) (TCMB, 2014h: 38).

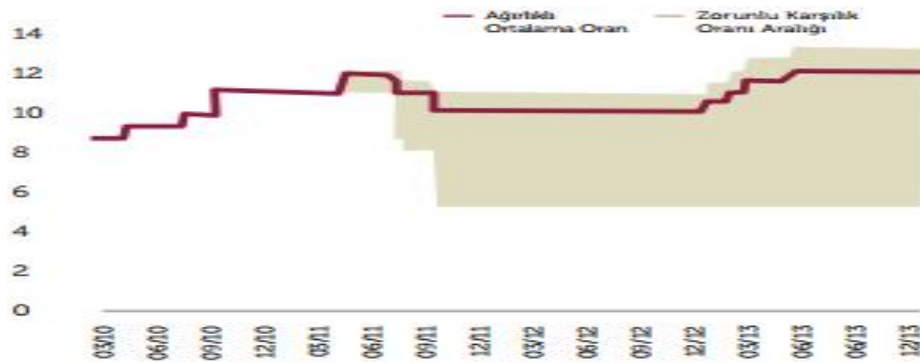
Türkiye’de bankacılık sektörü, diğer birçok ülkeye kıyasla daha sağlam bir bilanço yapısına sahip bulunmaktadır. Ne var ki, bankaların gerek yurt içinden gerekse yurt dışından sağladıkları fonların ortalama vadesi aktiflerinin vadesine kıyasla oldukça kısadır (TCMB, 2010d: 5) (Şekil 4.58). TCMB, bankacılık sisteminde yükümlülüklerin (pasif) vadesinin uzatılması ve yabancı sermaye girişlerinin daha uzun vadeye yönlendirilmesini amaçlamıştır. Bu bağlamda 17 Aralık 2010’da Türk lirası zorunlu karşılık oranlarını mevduat/katılma hesaplarının vade yapısına göre farklılaştırmış ve daha önce zorunlu karşılığa tabi olmayan yurt içi ve yurt dışı repo işlemlerinden sağlanan bazı fonlar da zorunlu karşılık kapsamına alınmıştır. Aynı amaçla 29 Nisan 2011 yükümlülük döneminden itibaren yabancı para zorunlu karşılık oranları da kısa vadeli mevduat ve mevduat dışı yükümlülükler için daha yüksek olacak şekilde vadelere göre farklılaştırılmıştır. Son olarak da 30 Eylül 2011 yükümlülük döneminden itibaren Türk lirası zorunlu karşılık oranları mevduat dışı yükümlülükler (örneğin bankalarca ihraç edilen Türk lirası cinsinden tahviller) vade yapısına göre farklılaştırılmıştır.

Ağustos 2011’den itibaren dünya ekonomilerindeki gelişmeler paralelinde küresel ölçekte riskten kaçınma eğiliminin artması ve risk iştahının daha oynak hale gelmesiyle bankacılık sisteminin Türk lirası likidite ihtiyacını azaltmaya yönelik olarak Ağustos 2011’de Türk lirası zorunlu karşılıklarda teknik bir düzenleme yapılmıştır. Aynı amaçla Eylül 2011 ve Ekim 2011’de Türk lirası zorunlu karşılık oranları mevduat ve mevduat dışı yükümlülükler için bir miktar düşürülmüştür. Böylece sermaye çıkışı ve faiz artışının kredilerde ani bir duruşa yol açma riski engellenmek istenmiştir. 2012 Haziran ayından sonra sermaye girişlerinin artışıyla TCMB, 2013 başında kredilerde gözlenen canlanmayı dikkate alarak, Şubat ve Mart 2013’de kısa vadeli yükümlülükler (1 yıl ve altı) için Türk lirası zorunlu karşılık oranlarında artışa gitmiştir. Böylece bankacılık sisteminin vadesinin uzaması amacı da gözetilmiştir. TCMB Mart 2013’den sonra Türk lirası zorunlu karşılık oranlarında herhangi bir değişikliğe gitmemiştir.



Şekil 4.58. Türk Lirası Mevduatın Vade Yapısı (2005-2010, dikey eksen gün, yatay eksen zaman) (TCMB, 2010e: 39).

TCMB ayrıca 2011 Nisan ayından itibaren yabancı para zorunlu karşılık oranlarını da genelde döviz kurlarında istikrar sağlamak amacıyla bankacılık sisteminin yükümlülüklerinin vadesini uzatma amacını da gözeterek aktif şekilde kullanmaktadır. Bu çerçevede ilk olarak 2011 Nisan ayında hem kredi büyüme hızını frenlemek, hem de ulusal paranın aşırı değerlenmesini engellemeye yabancı para zorunlu karşılıkları kademeli olarak Temmuz ayına kadar artırılmıştır (Şekil 4.59). 25 Temmuz 2011'de ise bankacılık sektöründeki yükümlülüklerin vadesinin uzamasını teşvik etmek amacıyla, yabancı para zorunlu karşılık oranları uzun vadeli yükümlülükler için azaltılmıştır (TCMB, 2011c: 1). Ağustos 2011 sonrası dönemde ise piyasaya döviz likiditesi sağlamak dolayısıyla ulusal paranın aşırı değer kaybını önlemek ve kredilerde ani bir duruşu engellemek amacıyla yabancı para zorunlu karşılık oranları tüm vadelerde indirilmiştir (Şekil 4.59). 2012 Haziran ayından sonra sermaye girişlerinin artışıyla TCMB, ulusal paranın aşırı değerlenmesini önlemek, kredilerde gözlenen canlanmayı frenlemek ve bankacılık sisteminin yabancı para yükümlülüklerinin vadesinin uzamasını teşvik etmek amacıyla, Aralık ayından başlayarak Mayıs ortasına kadar yabancı para zorunlu karşılık oranlarını 1 yıl ve daha uzun vadeli mevduat ile 3 yıldan uzun vadeli diğer yükümlülükler haricinde kalan vadeler için kademeli olarak toplamda 1,5 puan artırmıştır. Böylece yabancı para ağırlıklı ortalama zorunlu karşılık oranı yüzde 10,25'dan yüzde 11,9'a çıkarılmıştır.



Şekil 4.59. Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranları (03/2010-12/2013) (TCMB, 2014h: 38).

Zorunlu karşılıkların daha sade bir yapıya kavuşturulması amacıyla 25 Aralık 2013 tarihinde para politikası üzerinde doğrudan etkisi bulunmayan ve operasyonel süreçlerin etkinliğini azaltan küçük tutarlı birçok kalem zorunlu karşılık yükümlülüğü kapsamı dışına çıkarılmıştır. Böylelikle, zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin

hesaplanmasında yurt içi pasif toplamından belirli kalemlerin indirilmesi yöntemi yerine, doğrudan zorunlu karşılığa tabi kalemlerin dikkate alınması şeklinde bir yaklaşım benimsenmiştir (TCMB, 2014h: 38). Söz konusu düzenlemeler 17 Ocak 2014 tarihli yükümlülük cetvelinden itibaren geçerli olmuş ve TCMB söz konusu değişiklikle piyasaya yaklaşık 1 milyar ABD doları döviz likiditesi sağlanacağını öngörmüştür (TCMB, 2013i: 1). Bu kararlar o dönemde yaşanan ulusal paradaki aşırı değer kaybının hafiflemesi de amaçlanmıştır.

Kredi hacminde son dönemlerde meydana gelen artış ve özellikle bireysel taşıt kredisinde bankacılık sektörünün çok üzerinde gerçekleşen kredi büyümesi ile bankacılık sektörü dışı kredi kanallarının takibinin finansal istikrar açısından önemi dikkate alınarak finansman şirketleri 6 Aralık 2013 yükümlülük döneminden itibaren zorunlu karşılık kapsamına alınmıştır (TCMB, 2014h: 39).

TCMB, dengeli büyümeyi desteklemek ve yurt içi tasarrufları güçlendirmek amacıyla bankaların ve finansman şirketlerinin Türk lirası olarak tesis ettikleri zorunlu karşılıklarına 2014 yılı Kasım ayından itibaren faiz ödemeye başlamıştır. 2015 yılından itibaren ise çekirdek yükümlülükleri (mevduat) teşvik edecek şekilde, mevduat ve özkaynak toplamının açılan kredilere oranı sektör ortalamasından daha yüksek olan kuruluşlara kendi durumlarını bozmadıkları sürece Türk lirası cinsinden tesis edilen zorunlu karşılıkları için daha yüksek oranda faiz ödenecektir (TCMB, 2014i: 14-15).

TCMB, zorunlu karşılık aracını vadeye dayalı zorunlu karşılıklar olarak çeşitlendirdiği gibi Eylül 2011'den başlayarak kademeli şekilde oturtulan Rezerv Opsiyonu mekanizması ve kaldıraça dayalı zorunlu karşılıklar uygulamasıyla da çeşitlendirmiştir.

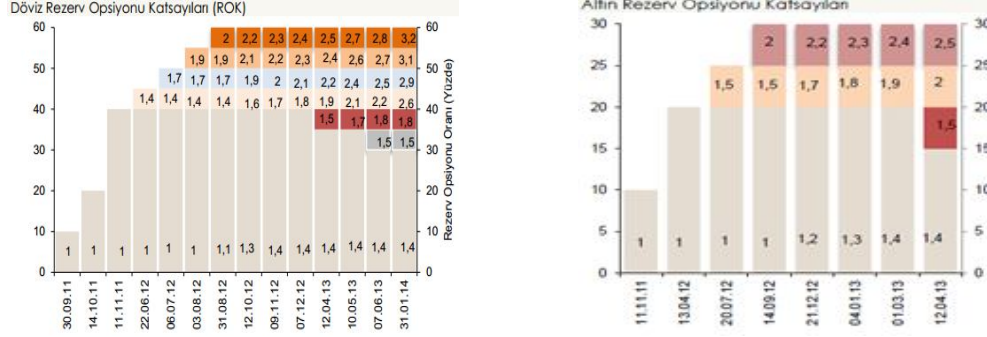
4.3.1.2.(1). Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM)

Rezerv Opsiyonu Mekanizması (Rom) bankaların TCMB'de tutmak zorunda oldukları Türk lirası zorunlu karşılıkların belirli bir yüzdesini döviz ve standart (işlenmemiş) altın cinsinden yatırımlarına imkân tanıyan bir uygulamadır (TCMB, 2012c: 1). Bu uygulama bankalara bir opsiyondur, tercihtir. TCMB tarafından tasarlanan ve TCMB'ye özgü bir para politikası aracı olan ROM, temel olarak sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın makroekonomik ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla geliştirilmiştir (TCMB, 2013j: 2). Bu mekanizma, bankaların Türk lirası zorunlu karşılıklarının bir bölümünü döviz ve altın cinsinden tutmalarına izin vermek suretiyle gönüllü olarak ek döviz ve altın rezervleri bulundurmalarını sağlamaktadır. Bankaların özellikle bu şekilde Merkez Bankasında tuttukları döviz rezervlerini dış finansman koşullarındaki değişimlere göre ayarlayabilmesinin, sermaye akımlarının döviz kuru ve krediler üzerinde oluşturduğu oynaklığı azaltması beklenmektedir (TCMB, 2012a: 5).

Bu imkânın hangi ölçüde kullanılabileceğine dair üst limitler Rezerv Opsiyon Oranı (ROO) ile belirlenmektedir (TCMB, 2012c: 1) İlk aşamada yüzde 10 olan rezerv opsiyon oranı kademeli olarak artırılmış ve bugün itibarıyla bankalar Türk lirası zorunlu karşılıkların yüzde 60'ını döviz ve yüzde 30'unu altın olarak TCMB'ye yatırabilmektedir (Şekil 4.60).

Türk lirası zorunlu karşılıkların her birimi için yatırılacak yabancı para veya altın karşılığını belirleyen katsayılar ise Rezerv Opsiyonu Katsayısı (ROK) olarak tanımlanmıştır. Bankaların bu imkândan hangi ölçüde yararlanacakları (optimal kullanım oranı) bankaların sağlayabildiği yabancı para kaynak miktarına ve imkânı diğer fonlama araçlarıyla kayıtsız bırakan marjinal ROK değerinin (eşik ROK) TCMB

tarafından belirlenen ROK'un durumuna bağlı olarak değişecektir. Eşik ROK ise temel olarak yabancı para ve Türk lirası kaynakların göreceli maliyetlerine bağlıdır (TCMB, 2012c: 1).



Şekil 4.60. Döviz ve Altın Rezerv Opsiyon Oranları (%), Sağ eksen) ve Kat Sayıları (Birim) (Tarihler tesis dönem başlangıçlarını göstermektedir) (TCMB, 2015b: 59; TCMB, 2013g: 93).

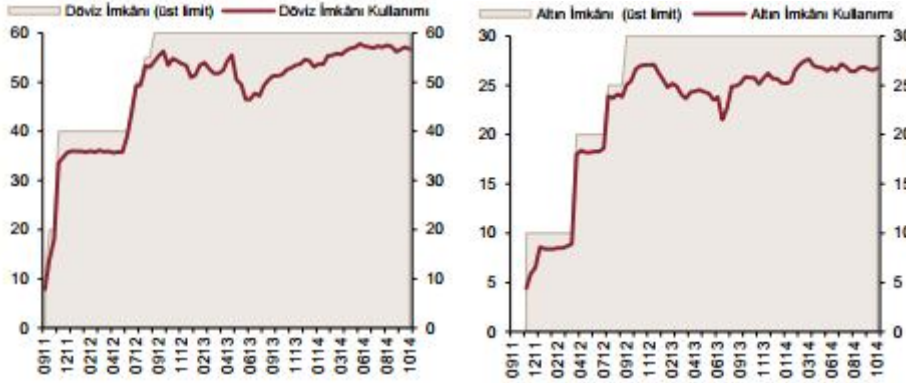
Şekil 4.60. söz konusu tarihler itibariyle Rezerv opsiyon oranlarını ve Rezerv opsiyon kat sayılarını göstermektedir. ROM yeni bir tasarım olduğundan, uygulamaya geçişin yumuşak olması amacıyla, aşamalı bir inşa stratejisi benimsenmiştir. İlk aşamada bankaların TL zorunlu karşılıklarının bir kısmını o dönemki döviz kuru çerçevesinde birebir döviz ve altın karşılığı olarak tutmasına imkân verilmiştir. 2012 Haziran ayına kadar olan bu süreçte, 2011 Ağustos ayından itibaren küresel ekonomiye dair belirsizliklerin artmasının üzerine, gerek bankacılık sisteminin Türk lirası likidite ihtiyacının daha kalıcı bir şekilde ve daha düşük maliyetle karşılanması, gerekse de TCMB'nin döviz rezervlerinin desteklenerek zamanında, kontrollü ve etkili bir şekilde kullanılması amacı yatmaktadır. Zaman içinde ise bu sistem kademeli olarak geliştirilerek nihai aşamada otomatik dengeleyici olarak çalışabilecek bir mekanizma tasarlanmıştır. Gerek sermaye çıkışlarında gerekse sermaye girişlerinde sistemin otomatik dengeleyici olarak (bankaların rezerv opsiyon kullanım oranlarını dış şoklar karşısında içsel olarak ayarlayabileceği şekilde) işleyebilmesi için normal şartlarda bankaların imkânın tamamını kullanmaması gerekmektedir. Bu da üst dilimlerde ROK'un "yeterince" büyük olması anlamına gelmektedir (TCMB, 2013j: 6-7). Bu çerçevede TCMB, ROK'u kullanım dilimlerine göre artacak şekilde belirlemiş ve gerek bu sebeple gerekse de sermaye akımlarındaki artışın finansal istikrarı bozmasını engellemek amacıyla hem Rezerv opsiyon oranını hem de ROK'u kademeli olarak 2012 Haziran ayından itibaren 22 Mayıs 2013'deki küresel risk iştahı bozulana kadar yükseltmiştir (Şekil 4.60). Böylece bir yandan rezerv opsiyon kullanım oranları düşürülerek sistemin otomatik dengeleyici özelliğinin oluşturulmasına çalışılmış, bir yandan ise ROK artışlarıyla TCMB'nin ROM aracılığıyla piyasadan çektiği döviz miktarı artış göstermiştir (Şekil 4.62). Bu dönem Rezerv Opsiyonu mekanizmasının aktif (TCMB'nin kat sayıları değiştirdiği) olarak çalıştığı bir dönemdir.

22 Mayıs sonrası gelişmekte olan ülkelerden yoğun sermaye çıkışlarının olduğu dönemde TCMB rezerv opsiyonu mekanizmasının otomatik dengeleyici özelliğinin (pasif çalışma) çalışarak döviz kuru üzerindeki yükselişleri baskılayacağını düşünmüştür. Bu durumu TCMB 2013 Temmuz Enflasyon raporun'da Nisan ve Mayıs ortasındaki ROK artışlarının da etkisi olmakla birlikte, bankaların ROM kapsamında gönüllü olarak biriktirdikleri rezervlerin bir kısmını sermaye çıkışları durumunda

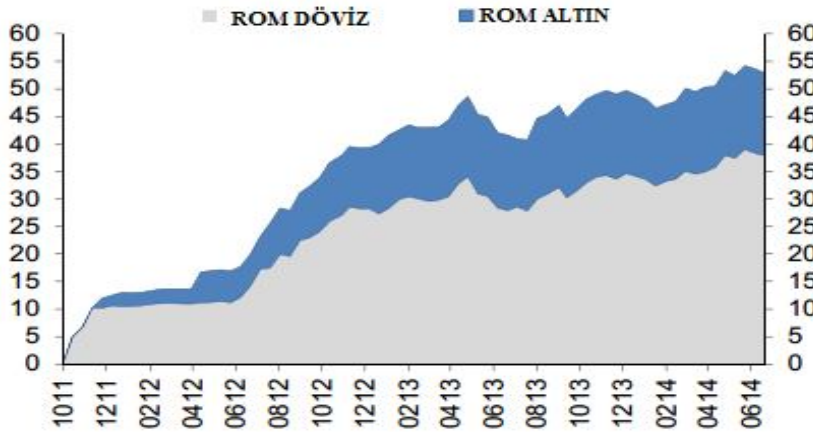
kullanmalarının ROM'un otomatik dengeleyici olarak çalıştığına işaret etmekte olduğunu belirterek göstermiştir (Şekil 4.62) (TCMB, 2013k: 83). Ancak 2013 yılı 3. çeyrekte itibaren temelde TCMB'nin ağırlıklı ortalama fonlama faizini artırmasından dolayı Türk lirası fonlama maliyeti yabancı para fonlama maliyetinden daha fazla artış göstermiş ve bankalar döviz rezerv opsiyon kullanım oranlarını artırmışlardır (Şekil 4.49 ve 4.61).

Aralık 2013 sonunda ise TCMB, bu sefer bankaların ROM kullanım oranını düşürüp, bankaları ROM kapsamında daha az döviz rezervi tutmalarını sağlamak amacıyla ROK'da artışa gitmiştir. Ancak Türk lirası maliyetlerin yabancı para maliyetlere göre yüksek seyrini koruması sebebiyle Rezerv Opsiyonu Mekanizması'nı kullanmanın avantajı devam etmiştir. Nitekim bankaların döviz rezerv opsiyonu mekanizmasını yüksek oranda kullanmaya devam ettikleri dikkat çekmiştir (Şekil 4.61 ve 4.62). Dolayısıyla sistemin otomatik dengeleyici şekilde işlemesi beklenmekle birlikte, gerekli görüldüğünde sistemin parametreleri iç ve dış finansman koşullarındaki kalıcı değişimlere uyum sağlamaya konjoktürel bir araç olarak da kullanılabilir.

Bankalar, Türk lirası zorunlu karşılıkların döviz ve altın olarak tesis edilebilmesi imkânından büyük ölçüde ve istikrarlı olarak yararlanmaktadır. 24 Ekim 2014 tesis tarihi itibarıyla, sektör genelinde döviz imkânının kullanım oranı yüzde 94 (56,7/60), altın imkânının kullanım oranı yüzde 89 (26,8/30) olarak gerçekleşmiştir (TCMB, 2014 j: 55).

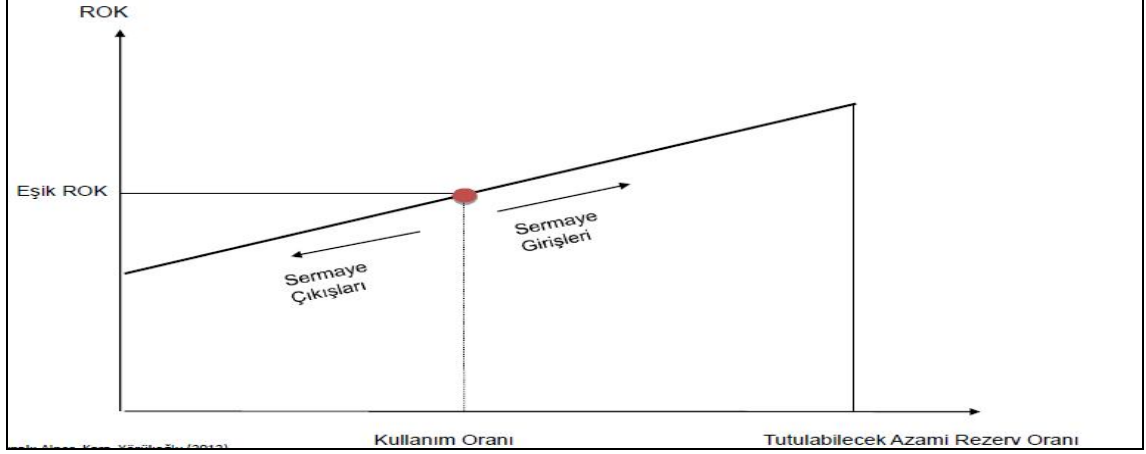


Şekil 4.61. Bankaların Döviz ve Altın Rezerv Opsiyon Mekanizmasını Kullanma Oranları (Eylül 2011-Kasım 2014, Yüzde) (TCMB, 2014j: 55).



Şekil 4.62. ROM kapsamında Tutulan Altın ve Döviz Rezervleri (Ekim 2011- Haziran 2014, milyar dolar) (Aslaner vd., 2015: 3).

Rezerv Opsiyon Mekanizmasının her iki yönde de otomatik dengeleyici olarak (döviz bolluğu zamanında piyasadan döviz çekme, döviz darlığı zamanında piyasaya döviz sağlama) çalışması beklenmektedir. Böyle bir durumda ROM'un şöyle işlemesi beklenir;



Şekil 4.63 Rezerv Opsiyonu Mekanizması: Otomatik Dengeleyici (TCMB, 2012g: 4).

Sermaye girişlerinin hızlandığı dönemlerde, genellikle yabancı para kaynakların maliyeti Türk lirası kaynakların maliyetine göre düşmektedir. Bu durumda, eşik ROK artmakta ve bankalar Türk lirası zorunlu karşılıkların daha yüksek bir oranını yabancı para cinsinden tutma eğiliminde olmaktadır. Diğer bir ifadeyle, döviz borçlanma maliyetlerinin düşmesi, bankaların ROM'dan daha çok yararlanmalarını teşvik etmektedir. Böylelikle, yurt içine giren dövizin bir kısmı, bankalarca Türk Lirası zorunlu karşılıkların tesisinde kullanılmak üzere TCMB nezdinde bulunan hesaplara aktararak piyasadan çekilmekte ve bu şekilde Türk lirası üzerindeki değerlenme baskısı sınırlanmış olacağı gibi ülkeye giren dövizin krediye dönüşüm oranı da azalmaktadır. Söz konusu dönemlerde, borçlanma kısıtlarının gevşemesine bağlı olarak artan sermaye akımları ROM imkânının daha fazla kullanılmasına, dolayısıyla artan döviz likiditesinin belirli bir kısmının yine bu mekanizma aracılığıyla piyasadan çekilmesine neden olmaktadır. Bunun sonucunda, sterilize edilmesi gereken Türk lirası likidite miktarı aynı miktarda dövizin merkez bankasınca satın alındığı duruma göre daha az olmaktadır (TCMB, 2012c: 1).

Sermaye girişlerinin yavaşladığı dönemlerde ise, yabancı para kaynakların maliyeti Türk lirası kaynakların maliyetine göre artmakta ve yurt dışı fonlara erişim zorlaşmaktadır. Bu durumda, bankalar ihtiyaç duydukları döviz likiditesinin bir kısmını ROM kullanımlarını azaltmak suretiyle elde etme yoluna gitmektedir. Sermaye girişlerinin yavaşlamasının borçlanma kısıtlarını daha da bağlayıcı hale getirmesi nedeniyle de bankalar rezerv opsiyonu kullanımlarını azaltmaktadır. Anılan durum, Türk lirası üzerindeki değer kaybetme yönlü baskıyı hafifletirken Türk lirası likidite talebini artırmaktadır (TCMB, 2012c: 1).

Rezerv Opsiyonu Mekanizmasının faydalarına bakıldığında (TCMB, 2012c: 1) ;
Bankalar açısından;

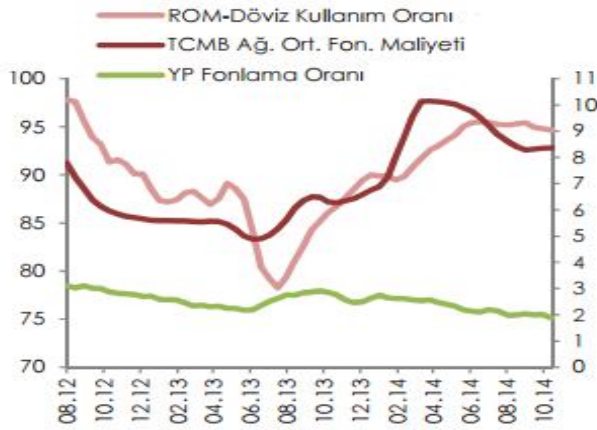
- ✓ Bankalara likidite yönetiminde esneklik sağlar.
- ✓ Her bankaya kendi likidite optimizasyonunu yapabilme olanağı sağlamaktadır.

- ✓ Bankaların TL likiditesi artar, TL fonlama maliyeti düşer.
- ✓ Bankalara dışarıdan daha ucuza yabancı para borçlanmalarını teşvik eder.

TCMB açısından;

- ✓ TCMB brüt döviz rezervlerini güçlendirmesi (Şekil 4.62).
- ✓ Yastık altı altının ekonomiye kazandırılmasına katkı sağlaması
- ✓ Diğer politika araçlarına (faiz koridoru, döviz alım satımları) duyulan ihtiyacı azaltması
- ✓ Kısa vadeli sermaye akımlarının yaratabileceği oynaklığı azaltması (kur istikrarını sağlaması, kredi büyüme hızındaki artışı veya düşüşü sınırlandırması ve ülkeye giren dövizin krediye dönüşüm oranının artması veya düşmesini sınırlandırması) beklenmektedir.

TCMB, Rezerv Opsiyonu Mekanizması'nın 15.10.2010- 15.10.2013 tarihleri arasında döviz kuru oynaklığını düşürmede belirgin bir etkisinin olduğunu ekonometrik olarak da göstermiştir (TCMB, 2013j: 6).



Şekil 4.64. Gerçekleşen ROM Kullanım Oranı (sol eksen) ve Fonlama Maliyetleri (sağ eksen) (2012 Ağustos- Ekim 2014)(4 Aylık Periyod Hareketli Ortalama, Yüzde) (TCMB, 2014k: 79).

Öte yandan Aslaner ve diğerleri (2015) yaptıkları ekonometrik çalışmada Haziran 2012- Haziran 2014 örneklem döneminde rezerv opsiyonu kat sayılarının değişmediği varsayımıyla, bankaların görece fonlama maliyetinin ROM kullanımındaki değişimleri büyük oranda açıkladığı sonucuna varmışlardır. Yabancı para borçlanma faizlerinin son yıllarda oldukça istikrarlı bir seyir izlemesiyle ise görece maliyetteki asıl değişimin Türk lirası fonlama maliyeti olduğunu sonucuna ulaşmışlardır. Aynı çalışmada bankaların ROM'la ilgili Türk lirası fonlama maliyetinin temel belirleyicilerinin bankalar arasındaki gecelik faiz ve TCMB ağırlıklı ortalama faizi olduğu sonucuna varılmıştır. Nitekim Şekil 4.64'de ROM imkân kullanım oranının (ROK'un değişmediği varsayımıyla) TCMB fonlama faizine paralel hareket ettiği görülmektedir. ROK'un değişmediği varsayımından dolayı bu yaklaşım 2012 Haziran ayından 22 Mayıs 2013'e kadar olan süreci açıklamakta yetersizdir. Ancak, 22 Mayıs 2013 sonrası dönemde sermaye çıkışları sırasında yılın üçüncü çeyreğinden itibaren TCMB'nin ağırlıklı ortalama fonlama faizini yükseltmesi ROM kullanımını artırıcı etki yapmakta; yani arzu edilenin tersi şekilde sermaye akımları zayıfladığında bankalar

TCMB'de daha fazla döviz rezervi tutmaktadır. Söz konusu çalışmada, sermaye hareketlerine karşı kısa vadeli faizler aracılığıyla verilen (sermaye çıkışlarında artış, sermaye girişlerinde azalış şeklindeki) sistematik tepkinin ROM'un otomatik dengeleyici etkisini sınırlayabileceği işaret edilmiştir. Bundan dolayı Türk lirası zorunlu karşılıklara TCMB ağırlıklı ortalama fonlama faizi ya da kısa vadeli piyasa faiziyle birebir hareket edecek oranda kısmi faiz ödenmesi önerilmiştir.

Zorunlu karşılıklar tarafında anlatıldığı üzere, TCMB 2014 yılı Kasım ayından itibaren Türk lirası zorunlu karşılıklara faiz ödenmeye başlanmıştır. 21 Ekim tarihli TCMB duyurusunda belirtildiği üzere TL ZK faizi bankaların TL kaynak maliyeti açısından önemli bir gösterge olan TCMB ortalama fonlama faizi ile birebir hareket edecektir. Bu mekanizma sayesinde TL zorunlu karşılığın bankalara maliyeti büyük ölçüde sabitlenecektir. Bu durumda, ROM kullanımı daha çok yabancı para kaynak maliyetine bağlı olacak ve ROM'un otomatik dengeleyici özelliği güçlenecektir (TCMB, 2015c: 6-7).

Bu uygulama, ROM kullanımının TCMB faiz politikasına olan hassasiyetini azaltsa da tam olarak ortadan kaldırmayabilecektir. Çünkü bankalar arası faiz TCMB ortalama fonlama maliyetinden ciddi ölçüde saptığında bankaların TL kaynak maliyeti TCMB fonlama faizinden farklılaşabilmektedir.

4.3.1.2.(2). Kaldıraca Dayalı Zorunlu Karşılıklar (KDZK)

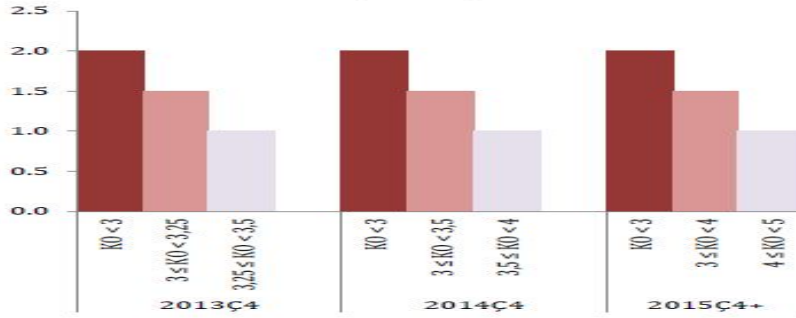
TCMB, Basel III düzenlemesiyle 2018'de uluslararası alanda yürürlüğe girecek olan uygulamalardan birisi olan kaldıraca dayalı zorunlu karşılık oranını 2013 yılı son çeyreğinde izleme (raporlama), 2014 yılı 2. çeyreğinden itibaren ise uygulama olarak yaşama geçirmiştir.

Finansal sistemde aşırı düşük kaldıraç oranları (yüksek borçluluk) küresel krizlerin yaşanmasında önemli bir faktör olarak gösterilmektedir. Son küresel ekonomik krizden çıkarılan önemli derslerden biri finansal sistemin düşük kaldıraçla çalışmasının orta ve uzun vadede ekonomik tahribata yol açacağı gerçeğidir (TCMB, 2012a: 28). Bu durum, bankacılık ve finans sektörünün gelecek krizlere karşı daha dirençli olmasının sağlanması amacıyla mevcut finansal düzenlemelerde yeni reformların yapılmasını gerekli kılmıştır (TCMB, 2013g: 5). Sermaye yeterliliği oranı (bankanın öz kaynaklarının toplam risk ağırlıklı varlıklarına oranı), risk ağırlıklarının hesaplanma biçiminden dolayı bazı dönemlerde makro finansal riskleri değerlendirmekte yetersiz kalabilmektedir. Kaldıraç oranının Basel II sermaye yeterlilik oranıyla birlikte destekleyici bir araç olarak kullanılması, bankalar ve sistemin bütünü nezdinde yüksek borçlanmadan kaynaklanan risklerin birikmesini sınırlayacaktır (TCMB, 2012a: 28).

TCMB 2012 yılı başında finansal sistemin düşük kaldıraçla çalışması halinde orta ve uzun vadede ekonomik tahribata yol açabilecek olması ihtimalinin ortadan kaldırılması ve düşük kaldıraçla çalışmaktan kaynaklanabilecek risklerin ortaya çıkmadan önlenmesi için, kaldıraç oranlarını aşırı düşük düzeylere indiren bankalara ek zorunlu karşılık uygulanabileceğini açıklamıştır. 2013 yılı başında ise, Basel III ile belirlenen takvim çerçevesinde 2018 yılında uygulamaya konulacak olan kaldıraç oranlarının, bu dönem öncesinde hızla gerilemesinin önüne geçmek ve banka borçluluğunu sınırlandırmak suretiyle finansal istikrara katkıda bulunmak amacıyla, kaldıraç oranı düşük bankaları 2013 yılı son çeyreğinde belirleyerek, 2014 yılı 2. çeyrekte itibaren ilave zorunlu karşılık yükümlülüğü getireceğini açıklamıştır (TCMB, 2012a: 29-31).

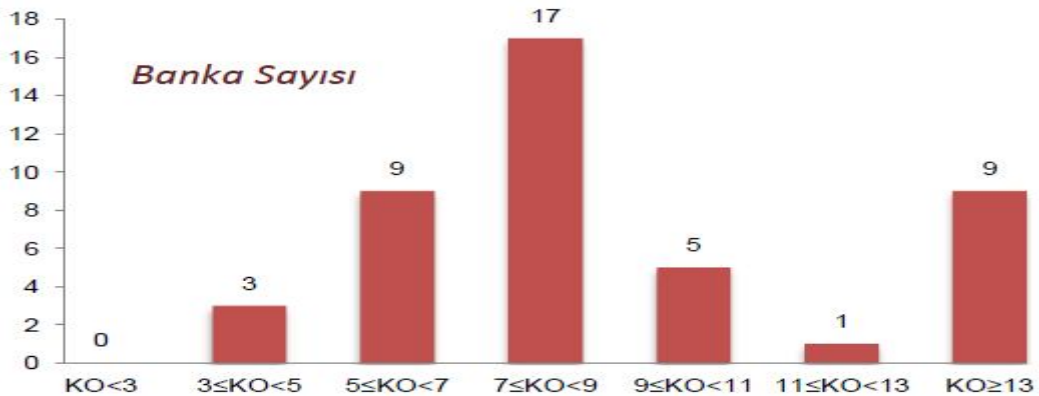
Basel III çerçevesinde ana sermayenin aktifler ve bilanço dışı kalemler toplamına bölünmesi suretiyle elde edilen kaldıraç oranı, TCMB uygulamasında ana sermayenin toplam pasif ve bilanço dışı kalemler toplamına bölünmesi suretiyle (Ana Sermaye / (Pasif Toplamı + Bilanço Dışı Kalemler)) hesaplanmaktadır (Vural, 2013: 74).

Bankaların borçluluk düzeyini sınırlamayı amaçlayan kaldıraça dayalı zorunlu karşılık uygulaması 2013 yılı son çeyreğinde izleme amaçlı uygulamaya konmuş olup 2015 yılı son çeyreğine kadar kademeli olarak genişletilecek, borçlanma oranları aşırı düzeylere çıkan bankalara ek zorunlu karşılık uygulanacaktır (TCMB, 2014h: 39). Buna göre, 2013 yılının son çeyreğinde ortalama kaldıraç oranı yüzde 3 ile 3,5 arasında kalan bankalara, 2014 yılı ikinci çeyreğinden itibaren başlamak üzere 1 ile 2 puan aralığında ek zorunlu karşılık yükümlülüğü getirilmiştir. İzleyen yıllarda ilave olarak zorunlu karşılık oranı uygulanacak olan kaldıraç oranı üst limiti kademeli olarak yüzde 5'e kadar artırılacak ve o düzeyde devam ettirilecektir (Şekil 4.65). Böylece ek zorunlu karşılık vermektan kurtulmak isteyen bankaların kaldıraç oranını daha makul düzeylere çekmeleri sağlanacaktır. Bankalar kaldıraç oranlarını şu üç yoldan birisini izleyerek düzeltebilirler: (1) Ana sermayelerini güçlendirmeye gidebilirler. (2) Borç ve benzeri yükümlülüklerini azaltmaya çalışabilirler. (3) Bir yandan ana sermayelerini güçlendirirken bir yandan da borç ve benzeri yükümlülüklerini azaltmayı hedefleyebilirler (Eğilmez, 2012: 3).



Şekil 4.65. Kaldıraça Dayalı İlave Zorunlu Karşılık Oranları (TCMB, 2012a: 30).

Türkiye'de bankacılık sektörünün kaldıraç oranı 2005 yılından bu yana yüzde 8 dolayında gerçekleşmektedir. 2012 yılı 2. çeyrek ortalama değerlerine göre ise sektördeki bankaların büyük çoğunluğunun yüzde 7'den büyük bir kaldıraç oranına sahip oldukları görülmektedir (TCMB, 2012a: 30).



Şekil 4.66. Bankaların Kaldıraç Oranlarının Dağılımı (TCMB, 2012a: 30).

Uygulama döneminde esas alınan ilk üç aylık dönem olan Ekim-Aralık 2013 ve üçüncü 3 aylık dönem olan Nisan-Haziran 2014 verilerine göre bankacılık sektörü kaldıraç oranı, asgari oran olarak Basel III düzenlemesinde belirlenen yüzde 3'ün, bankanın uygulamasında ise ilk yıl için belirlenen yüzde 3,5'in oldukça üzerinde (yaklaşık %7,5) ve istikrarlı bir seyir izlemektedir. Banka bazında bakıldığında ilave zorunlu karşılık tesis etmesi gereken herhangi bir banka bulunmadığı anlaşılmaktadır (TCMB, 2014d: 44; TCMB, 2014k: 49).

4.3.1.3. İhracat Reeskont Kredileri

Merkez Bankalarının sermaye akımlarındaki aşırı oynaklıkların yerli para birimi üzerindeki etkilerini sınırlayabilmek için kullandıkları en önemli imkânlardan biri döviz rezervleridir. Nitekim, uluslararası finans piyasalarında risk iştahının düştüğü 2013 yılının ikinci yarısında birçok gelişmekte olan ülke Merkez Bankası gibi TCMB de piyasaya döviz satma yoluna gitmiştir. TCMB, ihracat reeskont kredileri vasıtasıyla bir yandan ülkenin döviz gelirlerini artıran ihracatçıları desteklemekte bir yandan da oynaklık dönemlerinde makroekonomik politikalara önemli destek sağlayabilen rezervlerini artırmaktadır (TCMB, 2013l: 72-73).

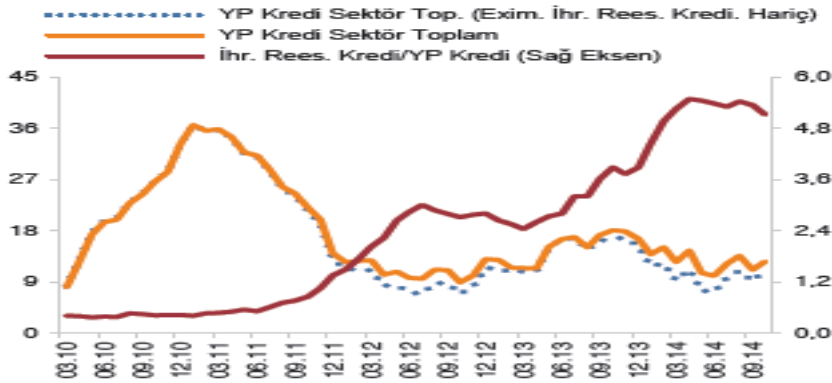
İhracat Reeskont kredileri ihracatçıların vadeli satışlarından doğan alacaklarının veya gerçekleştirilmeyi taahhüt ettikleri ihracatın finansmanı amacıyla döviz üzerinden düzenlenmiş senetlerin reeskonta kabulü suretiyle Türk Eximbank ve ticari bankalar aracılığıyla 240 güne kadar vadeli ve Türk lirası olarak kullanılmakta, merkez bankasına geri ödemeleri ise döviz cinsinden yapılmaktadır.

2008 Küresel krizinden önce yok denecek kadar az olan ihracat reeskont kredisi kullanımı küresel kriz sürecinde ciddi seviyelere çıkmıştır (Tablo 4.15). 2008 sonunda küresel krizin mortgage ayağı yoğunlaştığında TCMB'nin küresel krizin ihracatçı firmalar üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak ve TCMB döviz rezervlerini desteklemek amacıyla ihracat reeskont kredisi uygulamasına yönelik yeni düzenlemelerle ihracat reeskont kredisi limitini yükseltmesi ve bu kredilere kullanım kolaylığı getirmesiyle Tablo 4.15'de de görüldüğü gibi ilk ciddi artışın 2009 yılında olmasını sağlamıştır. 2011 Ağustos ayında küresel büyüme endişelerinin ve Avrupa borç krizinin derinleşmesiyle, TCMB küresel krizin ihracatçı firmalar, ihracat ve dolayısıyla cari açık üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak ve TCMB döviz rezervlerini desteklemek amacıyla 2,5 milyar dolar olan kredi limitini kademeli artırarak 2012 sonunda 6 milyar dolara yükseltmiş ve kredi kullanımına dair bazı kolaylıklar sağlamıştır. Bu düzenlemeler ihracat reeskont kredisinde ikinci ciddi artışı sağlamış ve 2011 yılında yaklaşık 3,1 milyar dolar olan kredi kullanımı 2012'de 10,5 milyar dolara çıkmıştır (Tablo 4.15). Türkiye'nin en önemli ticaret ortağı olan Avrupa ekonomisinde yavaş toparlanma, dünya ekonomisindeki ılımlı büyüme ve ihracat reeskont kredilerinin cari açığın azaltılmasına ve TCMB döviz rezervlerine katkısı göz önünde bulundurularak kredi limitleri önce 15 Ağustos 2013'de 12 milyar dolara, sonra 29 Ekim 2014 'de 15 milyar dolara yükseltilmiştir. 15 Ağustos 2013'de ihracat reeskont kredisi kullanıma yönelik getirilen en önemli kolaylık kredinin vadesinin 120 günden 240 güne kadar çıkarılmasıdır. 29 Ekim 2014'de ise ihracat reeskont kredisi kullanıma yönelik getirilen en önemli kolaylık 120 günden uzun vadeli kredilerin maliyetinin düşürülmesidir.

Tablo 4.15. İhracat Reeskont Kredileri (2007-2014) (TCMB verileriyle yazar tarafından düzenlenmiştir).

Yıllar	Kullanım (Milyon Dolar)	Net Döviz Rezervlerine Katkısı (Milyon Dolar)
2007	2	2
2008	2	5
2009	1365	1040
2010	1227	1104
2011	3082	1920
2012	10500	8295
2013	15100	12664
2014	15500	13000

Kredilerin uygun faiz oranları ve daha uzun vadeyle kullanılması ihracatçıların finansman maliyetini azaltırken, kredi kullanılan firmaların sayısında ve sektörler ve bölgeler itibarıyla dağılımında görülen artış, ülkemiz ihracat pazarlarının ve ihraç ürünlerinin çeşitlendirilmesine; ihracat sektörünü destekleyerek dış ticaretin dengelenmesine de katkı sağlamaktadır. İhracat reeskont kredilerinde 2011'den beri görülen ciddi artışla beraber ihracat reeskont kredilerinin toplam Yabancı Para (YP) firma kredileri içindeki payı önemli seviyede artmış ve 2014 yılında reel sektörün yurt içi bankalardan kullandığı YP kredilerin yaklaşık yüzde 5'ini TCMB tarafından Türk Eximbank ve ticari bankalar aracılığıyla sağlanan ihracat reeskont kredileri oluşturmaktadır (Şekil 4.67) (TCMB, 2014k: 24).

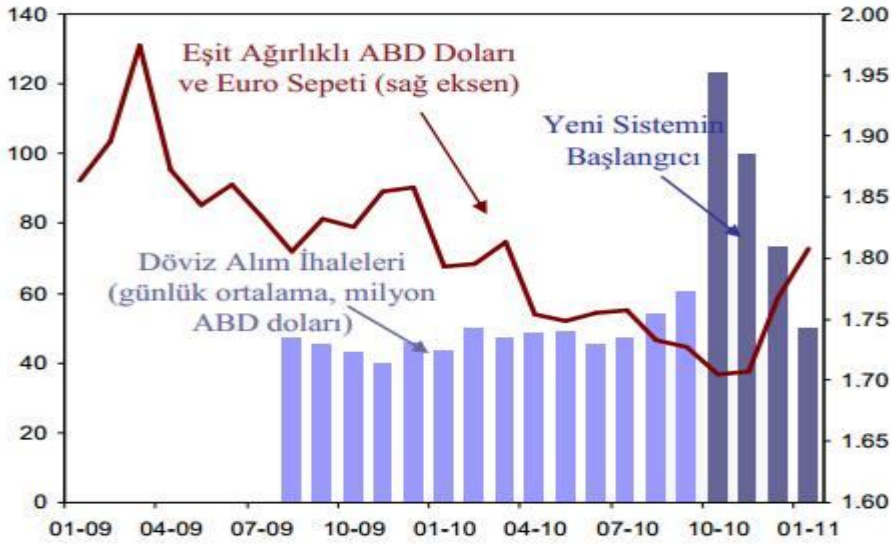


Şekil 4.67. Reeskont Kredilerinin Gelişimi (Mart 2010- Eylül 2014) (Yıllık Yüzde Değişim) (TCMB, 2014k: 24).

4.3.1.4. Döviz Alımları ve Satımları

TCMB 2011 Temmuz ayına kadar döviz alımlarını, döviz piyasasındaki arz ve talep koşullarını mümkün olduğunca az etkilemeye özen göstererek, kuralları önceden açıklanmış şeffaf ihaleler aracılığıyla gerçekleştirmekteydi. İhalelerin esas olarak açıklanan program çerçevesinde yürütülmesi hedeflense de, döviz arzına ilişkin öngörülerin dışında önemli gelişmeler olması durumunda önceden duyurularak ihale programlarında değişiklikler yapılabilmekteydi (TCMB, 2010d: 11). TCMB'nin 2010 yılı sonlarından itibaren fiyat istikrarından ödün vermeden finansal istikrarı da desteklemek amacıyla geliştirdiği politika araçlarından faiz koridoru (aktif) ve etkin

likidite yönetimi merkez bankasının döviz alım ve satımlarına ihtiyacı azaltmış, ancak ihtiyacı tamamen ortadan kaldırmamıştır. Bu çerçevede, TCMB içinde bulunulan olağanüstü dönemde küresel piyasaların görünümünün ve risk iştahının çok hızlı değişimler gösterebildiği ve bu durumun Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını büyük miktarlarda dalgalandırabildiğini dikkate alarak, 4 Ekim 2010 tarihinden itibaren döviz alım ihalelerinde daha esnek bir yöntemle geçmiştir. Bu değişiklik, bir taraftan döviz rezervlerini kuvvetlendirmek için ülkeye yönelik sermaye akımlarından daha etkin bir şekilde faydalanmak, diğer taraftan akımların değişkenliğine karşı daha esnek olabilmek amaçlanmıştır (TCMB, 2010d: 11). Bu çerçevede, TCMB, uluslararası piyasalardaki gelişmelere bağlı olarak likidite koşullarının iyileşmesi ve yurt içine sermaye akışının güçlü seyretmesi durumunda döviz alımlarının hızlandırılabilmesi için düzenli (günlük) döviz alım ihalelerinin dışında ilave alıma karar verebilmekte ve bu tutarı günlük olarak değiştirebilmektedir. Böylece ulusal paranın aşırı değerlenmesi de önlenmeye çalışılmıştır. Gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının parasal genişlemelerinin ülkemize yönelik sermaye akımlarını artırmasıyla bu yöntemle alınan döviz alım miktarı da artmıştır (Şekil 4.68). Sonuçta 2010 yılında ihaleler yoluyla 14,9 milyar dolar rekor döviz alımı olmuştur (Tablo 4.16).



Şekil 4.68. Döviz Alım İhaleleri (Milyon Dolar) (01.2009- 01.2011) (TCMB, 2011d: 47).

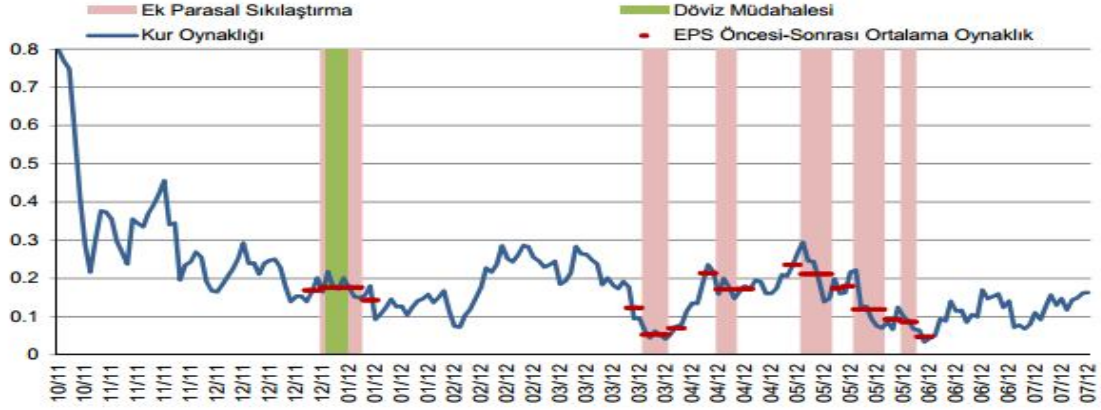
Tablo 4.16. TCMB tarafından Alım-Satımı Yapılan Döviz Tutarları (2002-2014, milyon dolar) (TCMB, 2014i: 10).

Yıl	İhaleler		Müdahaleler		Enerji İthalatçısı Kamu İktisadi Teşebbüslerine Döviz Satışları	İhracat Reeskont Kredileri	Toplam Net Döviz Alımları
	ALIM	SATIM	ALIM	SATIM			
2002	795	0	16	12	0	25	824
2003	5662	0	4229	0	0	34	9915
2004	4104	0	1283	9	0	37	5405
2005	7442	0	14565	0	0	25	22032
2006	4296	1000	5441	2105	0	4	6636
2007	9906	0	0	0	0	2	9908
2008	7584	100	0	0	0	5	7489
2009	4314	900	0	0	0	1040	4454
2010	14865	0	0	0	0	1104	15969
2011	6450	11210	0	2390	0	1920	-5230
2012	0	1450	0	1006	0	8295	5839
2013	0	17610	0	0	0	12664	-4946
2014	0	9879	0	3151	1321	13000	-1351
Toplam	65408	42149	25534	8673	1321	38155	76994

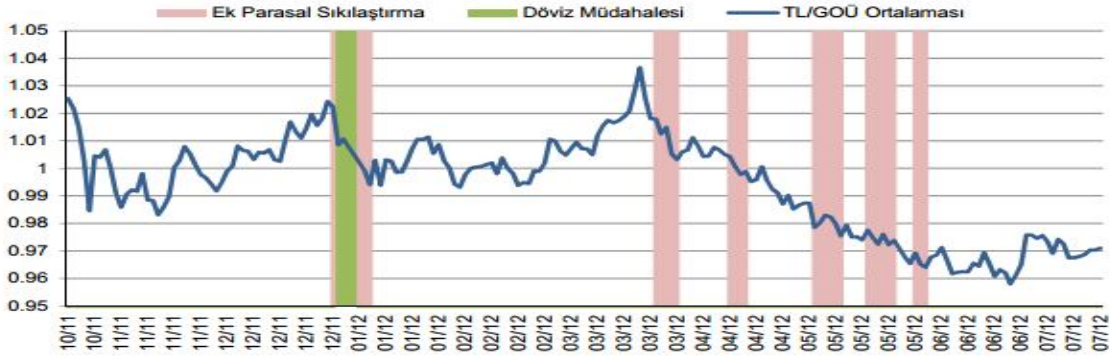
2011 yılının ikinci çeyreğinde, bazı Avrupa ülkelerinde kamu borçlarının sürdürülebilirliğine ve küresel büyümeye ilişkin endişelerin artması, risk iştahını olumsuz etkileyerek, Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının azalmasına yol açmıştır. Söz konusu gelişmeler dikkate alınarak, günlük döviz ihalelerinde alımı yapılacak tutar Mayıs ve Haziran aylarında yapılan düzenlemelerle düşürülmüş ve 25 Temmuz 2011 itibarıyla döviz alım ihalelerine ara verilmiştir (TCMB, 2010d: 50). 2011 yılının Ağustos ayında, küresel büyümeye ve bazı Avrupa ülkelerindeki kamu borcu sorununa ilişkin endişelerin derinleşmesi nedeniyle küresel ölçekte riskten kaçınma eğilimi artmış ve gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışları hızlanmıştır. TCMB artan belirsizlik ortamında piyasaya döviz likiditesi sağlamak amacıyla 5 Ağustos 2011'den itibaren döviz satım ihalelerine başlamıştır. Eylül, Kasım ve Aralık aylarında döviz satım ihalelerinin uygulama yöntemine ilişkin çeşitli düzenlemeler yapılmıştır. Ayrıca, 18 Ekim 2011 tarihinde, piyasa derinliğinin kaybolmasına bağlı olarak kurlarda sağlıklı fiyat oluşumları gözlemlendiğinden piyasaya satım yönünde doğrudan müdahale edilmiştir (TCMB, 2010d: 51). TCMB 29 Aralık 2011'de Ek Parasal Sıkılaştırma (EPS) yapılacak günlerde (istisnai günler) gerekmesi halinde bu işlemleri destekleyici yönde, sterilize edilmemiş (etkili) döviz satışlarının ve doğrudan müdahalelerin kullanılabilmesini açıklamış ve 1. EPS'nin gerçekleştirildiği dönemin (29.12.11-09.01.12) bir kısmında (30 Aralık 2011, 2,3 ve 4 Ocak 2012 günlerinde) döviz piyasalarında doğrudan satım müdahalesinde bulunmuştur. 2012 Haziran ayına kadar olan diğer EPS'lerde ise bu araç kullanılmamıştır.

Ağustos 2011 tarihinde başlanan düzenli döviz satım ihalelerine 25 Ocak 2012 tarihinde son verilmiştir. Düzenli döviz satım ihaleleri ile 5 Ağustos 2011 tarihinden itibaren toplam 12,3 milyar ABD doları satılmıştır. 6 Ocak 2012 tarihinde gerek görülen günlerde gün içinde döviz satım ihaleleri açılabilmesi kararlaştırılmış olup, gün içi ihalelerde satımı yapılacak tutar her bir ihalede 50 milyon ABD doları olarak belirlenmiş ve gelen tekliflerin ihale miktarına kadar olan kısmının tamamı karşılanmıştır. Gün içi ihaleler ile 6 Ocak 2012 tarihinde üç, 9 Ocak 2012 tarihinde ise

iki ihale olmak üzere toplam 250 milyon ABD doları satıldıktan sonra 2012 yılsonuna kadar yeni bir gün içi ihale açılmamıştır (TCMB, 2012a: 39). TCMB, 2012 Ocak sonundan itibaren döviz alım, satımı yapmamıştır. 2012 Ocak sonundan sermaye akımlarının yoğun olduğu dönemin başlangıcı olan 2012 Haziran başına kadar döviz kurlarında yaşanan oynaklıklar etkin likidite yönetimiyle yapılan ek parasal sıkılaştırmalarla giderilmiştir (Şekil 4.69).



Şekil 4.69. Kur Oynaklığı (10/2011-07/2012) (TCMB, 2012h: 8).



Şekil 4.70. Görelî Kur (TL/GOÜ Ortalaması) (10/2011-07/2012) (TCMB, 2012h: 8).

Şekil 4.69'da EPS'lerin kur oynaklığını düşürücü etkisi belirgin bir şekilde görülmektedir. EPS öncesi ve sonrasında yer alan 3'er günlük zaman dilimlerindeki ortalama oynaklık dikkate alındığında, EPS öncesinde görece yüksek olan oynaklığın genelde EPS döneminde düşük bir seviyeye geldiği, EPS sonrasında ise bu seviyenin dahi altına düştüğü görülmektedir (TCMB, 2012h: 7). Şekil 4.70'de ise EPS dönemlerinde TL'nin diğer gelişmekte olan ülke kurlarına göre değer kazandığı açık bir şekilde görülmektedir.

2012 Haziran başından itibaren gelişmekte olan ülkelere olduğu gibi Türkiye'ye de sermaye akımları artmaya başlamış ve TCMB gerek faizleri düşürerek sermaye akımlarını dengelemeye çalışmış, gerekse de ROK artışlarıyla ROM aracılığıyla ve ihracat reeskont kredileriyle piyasadan döviz çekmiştir. TCMB 2013 yılı başında, 2010 yılı sonlarından itibaren yeni para politikası anlayışı çerçevesinde geliştirdiği politika araçları olan Rezerv opsiyonu mekanizması, faiz koridoru (aktif) ve etkin likidite yönetiminin gerek düzenli döviz ihalelerine, gerekse de doğrudan müdahaleye ihtiyacı azalttığını vurgulayarak, 2013 yılında istisnai haller dışında döviz alım ve satımları

yapmayacağını açıklamıştır. Ancak, uluslararası finans piyasalarında risk iştahının düştüğü 2013 yılının ikinci yarısında birçok gelişmekte olan ülke Merkez Bankası gibi TCMB de piyasaya döviz satma yoluna gitmiştir (Tablo 4.17).

Mayıs ayından sonra birçok gelişmekte olan ülkenin döviz piyasasında olduğu gibi, Türkiye döviz piyasasında da zaman zaman oynaklığın arttığı gözlenmiştir. Söz konusu oynaklığın fiyat istikrarı ve finansal istikrar üzerindeki olası etkilerini gidermek amacıyla, temel olarak açık piyasa işlemlerinin kullanıldığı kısa süreli EPS uygulamasına başlanmıştır. Ayrıca, gerekli görülmesi halinde bu işlemleri destekleyici yönde sterilize edilmemiş (etkili) gün içi döviz satım ihalelerinin veya doğrudan müdahalelerin kullanılmasına başlanabileceği duyurulmuştur. Bu çerçevede, 11 Haziran 2013 tarihinden itibaren gerekli görülen günlerde, her bir ihalede satımı yapılacak tutarın 50 milyon ABD doları olduğu gün içi döviz satım ihalelerine başlanmıştır. 20 Haziran 2013 tarihinden itibaren EPS yapılan günlerde gün içi ihalelerde satımı yapılacak tutarın, her bir ihale için TCMB tarafından belirlenip ilan edilmesine, gelen tekliflerin ihale miktarına kadar olan kısmının tamamının karşılanmasına karar verilmiştir (TCMB, 2014h: 37). Alınan bu önlemlerle Temmuz 2013’de ihalelerle satılan tutar yaklaşık 6 milyar dolara çıkmış, böylece döviz kurunda yaşanan oynaklık hafifletilmiştir (Tablo 4.17). Bu durum Şekil 4.50’de cari açık veren seçilmiş gelişmekte olan ekonomilere göre Türk lirasındaki değer kaybının Temmuz ayında sınırlı olmasından da anlaşılmaktadır.

2013 yılı Aralık ayında FED nicel genişleme politikasından çıkış stratejisini başlatmıştır. Ayrıca, bu dönemde Türkiye’ye özgü belirsizliklerin de etkisiyle Türk lirası hem çok ciddi değer kaybetmiş, hem de ima edilen oynaklığı cari açık veren gelişmekte olan ülkelere göre daha fazla artış göstermiştir. Bu gelişmelerden dolayı TCMB, faiz artışı öncesi dönemde (2014 Ocak sonuna kadar) piyasaya döviz satım ihaleleri yoluyla önemli miktarda döviz likiditesi sağlamıştır (Tablo 4.17). TCMB, 20 Aralık 2013 tarihinde döviz kurlarında aşırı oynaklık gözlenen günlerde yapılan döviz satım ihalesi tutarının minimum tutarın (50 milyon dolar) 10 katına kadar artırılabilceğini duyurmuştur. 24 Aralık 2013 tarihinden itibaren Aralık ayında döviz satım ihale tutarının her gün için minimum 450 milyon ABD doları, 2014 yılının Ocak ayında ise her gün için minimum 100 milyon ABD doları olmasının, böylelikle 2014 yılı Ocak ayının sonuna kadar en az 6 milyar ABD doları satım yapılmasının planlandığını duyurmuştur (TCMB, 2014h: 37). Bu çerçevede TCMB Aralık 2013 ve Ocak 2014 aylarında ihaleyle toplamda 7.32 milyar dolar satmıştır. Ayrıca döviz piyasasında fiyatlama mekanizmasının bozulduğu Ocak ayında 3,15 milyar dolar doğrudan döviz müdahalesi de yapılmıştır.

28 Ocak 2014 Para Politikası Kurulu(PPK) ara toplantısında alınan faiz kararının Türk lirası üzerindeki değer kaybını kontrol altına almada etkili olması sebebiyle Ekim ayna kadar döviz satım ihaleleriyle sağlanan döviz likiditesi nispeten sınırlı düzeylerde olmuştur. Döviz satım ihalelerinin başladığı 2013 yılının ikinci yarısından 2014 yılı Ocak ayına sonuna kadar 23,37 milyar ABD doları döviz satımına karşın, 31 Ocak 2014 ile 31 Ağustos 2014 tarihleri arasında piyasaya yaklaşık 4,89 milyar ABD doları döviz satımı gerçekleştirilmiştir. TCMB, 2014 yılının Eylül sonlarından itibaren döviz kurlarındaki oynaklıkta görülen artış nedeniyle tekrardan yoğun şekilde döviz satmaya başlamıştır. Ayrıca, TCMB 17 Aralık 2014 tarihinden itibaren enerji ithalatçısı kamu iktisadi teşebbüslerinin döviz ihtiyacının gerekli görülen kısmının T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı ve TCMB tarafından doğrudan karşılanacağını duyurmuş ve 2014 Aralık ayında bunu eyleme geçirmiştir (TCMB, 2015b: 68).

Tablo 4.17. TCMB Döviz Satışları (23 Ocak 2014 tarihindeki doğrudan döviz satım müdahalesini ve Aralık 2014’de KİT’lere yapılan doğrudan döviz satışı dâhil edilmiştir, Haziran 2013-Aralık 2014) (TCMB, 2015b: 68).

<i>Aylar</i>	<i>Döviz Satışları (Milyar Dolar)</i>
Haziran 2013	1,70
Temmuz 2013	5,15
Ağustos 2013	1,95
Eylül 2013	1,86
Ekim 2013	0,84
Kasım 2013	1,44
Aralık 2013	4,67
Ocak 2014	5,80
Şubat 2014	1,00
Mart 2014	1,05
Nisan 2014	1,02
Mayıs 2014	0,50
Haziran 2014	0,42
Temmuz 2014	0,38
Ağustos 2014	0,21
Eylül 2014	0,31
Ekim 2014	0,72
Kasım 2014	0,80
Aralık 2014	2,19
Toplam	32,01

4.3.2. TCMB’nin Yeni Para Politikası Stratejisinin Performansının Değerlendirilmesi

TCMB’nin 2006 yılından itibaren uyguladığı enflasyon hedeflemesi rejimini, fiyat istikrarı temel amacından ödün vermeden finansal istikrara da katkı yapacak şekilde yeniden tasarlayarak 2010 yılının sonlarından itibaren aşamalı olarak yeni bir para politikası çerçevesi geliştirdiği daha önce belirtilmişti. Bu çerçevede TCMB finansal istikrarı destekleyici amacı çerçevesinde fiyat istikrarı amacından ödün vermeden sermaye akımlarındaki oynaklığın etkisini yumuşatmaya çalışmaktadır. Bu kısımda, TCMB’nin 2010 sonundan 2014 Aralık sonuna kadar olan politika uygulamalarının performansı, kredi büyümesi, döviz kuru, kur oynaklığı, cari açık/GSYİH’nin izlediği seyir, cari açığın finansmanı, harcama yoluyla yıllık büyümeye katkılar, enflasyon, enflasyon beklentileri, Türk lirası ve yabancı mevduat vade gelişimi kapsamında değerlendirilecektir.

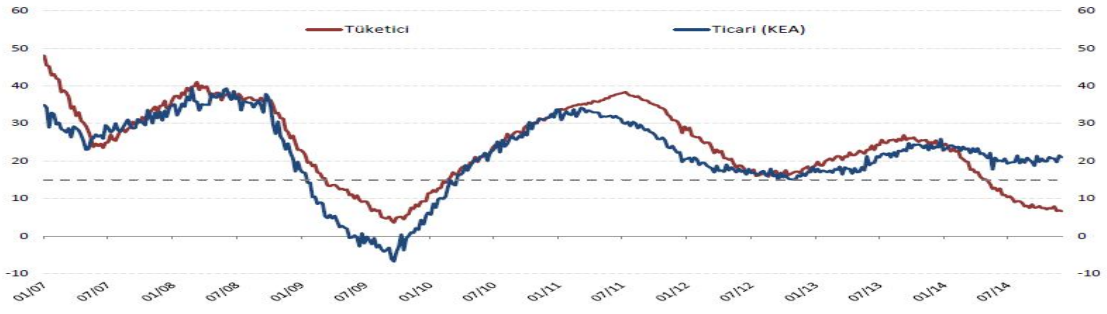
TCMB’nin 2010 yılının sonlarından itibaren uyguladığı politika bileşiminin ara amaçlarından biri makro finansal riskleri sınırlamak amacıyla kredilerin makul bir hızda büyümesini sağlamaktır. Alınan tedbirlerin krediler üzerindeki etkisinin gecikmeli olarak görülmesi beklenmiştir (Başçı ve Kara, 2011: 21). Şekil 4.71 kur etkisinden arındırılmış kredi büyüme hızını göstermektedir. 2010 sonunda yaklaşık yüzde 34’e ulaşan kur etkisinden arındırılmış kredi büyüme hızı TCMB’nin zorunlu karşılık oranlarındaki artış ve başta BDDK olmak üzere diğer kurumların aldığı tedbirlerin de katkısıyla 2011 yılının ortasından itibaren yavaşlamış, Ekim 2011 döneminden itibaren faiz koridorunun yukarıya doğru genişletilerek parasal duruşun sıkılaştırılmasıyla ise daha da yavaşlamıştır. Neticede 2011 yılı sonunda yüzde 25 civarına, 2012’de ise yüzde 18,4’e düşmüştür. Öte yandan, TCMB 2012 yılından itibaren kredi büyüme hızında orta

vade için yüzde 15’lik referans değer (makul değer) belirlemiştir. Dolayısıyla 2011 ve 2012’de TCMB, BDDK’nın da katkısıyla kredilerin makul bir hızda büyümesinde başarılı olmuştur. Düşük seyreden kredi faizleri ve yurt içi talepte gözlenen ılımlı artış nedeniyle 2012 yılının Kasım ayından itibaren yükseliş göstermeye başlayan finansal olmayan kesime açılan krediler kur etkisinden arındırılmış olarak bu eğilimini 2013 yılı Ekim ayna kadar devam ettirmiştir. Ekim ayından sonra TCMB’nin faiz koridoru ve likidite sıkılaştırmaları ve küresel gelişmelerin ışığında kredi faizlerindeki artışla yataylaşmıştır. Sonuçta 2013 yılı dördüncü çeyreği sonunda bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 25,0 oranında referans değerinin üzerinde bir büyüme kaydetmiştir. TCMB’nin gerek sermaye akımlarının yoğun olduğu 2013 yılı başındaki, gerekse sermaye akımlarının zayıfladığı 2013 Mayıs sonrasında izlediği politikalar toplam kredi büyüme hızı üzerinde başarısız olmuştur. 2014 yılı Ocak sonunda merkez bankasının faiz oranlarında yaptığı güçlü artış ve BDDK’nın Şubat ayında devreye giren tüketici kredilerine ve kredi kartlarına yönelik aldığı makro ihtiyati kararların etkisiyle kur etkisinden arındırılmış kredi büyüme hızı yıl boyunca gerilemiş ve yılı yüzde 16,5 ile kapatmıştır. Neticede alınan önlemlerle toplam kredi büyüme hızı yeniden finansal istikrarla uyumlu seviyelere düşmüştür.

Kredi büyümesinin makul seviyelere inmesi bir yandan orta vadeli enflasyon baskılarını sınırlarken diğer yandan da cari işlemler dengesindeki düzelmeye katkı sağlamaktadır. 2014 yılındaki toplam kredi büyüme hızındaki düşüş BDDK tarafından yürürlüğe konulan uygulamalar neticesinde temelde tüketici kredilerinden kaynaklanmıştır (Şekil 4.72). Neticede TCMB, BDDK’nın da katkısıyla 2010 yılı sonunda riskli seviyelere çıkmış kredi büyüme hızını kontrol altına almıştır. TCMB’nin bu konuda uyguladığı politikaların genel olarak başarılı olduğu söylenebilmektedir. Benzer bir analiz şekil 4.56’daki net kredi kullanım oranıyla da yapılabilir.



Şekil 4.71. Toplam Kredi Büyümesi (01/2010-01/2015, Yıllık, Yüzde Değişim, Kur etkisinden arındırılmış) (Katılım bankaları ve kredi kartları dâhil, Tahsili gecikmiş alacaklar hariç) (TCMB, 05.02.2015, www.tcmb.gov.tr).



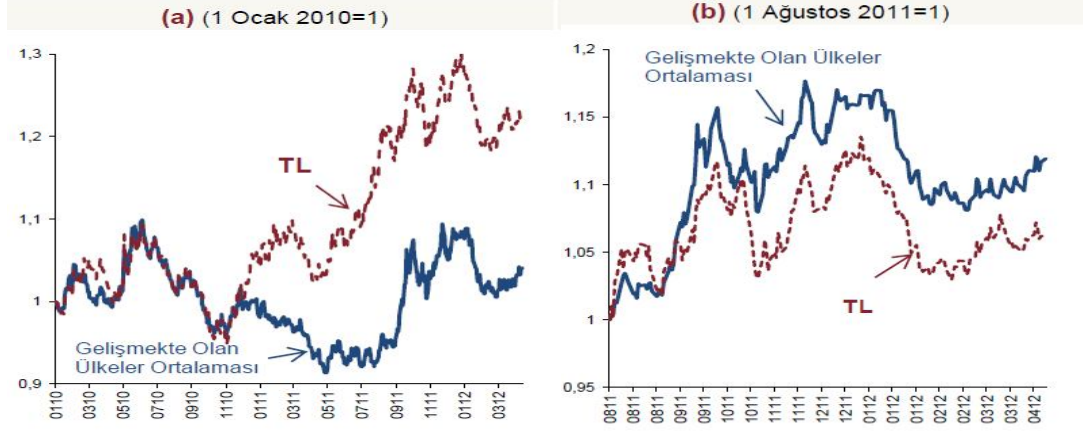
Şekil 4.72. Tüketici ve Ticari Kredi Büyüme Oranları (01/2007-11/2014, Yıllık, Yüzde Değişim) (KEA: Kur etkisinden arındırılmış) (Katılım bankaları ve kredi kartları dâhil, Tahsili gecikmiş alacaklar hariç) (TCMB, 2014: 42).

Yeni politika bileşiminin bir diğer ara amacı da döviz kurlarındaki iktisadi temellerden kopuk hareketlerin sınırlandırılmasıdır. Buna göre sermaye girişlerinin yoğun olduğu dönemde ulusal paranın aşırı değerlenmesi cari açığı artırarak finansal istikrarı bozarken, sermaye çıkışlarının yoğun olduğu dönemde ulusal paranın aşırı değer kaybı bir yandan fiyat istikrarını diğer yandansa şirketler kesiminin dövizde açık (kısa) pozisyonu yüksek olduğundan¹³ finansal istikrarı tehdit etmektedir. Kasım 2010 dönemine kadar yükselen piyasaların para birimlerinin ABD dolarına karşı değerleri Türk lirası ile beraber hareket ederken alınan önlemlerle bu dönemden itibaren Türkiye akran ülkelerden (yükselen piyasa ekonomilerinden) belirgin şekilde ayrılmıştır. Euro bölgesindeki sorunların derinleştiği 2011 Ağustos dönemine kadar Türk lirası görece olarak yaklaşık yüzde 20 oranında değer kaybetmiştir (Şekil 4.73a) (TCMB, 2012d: 17-18). Böylece ulusal paranın aşırı değerlenme baskısı giderilmiştir. Ağustos ayından itibaren ise küresel risk iştahındaki bozulmayla beraber yükselen piyasa ekonomilerinin para birimleri ABD dolarına karşı hızla değer yitirirken Türk lirasının değer kaybı daha sınırlı olmuştur (Şekil 4.73b ve Şekil 4.74). TCMB'nin uyguladığı politikalar sonucu Türkiye'nin döviz kurundaki düzeltmeyi önceden yaşamış olması, bu dönemde faiz koridoru ve etkin likidite yöntemiyle yapılan parasal sıkılaştırma, döviz satımları ve yıl sonundan 2012 Haziran başına kadar yapılan ek parasal sıkılaştırmalar sermaye akımlarındaki ani duruşu sınırlamış ve ulusal paradaki aşırı değer kaybı da önlenmiştir. 2012 Haziran ayından 22 Mayıs 2013'e kadar olan sermaye girişlerinin arttığı dönemde uygulanan politikalarla da kurda istikrar sağlanmıştır (Şekil 4.74). Aynı zamanda alınan tedbirlerin de etkisiyle 2012 Haziran ayından itibaren ima edilen döviz kuru oynaklığı cari açık veren gelişmekte olan ekonomiler arasında en düşük seviyelere inmiştir (Şekil 4.75).

Küresel finansal belirsizliklerin arttığı 2013 Mayıs ayından itibaren 2013 yılı sonuna kadar olan dönemde diğer gelişmekte olan ülkelere olduğu gibi Türk lirasında da belirgin değer kayıpları ve kur oynaklıklarında artış gözlemlenmiştir. Fakat dış finansman ihtiyacı yüksek olan seçilmiş gelişmekte olan ülkeler ile kıyaslandığında Türk lirasındaki değer kaybı daha sınırlı olmuş ve ima edilen kur oynaklığı en düşük seviyede kalmıştır (Şekil 4.50) (TCMB, 2013d: 78). 2013 yılı Aralık ayında FED nicel genişleme politikasından çıkış stratejisini başlatmıştır. Ayrıca, bu dönemde Türkiye'ye özgü belirsizliklerin de etkisiyle Türk lirası hem çok ciddi değer kaybetmiş, hem de ima edilen oynaklığı cari açık veren gelişmekte olan ülkelere göre daha fazla artış göstermiştir (Şekil 4.50 ve 4.51). TCMB'nin döviz kurundaki artışı önlemeye yaptığı

¹³ 2010 yılı itibarıyla firmaların dövizde açık pozisyonu/GSYİH yüzde 12dir (TCMB, 2010e: 41).

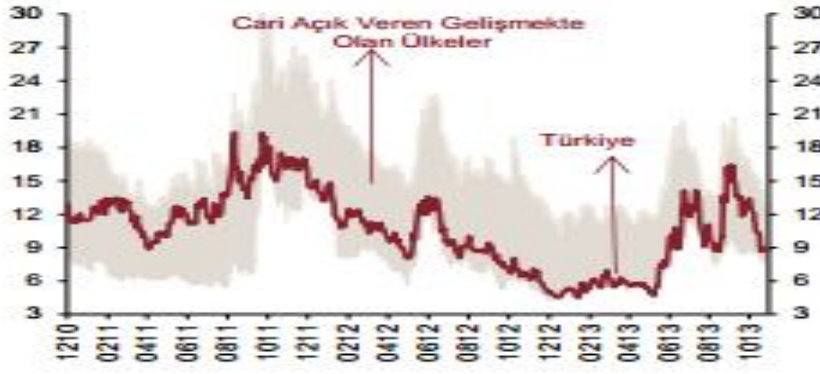
yoğun döviz satışı ve ROK'da yaptığı artış döviz kurunu frenlemekte yeterli olmamış ve 28 Ocak 2014'de güçlü bir faiz artışı yapılmıştır. Böylece iç ve dış belirsizliklerin azalmasının da etkisiyle ulusal paradaki değer kaybının bir kısmı geri alınmış ve ima edilen kur oynaklığı da düşmüştür (Şekil 4.50 ve 4.51). Neticede TCMB 22 Mayıs 2013 ile 28 Ocak 2014 arasında izlediği politikalar haricinde genelde bu amacında başarılı olmuştur.



Şekil 4.73. ABD Doları Karşısında TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimleri (01/2010- 04/2012) (Gelişmekte olan ülkeler ortalaması: Brezilya, Şili, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Meksika, Polonya, G.Afrika, Endonezya, G.Kore ve Kolombiya) (TCMB, 2012d: 18).

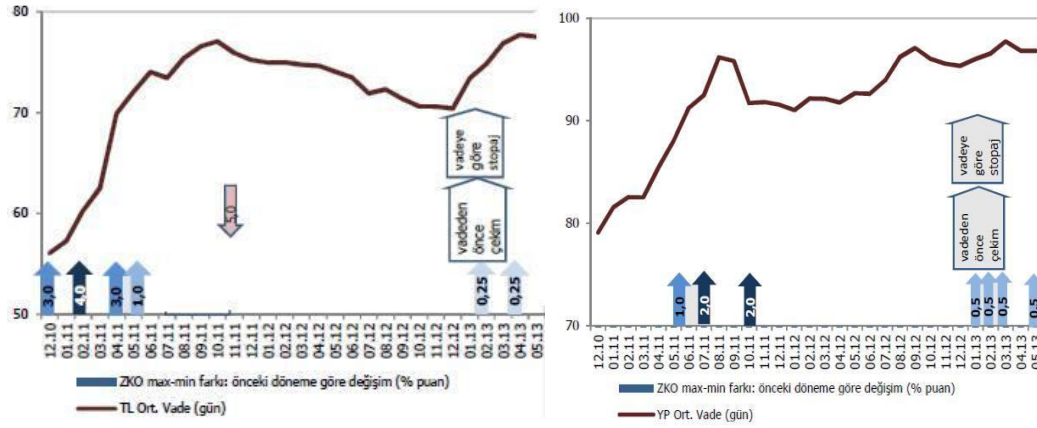


Şekil 4.74. ABD Doları Karşısında TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimleri (01.11.2010=1) (11/2010-05/2013) (Gelişmekte olan ülkeler ortalaması: Brezilya, Şili, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Meksika, Polonya, G.Afrika, Endonezya, G.Kore ve Kolombiya) (TCMB, 2013k: 78).



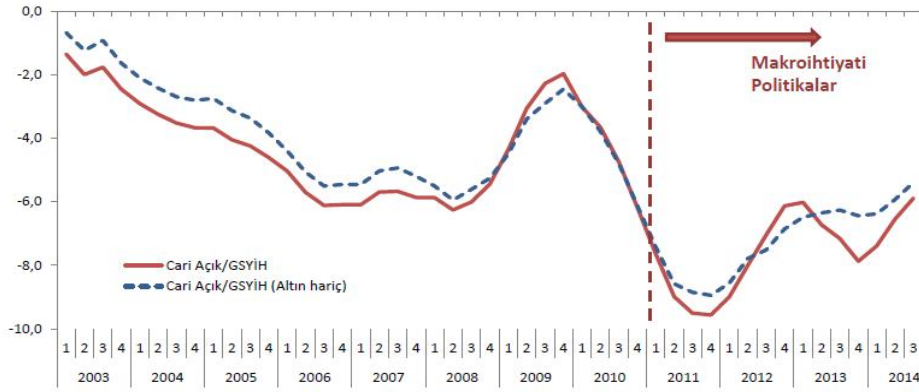
Şekil 4.75. Opsiyonların İma Ettiği Kur Oynaklığı (1 Ay Vadeli) (Aralık 2010- Ekim 2013) (Cari Açık Veren Gelişmekte olan ülkeler: Brezilya, Şili, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Meksika, Polonya, G.Afrika, Hindistan, Endonezya, Romanya ve Kolombiya) (TCMB, 2013d: 78).

TCMB tarafından uygulanan yeni politika bileşiminin nihai amaçlarından biri bankacılık sisteminin yükümlülüklerinin vadesinin uzatılmasıdır. Bu çerçevede Türk lirası zorunlu karşılık oranı mevduatın vade yapısına göre farklılaştırılmış ve kredilerdeki artış eğilimi dikkate alınarak sıkılaştırıcı para politikasının uygulandığı 2010 yılı sonlarından 2011 yılı yaz aylarına kadar, zorunlu karşılık oranı daha ziyade kısa vadeli Türk lirası mevduat hesapları için artırılmıştır. Sonuçta Türk lirası mevduatın ortalama vadesi bu dönemde belirgin şekilde uzamıştır. Küresel ekonomiye dair belirsizliklerin arttığı 2011 yılının ikinci yarısında zorunlu karşılık oranının kısa vadeli mevduat için düşürüldüğü dönemde Türk lirası mevduatın ortalama vadesi kısılma eğilimi göstermiştir. 2012 yılı sonlarından itibaren kısa vadeli mevduata uygulanan zorunlu karşılık oranlarının artırılmasıyla birlikte ise Türk lirası mevduatın ortalama vadesi yeniden artmaya başlamıştır. Yabancı para mevduatın ortalama vadesi de benzer şekilde mevduatın vade yapısına göre farklılaştırılması ve söz konusu yükümlülükler için uygulanan zorunlu karşılık oranının kısa vadelerde yükseltilmesi sonrasında genel olarak uzama eğiliminde olmuştur. Bu düzenlemeler neticesinde 2010 yılı sonlarından bu yana hem Türk lirası hem de yabancı para mevduatın ortalama vadesinde hükümetin almış olduğu vadeye dayalı stopaj ve vadeden önce çekim kararlarının da katkısıyla belirgin bir iyileşme görülmüştür (Şekil 4.76) (TCMB, 2013m: 47). Neticede TCMB'nin bu konuda uyguladığı politikaların başarılı olduğu söylenebilmektedir.



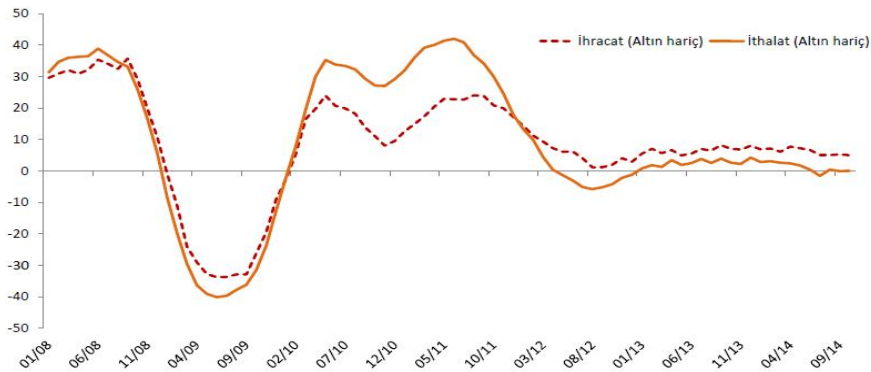
Şekil 4.76. Türk lirası ve Yabancı Mevduat Vade Gelişimi (Aralık 2010-2013 Mayıs) (TCMB, 2013m: 47).

TCMB'nin 2010 yılının sonlarından itibaren uyguladığı politikalarda makro finansal riskleri sınırlama bağlamında ön plana çıkardığı önemli bir husus, ekonomiyi daha dengeli bir büyüme patikasına oturtarak cari işlemler açığının döngüsel bileşenini sınırlamaktır. Böylelikle, sermaye akımlarındaki gözlenebilecek ani hareketler karşısında ekonominin dayanıklılığının artırılması (ani duruş riskinin azaltılması) hedeflenmiştir (TCMB, 2012d: 20). Dolayısıyla yeni politika bileşiminin, makro finansal dengesizlikler kapsamında takip edilen ana göstergelerden (nihai amaç) olan iç ve dış talep ayrışmasını (buna bağlı olarak ortaya çıkan cari açığı) sınırlamasında etkili olup olmadığı önem taşımaktadır (Başçı ve Kara, 2011: 25). Şekil 4.77'de altın hariç cari açığın 2011 yılının son çeyreğinden itibaren düşmeye başladığı görülmektedir. 2014 yılında bu düşüşe başta petrol olmak üzere emtia fiyatlarındaki düşüşün de katkı sağladığı unutulmamalıdır. Şekil 4.42'de ise cari işlemler açığının hangi yollarla finanse edildiği 12 aylık birikimli verilerle gösterilmiştir. Şekil 4.42'nin incelenmesiyle açık bir şekilde görüldüğü üzere, küresel kriz öncesi dönemde cari açık daha çok uzun vadeli yabancı sermayeyle (uzun vadeli borç ve doğrudan yatırım) finanse edilmektedir. Fakat 2010 yılının sonu itibarıyla cari açığın finansmanın neredeyse tamamı kısa vadeli borç ve portföy hareketleri ile finanse edilmekteydi. Dolayısıyla cari açığın finansman kaynağı da makro finansal dengesizlikler kapsamında takip edilen ana göstergelerden (nihai amaç) biri haline gelmişti. TCMB'nin uyguladığı para politikasının yardımıyla 2011 yılı başından itibaren yeniden uzun vadeli yabancı sermayenin cari açığın finansmanındaki payı artmıştır. 22 Mayıs 2013 sonrası Türkiye'ye yönelik portföy akımlarının azalmasının da yardımıyla cari açığın finansmanının önemli kısmını uzun vadeli yabancı sermaye oluşturmaya başlamıştır. Dolayısıyla gerek altın hariç cari açık gerekse de cari açığın finansman türünde yaşanan kayda değer iyileşmeyle, TCMB'nin bu konuda uyguladığı politikaların başarılı olduğu söylenebilmektedir.

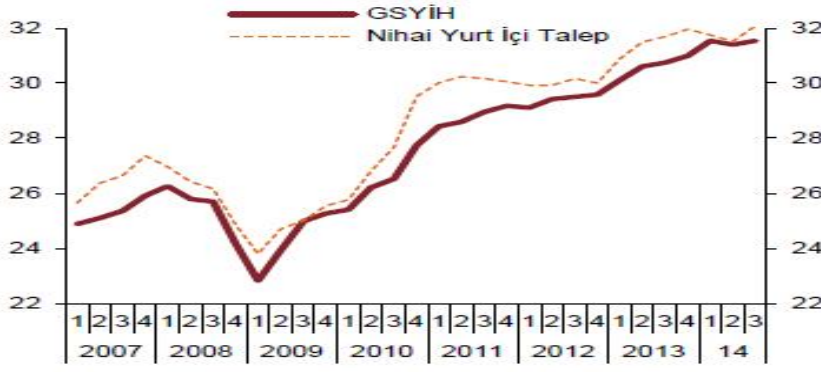


Şekil 4.77. Türkiye’de Cari İşlemler Dengesi (2005-2014 3.Çeyrek, 12 Aylık Birikimli, % GSYİH) (TCMB, 2014: 22).

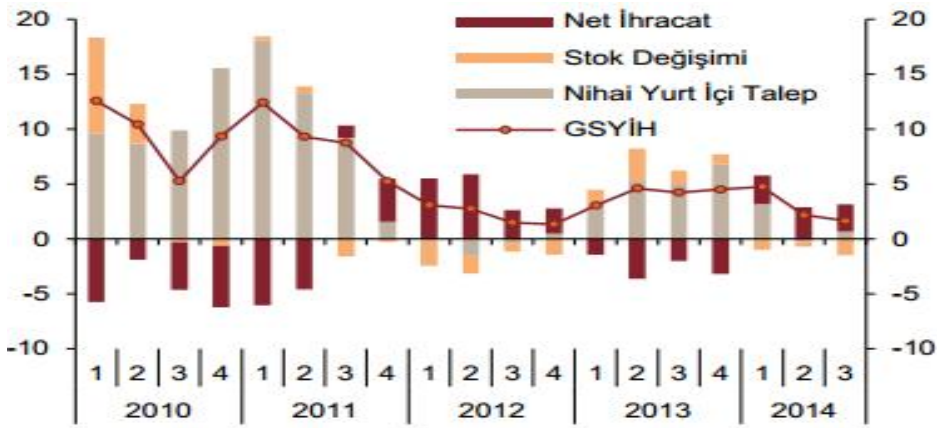
2010 yılı sonundan itibaren oluşturulan yeni para politikasının ve BDDK tarafından alınan önlemlerin etkisiyle iç ve dış talep arasında dengelenme sürecinin gerçekleştiği görülmektedir. Şekil 4.78’de ihracat ve ithalat kalemleri gösterilmektedir. Burada 2011 yılının ikinci yarısından itibaren belirgin bir dengelenme hareketi olduğu göze çarpmaktadır. İthalatın artış hızı düşerken ihracatın artış hızındaki düşüş daha az olmuştur. Dolayısıyla, net ihracatın büyümeye katkısı belirgin olarak artmıştır. Şekil 4.79 ise yurt içi nihai talep ile GSYİH’nin reel seviyesini göstermektedir. Buna göre, 2011 ve 2012 boyunca yurt içi nihai talep (tüketim+yatırım) yatay seyretmiştir. Buna rağmen, net ihracatın katkısıyla GSYİH yavaşlayarak da olsa büyümeye devam etmiştir (Şekil 4.80). Diğer bir ifadeyle, geçmiş dönemlerin aksine, cari işlemler açığındaki düzelmeye ekonomideki küçülmeye beraber gelmemiştir. 2013 yılında özel kesim talebi ılımlı seyrini korurken, kamu talebinde artışla nihai yurt içi talep hızlanmış, 2014 yılında ise ılımlı bir artışı söz konusudur. Sonuç olarak uygulanan politikalar, yurt içi talebi yavaşlatıp net dış talebin katkısını artırarak ekonomide dengelenmeyi sağlamış ve ani duruş riskini azaltmıştır (TCMB, 2012d: 21). Politikanın doğal bir sonucu olarak da Türkiye daha dengeli (sağlıklı) fakat daha düşük büyümeye başlamıştır.



Şekil.4.78. Türkiye’de İhracat ve İthalat (2008- Ekim 2014, Nominal Yıllık yüzde Değişim, 6 aylık hareketli ortalama) (TCMB, 2014: 31).



Şekil 4.79. Türkiye GSYİH ve Nihai Yurt İçi Talep (2007-2014 3.çeyrek, Reel, Mevsimsellikten Arındırılmış, Milyar TL) (TCMB, 2015b: 6).



Şekil 4.80. Türkiye'de Harcama Yoluyla Yıllık Büyüme Katkıları (2010- 2014 3.çeyrek, Puan, 01/2010-09/2014) (TCMB, 2015b: 44).

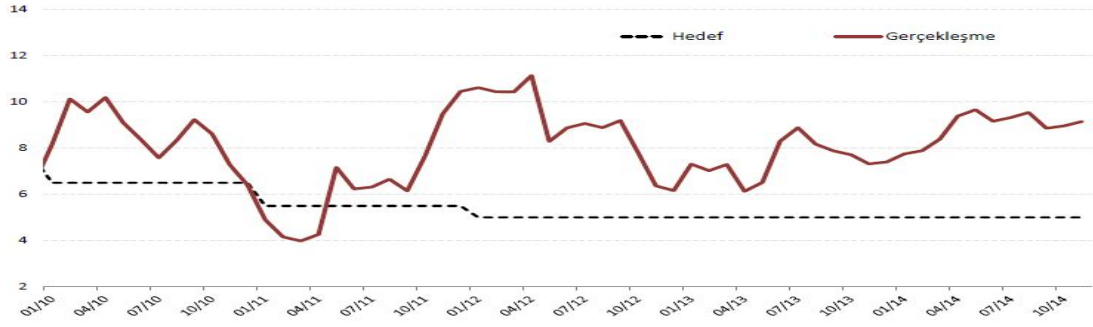
TCMB'nin yeni para politikası bileşiminde de temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olmuştur. Fiyat istikrarını sağlamadaki başarı düzeyini ölçmek amacıyla yılsonu TÜFE oranına bakılacaktır. Para politikasının kontrolü dışındaki unsurlar (gıda, enerji fiyatları gibi) nedeniyle enflasyonun zaman zaman hedeflerden belirgin ölçüde sapabileceği göz önünde bulundurularak hedefin etrafında her iki yönde 2 puanlık belirsizlik (hoşgörü) aralığı oluşturulmuştur (TCMB, 2013e:19). Dolayısıyla TCMB'nin yeni para politikasının enflasyonla mücadelede başarısına böyle bakılması gerekmektedir. Ekonomideki canlanmayla birlikte 2010 yılının ilk aylarında yıllık yüzde 10 seviyesine çıkan enflasyon oranı uygulanan Para Politikası Çıkış Stratejisi ve 2010 yılının ortalarından itibaren kısa vadeli sermaye girişlerinin artmasının ulusal paraya değer kazandırmasının da etkisiyle yılı hedefin (%6,5) 10 baz puan altında yüzde 6,4 seviyesinde tamamlamıştır (Vural, 2013: 76; TCMB, 2013e: 19). TCMB 2010 sonundan itibaren çok amaçlı bir para politikası stratejisine geçtiğinde enflasyonun düşüş eğiliminde olması ve finansal istikrarın gündeme getirilmesinin enflasyon hedefinden ödün verilebileceği şeklinde algılanması riskini önlemeye etkin bir iletişim politikası benimsenmesi enflasyon beklentilerinin bozulmasını engellemiştir (Şekil 4.82). Bu çerçevede TCMB'nin temel amacının fiyat istikrarı olduğu her fırsatta vurgulanmış, bununla birlikte mevcut konjoktürde makro finansal dengesizliklerin göz ardı edilmesinin ilerleyen dönemlerde fiyat istikrarını (deflasyon gibi) da tehdit edebileceği hatırlatılmıştır (Başçı ve Kara, 2011: 18).

2011 yılında TCMB'nin yeni para politikası çerçevesinde ulusal paraya değer kaybettirmesi ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki ciddi artışlarla yılın ikinci çeyreğinde yükselen enflasyon, Ağustos ayından itibaren küresel risk iştahının bozulması sonucu Türk lirasındaki değer kaybının arzu edilmeyen boyutlara ulaşması, tütün ürünlerindeki vergi düzenlemeleri ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki yüksek oranlı artışlarla hızlı bir sıçrama göstererek yılı yüzde 10,5 ile tamamlamış ve böylece yüzde 5,5 olan hedefin belirgin şekilde üzerine çıkmıştır (Şekil 4.81). Dolayısıyla TCMB, 2011 Ağustos ayından itibaren olan süreçte izlediği para politikalarıyla enflasyonun yükselmesini önleyemediğinden 2011 yılında fiyat istikrarı alanında başarısız olmuştur. Ancak Ekim 2011 döneminden itibaren faiz koridoru ve likidite yönetimiyle güçlü bir parasal sıkılaştırmaya gidilmesi ve etkin iletişim politikası sonucu geçmişte benzer dönemlerde yaşanan aksine enflasyon beklentilerinin bozulmaması sağlanmıştır (TCMB, 2012: 2-8) (Şekil 4.82).

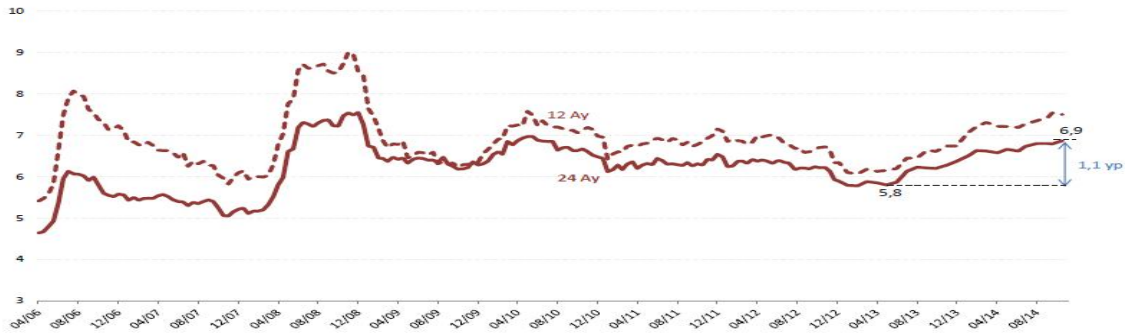
2011 yılı sonunda yüzde 10,45 olan enflasyon 2012 yılında 4,3 puan gerileyerek yüzde 6,16 oranında gerçekleşmiştir (Şekil 4.81). Bu dönemde, 2011 yılı genelinde Türk lirasında gözlenen değer kaybının enflasyon üzerindeki yansımaları başta dayanıklı tüketim malları olmak üzere büyük ölçüde tamamlanmıştır. Yıl içinde işlenmemiş gıda fiyatlarındaki geçmişe kıyasla oldukça olumlu seyir enflasyondaki gerilemede başrol oynamıştır. Tarım dışındaki uluslararası emtia fiyatlarının yıl genelinde ılımlı bir seyir izlemesi, döviz kurlarındaki istikrarlı gidişat ve yavaşlayan ekonomik faaliyet, enflasyon görünümüne olumlu katkı yapmıştır. Dolayısıyla, maliyet ve talep baskılarının hafiflemesi ile temel enflasyon göstergeleri yıl genelinde aşağı yönlü bir eğilim sergilemiştir. Sonuç olarak, 2012 yılında tüketici enflasyonu yüzde 5 olan hedefin 1,2 puan üzerinde gerçekleşirken belirsizlik aralığının içinde kalmıştır (Şekil 4.81) (TCMB, 2013: 36). Dolayısıyla TCMB 2012 yılında fiyat istikrarı alanında başarılı olmuştur. 2012 yılı boyunca büyük ölçüde yatay seyreden enflasyon beklentileri yılın son döneminde azalış eğilimindedir. Yılın ilk bölümünde tüketici enflasyonunun yüzde 10'un üzerinde seyretmesine karşın enflasyon beklentilerinde bir bozulma olmaması o dönemde yoğun yapılan Ek Parasal Sıkılaştırmaların etkinliği açısından olumlu olarak değerlendirilmektedir (Şekil 4.82) (TCMB, 2013: 37).

2013 yılı genelinde belirsizlik aralığının üzerinde seyreden enflasyon, yıl sonu itibarıyla yüzde 7,4 oranında gerçekleşmiştir. Ocak ayında tütün ürünlerindeki vergi ayarlamalarının da etkisiyle yükselen enflasyon, sonraki dönemde işlenmemiş gıda ve enerji grubu fiyat gelişmelerine bağlı olarak dalgalı seyretmiş ancak yılın ilk yarısını hedefin ima ettiği değerlerin belirgin oranda üzerinde tamamlamıştır (TCMB, 2014h: 33). Yılın ikinci yarısında ise, Amerika merkez bankası kaynaklı para politikalarına ilişkin belirsizlik nedeniyle zayıf seyreden sermaye akımları Türk lirasında belirgin değer kaybına yol açmış, bu durum enflasyon ve enflasyon beklentilerinin yükselmesine neden olmuştur (Şekil 4.81 ve 4.82). Dolayısıyla TCMB, 2013 yılında fiyat istikrarı alanında başarısız olmuştur.

2014 yılı Haziran ayına kadar gıda fiyatlarındaki yüksek seyir ve döviz kurunun birikimli etkilerine bağlı olarak enflasyon yükselmiştir. Makro ihtiyati önlemlerin ve para politikasındaki sıkı duruşun etkisiyle yılın ikinci yarısında çekirdek enflasyon eğiliminde kayda değer bir iyileşme gözlenmiştir. Ayrıca petrol fiyatlarındaki düşüş de bu dönemde enflasyonu olumlu etkilemiştir. Bunlara rağmen gıda fiyatlarındaki yüksek seyre bağlı olarak enflasyon yüzde 8,2 ile hedefin belirgin olarak üzerinde tamamlamıştır (Şekil 4.81) (TCMB, 2014i: 3). Bu oran belirsizlik aralığının üstünde olduğundan, 2014 yılında da TCMB fiyat istikrarı alanında başarısız olmuştur. Ayrıca 2014 yılında da enflasyon beklentilerinde bir miktar bozulma görülmüştür (Şekil 4.82).



Şekil 4.81. Türkiye’de Enflasyon (Tüfe Yıllık Değişimi, Yüzde, 01/2010-11/2014) (TCMB, 2014e: 36).



Şekil 4.82. Türkiye’de Enflasyon Beklentileri (Yıllık Yüzde Değişimler, 04/2006-11/2014) (TCMB, 2014e: 51).

Sonuç olarak küresel kriz sonrası dönemde açıklanan veriler, TCMB tarafından uygulanan yeni para politikası bileşiminin finansal istikrar alanında genelde başarılı ancak fiyat istikrarı alanındaysa genelde başarısız olduğunu göstermektedir.

5. SONUÇ ve TARTIŞMA

2007 yılında ABD’de mortgage (konut kredisi) piyasasındaki sorunlarla başlayan kriz, 2008 yılında derinleşmiş, finans ve ticaret kanallarıyla dünyaya yayılarak küreselleşmiştir. Küresel finans krizinin yansıması olarak Euro bölgesi ülkelerinin bir kısmında 2010 Mayıs ayından itibaren borç krizi meydana gelmiştir. Günümüzde halen etkisi devam eden 2008 küresel krizi, birçok ekonomiste göre 1929’larda yaşanan Büyük Depresyondan beri görülmüş en büyük krizdir.

2008 Küresel finansal krizin ardından gerek gelişmiş gerekse de gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları öncelikle geleneksel politika anlayışı çerçevesinde çok ciddi politika faizi indirimlerine gitmişlerdir. Çalışmadaki örnek ülke merkez bankalarından Amerika merkez bankası o dönemde (2007 sonu-2009 arası) 525 baz puan, Avrupa merkez bankası 325 baz puan, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ise 1025 baz puan indirime gitmiştir. Gelişmekte olan ekonomiler 2010 yılında büyük ölçüde toparlanmıştır. Ancak faiz indirimlerinin gelişmiş ekonomilerde toparlanmaya katkıda yetersiz kalması, faiz oranlarının sıfıra yaklaşması ve bunun yanında Euro Bölgesi çevre ülkelerinde baş gösteren borç sürdürülebilirliği sorunları bu ülkeleri fiyat istikrarı ve tam istihdamı sağlamaya niceliksel genişleme, kredi genişlemesi, sözle yönlendirme gibi geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanarak piyasaya yüklü miktarda likidite vermeye itmiştir.

Amerikan ekonomisinde izlenen niceliksel genişleme, kredi genişlemesi, operation twist, sözle yönlendirme gibi uygulamaların finansal piyasalardaki ciddi karışıkları giderdiği ve faizlerde önemli seviyede düşüşler sağladığı görülmüştür. Ancak ekonomi resesyondan çıksa da, resesyon sonrası (2009 sonrası) uzun zaman tam istihdamı yeniden sağlamaya yetersiz büyümüş ve enflasyon oranları düşük, işsizlik oranları yüksek seyretmiştir. Buna bankacılık sistemine FED tarafından eklenen oldukça büyük rezerv seviyesinin bankalar tarafından çeşitli nedenlerle aynı orantıda borç verme ya da diğer aktivitelerde (varlık alımı gibi) kullanılmayıp FED’de aşırı rezerv olarak tutulmasının ve basılan paranın gelişmekte olan ekonomilere sermaye akımları olarak gitmesinin sebebiyet verdiği tespit edilmiştir. Bu uygulamalar sonucunda Amerikan ekonomisi geç de olsa 2013 yılı 2. yarısından itibaren potansiyele yakın büyüme ve düşük işsizlik oranlarına ulaşmıştır. Ancak para politikasında bu kadar gevšemeye rağmen enflasyon küresel krizin sürecinde düşük düzeyde seyretmiştir. Dolayısıyla alınan önlemler ABD’de deflasyonu önlese de fiyat istikrarını sağlamakta yeterli olmamış, büyüme ve tam istihdam hedeflerindeyse başarılı olmuştur.

Avrupa merkez bankası tarafından alınan önlemlerin finansal piyasalardaki gerginlikleri azaltmaya katkıda bulunduğu da görülmüştür. Ancak özellikle devlet tahvili piyasalarında kullanımın mali disiplin koşuluna bağlı olduğu Doğrudan Parasal İşlemler programı açıklanana kadar faizlerin oldukça yüksek seyrettiği göze çarpmıştır. Yine piyasalara verilen likiditenin büyük bölümü, krediler yerine ECB’nin mevduatına döndüğünden de Euro bölgesinde reel sektörün toparlanamadığı görülmektedir. Buna bağlı olarak Euro bölgesinde işsizlik oranları oldukça yüksek, enflasyon oranları oldukça düşük seyretmektedir. Dolayısıyla alınan önlemler Euro bölgesinde fiyat istikrarını, büyüme ve tam istihdamı sağlamakta başarılı değildir. ECB, 2014 Haziran ve Eylül aylarında bu durumu önlemek amacıyla negatif faiz uygulaması, TLTRO (hedefli uzun vadeli finansman operasyonu), ABSPP (varlığa dayalı menkul kıymet alım programı) ve CBPP3 (üçüncü teminatlı tahvil alım programı) programlarını açıklamış ve kamu menkul kıymetleri satın alması gerektiği de beklenir olmuştur.

Küresel kriz sürecinde benzeri görülmemiş parasal genişlemeye giden FED ve ECB merkez bankaları arasında bazı farklar bulunmaktadır. İlk olarak FED küresel kriz sürecinde ECB'den daha fazla piyasaya likidite sağlamış ve daha az sterilizasyon politikasını kullanmıştır. Politika araçlarındaki temel farklılık ise FED'in niceliksel genişleme aracını çok ciddi kullanırken, ECB'nin bunu kullanmaması yatmaktadır. Ayrıca FED, ECB'den farklı olarak sözle yönlendirme aracını çok daha erken ve etkin şekilde kullanmıştır. Yine ECB'de, Fed'den farklı olarak çok düşük olsa da zorunlu karşılık oranını düşürmüştür.

FED ekonomideki iyileşmeye paralel olarak 2014 yılı Ocak ayında azaltmaya başladığı niceliksel genişleme programını, 2014 yılı Ekim ayı toplantısında sonlandırmıştır. Önümüzdeki süreçte FED'in faiz artırımlarına başlaması beklenmektedir. Bu durum FED ve ECB para politikalarının birbirinden ayrıştığını göstermektedir. Bu bağlamda önümüzdeki dönemde gelişmiş ülkelerin para politikaları arasındaki ayrışmanın küresel likiditeyi nasıl etkileyeceği, gelişmekte olan ekonomilere yönelik sermaye akımları açısından belirleyici bir faktör olacaktır. Ancak FED'in para politikasındaki normalleşme sürecinin bu noktada daha ağır bastığı yavaş yavaş görülmektedir.

Parasal genişleme politikalarının Türkiye'nin de aralarında bulunduğu gelişmekte olan ekonomiler üzerinde önemli yansımaları olmuştur. Başta FED olmak üzere gelişmiş ekonomilerin merkez bankalarının krizden çıkış amacıyla geleneksel olmayan politika araçlarıyla aldıkları ek parasal genişleme önlemleri ve küresel finans sisteminde süregelen kırılmalıklar gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarındaki oynaklığı arttırmıştır. Bu bozulmaya bağlı olarak da gelişmekte olan ülke merkez bankaları fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da gözetmeye politika faizinin yanında zorunlu karşılıklar, faiz koridoru gibi geleneksel olmayan para politikası araçlarını da aktif şekilde kullanmaya başlamışlardır. Gelişmekte olan ekonomilerden örnek ülke merkez bankası TCMB de, küresel krizi sürecinde pek çok gelişmekte olan ülkede olduğu gibi, 2010 yılının sonlarından itibaren makro finansal riskleri de gözetken yeni bir para politikası çerçevesi tasarlamış ve uygulamaya koymuştur. TCMB, sermaye kontrollerine başvurmaksızın sermaye akımlarındaki oynaklığın etkisinin yumuşatılabileceği görüşünü savunmuştur. Bu doğrultuda iki amaca da ulaşmak amacıyla politika faizinin yanında faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve likidite yönetimini aktif bir şekilde kullanmaya başlamıştır.

TCMB, 2010 sonundan itibaren zorunlu karşılık aracını oldukça aktif ve çeşitlendirerek kullanmıştır. Buna göre zorunlu karşılık oranlarında yeri gelince önemli değişimler yapılmış, zorunlu karşılıklar vadeye göre farklılaştırılmış, Rezerv Opsiyonu mekanizması ve kaldıraca dayalı zorunlu karşılıklar uygulamasına yer verilmiştir. Faiz koridoru ve likidite yönetiminde de oldukça aktif davranılmış ve esnek bir para politikası izlenmiştir. Bu kapsamda TCMB'nin farklı makro iktisadi hedefleri dikkate alan oldukça çeşitli politika araçları uyguladığı söylenebilmektedir. Ayrıca gelişmiş ekonomilerin krizden çıkarken gevşek para politikalarının normalleşme süreci de bu ülkelere yönelik sermaye akımlarındaki oynaklığı artırmakta dolayısıyla bu ülkeler bu tarz çok amaçlı çok araçlı para politikalarına devam etmektedirler.

Çalışmanın sonunda TCMB'nin 2010 sonundan itibaren benimsediği yeni para politikası bileşiminin etkinliği incelenmiştir. Sonuçta TCMB 2010 sonundan 2014 sonuna kadar izlediği para politikası bileşiminin ara amaçlarından ilki olan kredilerin makul oranda büyümesini sağlamakta genelde başarılı, ikincisi olan döviz kurlarındaki iktisadi temellerden kopuk hareketlerin sınırlandırılmasında ise 22 Mayıs 2013 ile 28 Ocak 2014 arası haricinde genelde başarılı bulunmuştur. Dolayısıyla yeni para politikası

bileşiminin sermaye hareketlerindeki oynaklığın etkisini yumuşatmada başarılı olduğu görülmüştür. TCMB tarafından uygulanan yeni politika bileşiminin finansal istikrar alanında nihai amaçlarından biri olan bankacılık sisteminin yükümlülüklerinin vadesinin uzatılmasında başarılı olduğu ve gerek altın hariç cari açık gerekse de cari açığın finansman türünde yaşanan kayda değer iyileşmeyle, TCMB'nin finansal istikrar alanında uyguladığı politikaların genelde başarılı olduğu belirlenmiştir. Ancak politikanın doğal bir sonucu olarak Türkiye'nin daha dengeli fakat daha düşük büyümeye başladığı görülmüştür.

TCMB'nin yeni para politikası bileşiminde de temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olmuştur. Fiyat istikrarını sağlamadaki başarı düzeyini ölçmek amacıyla yılsonu TÜFE oranına bakılmıştır. Para politikasının kontrolü dışındaki unsurlar (gıda, enerji fiyatları gibi) nedeniyle enflasyonun zaman zaman hedeflerden belirgin ölçüde sapabileceği göz önünde bulundurularak hedefin etrafında her iki yönde 2 puanlık belirsizlik (hoşgörü) aralığı oluşturulmuştur. Dolayısıyla TCMB'nin yeni para politikasının enflasyonla mücadelede başarısına böyle bakılmıştır. TCMB, 2011-2014 yılları arasında enflasyon 2012 yılı haricinde hedefinden belirgin şekilde saptığından fiyat istikrarı alanında bu dönemde başarısız olmuştur.

KAYNAKLAR

- ABEL, A.B., BERNANKE, B.S. ve CROUSHORE, D., 2014. *Macroeconomics*, 8. Baskı, Pearson, Essex, 672s.
- ADRIAN, T., BURKE, C. R. ve Mc ANDREWS, J. J., "The Federal Reserve's Primary Dealer credit facility", *Current Issues in Economics and Finance*, 15(4), ss. 1-11.
- AKÇAY, B., 2012. "Yunanistan Ekonomisinde Devlet Borç Krizi-Cari Açık İlişkisi", *Maliye Dergisi*, (163), ss.15-35.
- AKDİŞ, M., 2000. *Global Finansal Sistem ve Finansal Krizler ve Türkiye*, Beta, İstanbul, 150s.
- ALANTAR, D., 2008. "Küresel Finansal Kriz: Nedenleri Ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme", *Maliye Finans Yazıları Dergisi*, (81), ss. 1-10.
- ALTAVİLLA, C., GIANNONE, D. ve LENZA, M., 2014. "The Financial and Macroeconomic Effects of OMT Announcements", *Working Paper Series*, 1-23, <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1707.pdf> (19.11.2014).
- ALTINTAŞ, H. ve ÖZ, B., 2007. "Para Krizlerinin Sinyal Yaklaşımı İle Öngörülebilirliği: Türkiye Uygulaması", *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(2), ss. 19-44.
- ASLANER, O., ÇIPLAK, U., KARA, H. ve KÜÇÜKSARAÇ, D., 2015. "Reserve Option Mechanism: Does it Work as an Automatic Stabilizer?", *Central Bank Review*, (15), ss. 1-15.
- ASHCRAFT, A., MALZ, A. ve POZSAR, Z., 2012. "The Federal Reserve's Term Asset-Backed Securities Loan Facility", *FRBNY Economic Policy Review*, 18 (3), ss. 29-66.
- BARLAS, Y. ve KAYA, N., 2013. "Parasal Genişleme Politikalarının Gelişmekte Olan Ülke Portföy Akımları Kompozisyonuna Etkisi", *TCMB Ekonomi Notları*, (2013-01), ss. 1-9.
- BAŞÇI, E. ve KARA, H., 2011. "Finansal İstikrar ve Para Politikası", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 26(302), ss. 9-25.
- BDDK (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu), 2008. *ABD mortgage krizi*, Ankara, 107s.
- BANQUE de FRANCE, 2014. *Options Embedded In ECB Targeted Refinancing Operations*, Paris, 22s.
- BEIRNE, J., DALÍZ, L., EJSİNG, J., GROTHE, M., MANGANELLİ, S., MONAR, F., SAHEL, B., SUSEC, M., TAPKİNG J. ve VONG, T., 2011. "The Impact Of The Eurosystem's Covered Bond Purchase Programme On The Primary And Secondary Markets", *Occasional Paper Series*, 1- 34, <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp122.pdf> (11.10.2014).
- BİLGE, O., 2009. "Ekonomik Krizlerin Yoksulluk Üzerine Etkileri", *Sosyal Yardım Uzmanlık Tezi*, T.C. Başbakanlık Sosyal Yardımlaşma Ve Dayanışma Genel Müdürlüğü, Ankara.
- BİNİCİ, M., EROL, H., ÖZLÜ, P. ve ÜNALMIŞ, D., 2013. "Unconventional Monetary Policy Tools and Credit Growth"(Yayınlanmamış)
- BİRGRAM, <http://www.birgram.com/2012/03/15/abd-dolari-endeksi-analizi> (05.07.2014).
- BLOOMBERG, <http://www.bloomberg.com/quote/USGG10YR:IND> (23.12.2013).
- _____, <http://www.bloomberg.com/quote/USGG10YR:IND> (30.06.2014).

- _____, <http://www.bloomberg.com/news/2014-09-18/constancio-says-ecb-loans-to-lead-balance-sheet-expansion.html> (08.12.2014).
- BOYES, W. ve MELVİN M., 2013. *Ekonominin Temelleri*, 5.Baskı, Çev. Ed.:E.Teletar, Nobel Yayıncılık, Ankara, 440s.
- BRAGA, C. A. P. ve GALLİNA A. V., 2011. "Introduction", *Sovereign Debt and The Financial Crisis: Will This Time Be Different*, Ed.: Carlos A. Primo Braga ve Gallina A. Vincelette, World Bank, Washington DC. ss. 1-12
- BROOKINGS INSTITUTION, 2013. *Think Tank 20: The G-20 and Central Banks in the World of Unconventional Monetary Policy*, Washington DC. 96s.
- CALCULATEDRİSKBLOG, <http://www.calculatedriskblog.com/2013/10/case-shiller-comp-20-house-prices.html> (10.01.2014).
- CBO (CONGRESS OF THE UNITED STATES CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE), 2010. *The Budgetary Impact and Subsidy Costs of the Federal Reserve's Actions During the Financial Crisis*, 35s.
- CECCHETTİ, S. G., 2008. "The Federal reserve and The Financial Crisis of 2007-2008", NBER Working Paper Series, 1-23, http://www.nber.org/papers/w14134.pdf?new_window=1 (03.04.2014).
- CHİNN, M. D. ve KLETZER K.M., 2000. "International Capital Inflows, Domestic Financial Intermediation And Financial Crises Under Imperfect Information", NBER Working Paper Series, 1-46, http://www.nber.org/papers/w7902.pdf?new_window=1 (24.12.2013).
- CONSTANCİO, V., 2014. "A New Phase of the ECB's Monetary Policy", *ECB's Workshop on Non-standard Monetary Policy Measures*, Frankfurt, 11s.
- CORSETTİ, G., PESENTİ, P. ve ROUBİNİ, N., 1999. "What Caused The Asian Currency And Financial Crisis?", *Japan and the World Economy*, 11 (3), ss. 305-373.
- COUR-THİMANN, P., WİNKLER B., 2012. "The ECB's non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure", *Oxford Review of Economic Policy*, 28(4), ss. 765-803.
- DADUSH, U., SERGEY A., SHİMELSE, A., VERA, E., MOİSÉS, N., BENNETT, S. ve PAOLA, S., 2010. *Paradigma Lost: Euro in Crisis*, Carnegie Endowment for International Peace, Washington D.C., 129s.
- DAĞGECEN, A. C., 2012. "Küresel Finansal Kriz Öncesi Ve Sonrasında Gelişmekte Olan Ülke Döviz Kurları Arasındaki İlişki", *Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü*, Ankara.
- DELİCE, G., 2003. "Finansal Krizler: Teorik ve Tarihsel Bir Perspektif", *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (20), ss. 57-81.
- _____, 2005. "Finansal Krizler İçin Erken Uyarı Sistemleri", *İstanbul Üniversitesi S.B.F. Dergisi*, (33), ss. 1-27.
- DOOLEY, M., 2000. "A Model of Crises in Emerging Markets", *Economic Journal*, 110 (460), ss. 256-272.
- DUYGAN- BUMP, B., PARKİNSON, P. M., ROSENGREN, E. S., SUAREZ , G. A. ve WİLLEN, P. S., 2010. "How Effective Were the Federal Reserve Emergency Liquidity Facilities? Evidence from the Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund LiquidityFacility", 1-43, <http://www.bostonfed.org/bankinfo/qau/wp/2010/qau1003.htm> (16.05.2014).
- DÜNYA BANKASI ONLINE VERİ TABANI, <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG> (28.02.2015).

- ECB(European Central Bank),
<http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/inflation.en.html> (27.07.2014).
 _____, 2008a. December 18 Press Release, Frankfurt, 1s.
 _____, 2008b. October 15 Press Release, Frankfurt, 1s.
 _____, 2010. October Monthly Bulletin, Frankfurt, 74s.
 _____, 2012a. The Implementation Of Monetary Policy In The Euro Area, Frankfurt, 101s.
 _____, 2012b. February Monthly Bulletin, Frankfurt, 118s.
 _____, 2012c. Introductory statement to the April press conference (with Q&A), Frankfurt, 8s.
 _____, 2013a. Introductory statement to the November press conference (with Q&A), Frankfurt, 107s.
 _____, 2013b. Introductory statement to the March press conference (with Q&A), Frankfurt, 8s.
 _____, 2013c. Introductory statement to the July press conference (with Q&A), Frankfurt, 7s.
 _____, 2013d. Introductory statement to the May press conference (with Q&A), Frankfurt, 7s.
 _____, 2013e. Annual Report, Frankfurt, 264s.
 _____, 2013f. July Monthly Bulletin, Frankfurt, 214s.
 _____, 2013g. Strengthening Financial Resilience, Shanghai, 6s.
 _____, 2013h. February 21 Press Release, 1s.
 _____, 2014a. Introductory statement to the June press conference (with Q&A), Frankfurt, 8s.
 _____, 2014b. June 5 Press Release, Frankfurt, 1s.
 _____, 2014c. July 3 Press Release, Frankfurt, 1s.
 _____, 2014d. Modalities Of The Targeted Longer-Term Refinancing Operations, Frankfurt, 8s.
 _____, 2014e. Introductory remarks at the EP's Economic and Monetary Affairs Committee, Brussels, 5s.
 _____, 2014f. Introductory statement to the September press conference (with Q&A), Frankfurt, 9s.
 _____, 2014g. Introductory statement to the October press conference (with Q&A), Frankfurt, 8s.
 _____, 2014h. Introductory statement to the December press conference (with Q&A), Frankfurt, 9s.
 _____, 2014i. August Monthly Bulletin, Frankfurt, 214s.
 EĞİLMEZ, M., 2012. "TCMB'nin 2013 Yılı Para Politikası", 1-4 ,
<http://www.mahfiegilmez.com/2012/12/tcmbnin-2013-yl-para-politikas.html>
 _____, 2013. Küresel Finans Krizi, 9.Baskı, Remzi Kitabevi, İstanbul, 184s.
 EUROSTAT, Online Veri Tabanı,
http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database
 (23.01.2014).
 EURİBOR-RATES, <http://www.euribor-rates.eu/ecb-refinancing-rate.asp> (27.07.2014).
 FAWLEY, B. W. ve NEELY, J. N., 2013. "Four Stories of Quantitative Easing",
 Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 95(1), ss. 51-88.
 FED (Federal Reserve System), 2007. August 17 Press Release, 1s.
 _____, 2008a. FOMC November Statement, Washington, 1s.
 _____, 2008b. October 6 Press Release, Washington, 2s.

- _____, 2008c. October 22 Press Release, Washington, 1s.
- _____, 2008d. November 5 Press Release, Washington, 1s.
- _____, 2008e. December 16 Press Release, Washington, 1s.
- _____, 2008f. March 16 Press Release, Washington, 1s.
- _____, 2008g. September 19 Press Release, Washington, 1s.
- _____, 2008h. October 21 Press Release, Washington, 1s.
- _____, 2008i. November 25 Press Release, Washington, 1s.
- _____, 2008i. November 25 Press Release, Washington, 1s.
- _____, 2008j. FOMC March Statement,, Washington, 1s.
- _____, 2009a. FOMC March Statement, Washington, 1s.
- _____, 2009b. January 12 Press Release, Washington, 1s.
- _____, 2009c. June 25 Press Release, Washington, 2s.
- _____, 2009d. January 7 Press Release, Washington, 1s.
- _____, 2009e. August 17 Press Release, Washington, 1s.
- _____, 2009f. February 10 Press Release, Washington, 1s.
- _____, 2009g. March 19 Press Release, Washington, 1s.
- _____, 2009h. May 1 Press Release, Washington, 1s.
- _____, 2009i. FOMC August Statement, Washington, 1s.
- _____, 2009i. October 5 Press Release, Washington, 1s.
- _____, 2010a. February 18 Press Release, Washington, 1s.
- _____, 2010b. June 25 Press Release, Washington, 1s.
- _____, 2010c. FOMC November Statement, Washington, 1s.
- _____, 2011a. FOMC August Statement, Washington, 1s.
- _____, 2011b. FOMC June Statement, Washington, 1s.
- _____, 2011c. FOMC September Statement, Washington, 1s.
- _____, 2012a. FOMC January Statement, Washington, 1s.
- _____, 2012b. FOMC January Projections Materials, Washington,5s.
- _____, 2012c. FOMC September Statement, Washington, 1s.
- _____, 2012d. FOMC September Projections Materials, Washington,5s.
- _____, 2012e. FOMC December Statement, Washington, 1s.
- _____, 2012f. FOMC December Projections Materials, Washington,5s.
- _____, 2013a. Transcript of Chairman Bernanke’s Press Conference, Washington, 28s.
- _____, 2013b. FOMC December Statement, Washington, 1s.
- _____, 2014a. FOMC March Statement, Washington, Washington, 2s.
- _____, 2014b. Transcript of Chair Yellen’s Press Conference, Washington, 23s.
- _____, 2014c. FOMC March Projections Materials, Washington,5s.
- _____, 2014d. How the Federal Reserve’s Large-Scale Asset Purchases (LSAPs) Influence Mortgage-Backed Securities (MBS) Yields and U.S. Mortgage Rates, Washington, 42s.
- _____, <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reservereq.htm> (15.04.2014).
- _____, http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/ior_2008.htm (16.04.2014).
- _____, http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_amlf.htm (15.05.2014).
- _____, http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_cpff.htm (22.05.2014).
- _____, http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_mmiff.htm (26.05.2014).
- _____, http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_talf.htm (06.06.2014).
- _____, http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_aig.htm (11.06.2014).
- _____, http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_liquidityswaps.htm(14.06.2014).

- FEDERAL RESERVE BANK OF CLEVELAND, 2010. Monetary Policy in a World with Interest on Reserves, Cleveland, 5s.
- FEDERAL RESERVE BANK OF DALLAS, 2008. On the Effectiveness of the Federal Reserve's New Liquidity Facilities, Dallas, 30s.
- _____, 2011. Did the Commercial Paper Funding Facility Prevent a Great Depression Style Money Market Meltdown?, Dallas, 38s.
- FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK, 2008. Commercial Paper Funding Facility: Program Terms and Conditions, New York, 1s.
- _____, 2009. Money Market Investor Funding Facility: Program Terms and Conditions, New York, 2s.
- _____, 2009. Money Market Investor Funding Facility: Frequently Asked Questions, New York, 3s.
- _____, 2012. The Fed's Emergency Liquidity Facilities during the Financial Crisis: The PDCF, New York, 5s.
- _____, <http://www.newyorkfed.org/markets/omo/dmm/fedfundsdata.cfm> (31.03.2014).
- _____, <http://newyorkfed.org/aboutthefed/aig/index.html> (11.06.2014).
- FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS, 2013. "Four Stories of Quantitative Easing", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 95(1), ss. 51-88.
- _____, 2014. Lessons from the Taper Tantrum, St. Louis, 2s.
- FLEMING, M. J., HRUNG, W. ve KEANE, F.M., 2009. "The Term Securities Lending Facility: Origin, Design, and Effects", Current Issues in Economics and Finance, 15(2), ss. 1-11.
- _____, 2010. "Repo Market Effects of the TSLF", Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, 1-37, http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr426.pdf (04.05.2014).
- FINANCIAL TIMES BLOGS, <http://blogs.ft.com/gavyndavies/2014/09/04/so-is-this-finally-qe-from-the-ecb> (28.11.2014).
- FRBSF (Federal Reserve Bank of San Francisco), 2009. The Fed's Monetary Policy Response to the Current Crisis, San Francisco, 3s.
- _____, 2012. The Federal Reserve's Unconventional Policies, San Francisco, 9s.
- _____, 2013. Why Did the Federal Reserve Start Paying interest on Reserve Balances Held on Deposit at the Fed?, San Francisco, 8s.
- FULCRUM, 2013. Understanding the ECB's monetary policy, New York, 8s.
- GOLDSTEIN, M., KAMINSKY, L. ve REINHART, C., 2000. Finansal Kırılganlığın Ölçümü, Çev : Z. D. Yıldıztan, Derin Yayınevi, İstanbul, 165s.
- GLOBAL-RATES, <http://www.global-rates.com/interest-rates/central-banks/central-bank-america/fed-interest-rate.aspx> (14.01.2014).
- GF (Gail Fosler), <http://www.gailfosler.com/fed-tapering-alone-doesnt-raise-interest-rates> (24.06.2014).
- GUGGENHEIMPARTNERS, <http://guggenheimpartners.com/perspectives/media/winning-the-war-in-europe> (17.12.2014).
- IMF (Uluslararası Para Fonu), 2002. "Eye of the Storm: New-Style Crises Prompt Rethink About Prevention and Resolution Measures", Finance & Development, 39(4), ss. 4-7.
- _____, 2010. Fiscal Monitor: Navigating the Fiscal Challenges Ahead, Washington D.C., 89s.

- _____, 2014. “World Economic Outlook Database October 2014”, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/weodata/index.aspx> (28.02.2015).
- INETECONOMICS, <http://ineteconomics.org/blog/money-view/fed-ecb-balance-sheet-update> (23.06.2014).
- İNAL, D. G., 2006. “Türkiye’de Para Politikası Faiz Kararlarının Uzun Dönemli Faizler Üzerindeki Etkisi”, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara.
- KAHN, G. A., 2010. “Monetary Policy under a Corridor Operating Framework”, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, (4.Çeyrek), ss.5-34.
- KANSU, A., 2006. Döviz Kuru Sistemleri Ve Döviz Krizleri Türkiye 1994 ve 2001 Krizleri, Güncel yayıncılık, İstanbul, 233s.
- KARA, A., 2012. “Küresel Finansal Krizde Merkez Bankalarının Bilanço Yönetimi Kapsamında Türkiye Örneği ve Alternatif Yöntemler”, Uzman Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Muhasebe Genel Müdürlüğü, Ankara.
- KEYDER, N. ve ERTUNGA, E., 2012. Para Teori-Politika-Uygulama, 12.Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 594s.
- KILCI, E. N., 2012. “Finansal Kriz ve Parasal Aktarım Mekanizmasının Avrupa Bölgesi ve Bankacılık Sektörü Açısından Değerlendirilmesi”, 21. Yüzyılda Eğitim ve Toplum, 1(2), ss. 151-176.
- KILIÇ, C. ve BAYAR, Y., 2012. “Euro Bölgesi Borç Krizinin Türkiye Ekonomisi’ne Olası Yansımaları Üzerine Bir Değerlendirme”, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi, 1(2), ss. 53-70.
- KİBRİTÇİOĞLU, A., 2001. “Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001”, Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı, 1-18, https://www.academia.edu/184091/Turkiyede_Ekonomik_Krizler_ve_Hukumetler_1969-2001 (09.12.2013).
- _____, 2011. “2006-2011 Küresel Ekonomik Krizinin Bileşenleri Ve Karmaşıklığı”, 1-8, http://mpa.ub.uni-muenchen.de/33515/1/MPRA_paper_33515.pdf (15.01.2014).
- KIMBROUGH, K., ADRIAN, T. ve MARCHIONI, D., 2011. “The Federal Reserve’s Commercial Paper Funding Facility”, FRBNY Economic Policy Review, 17(1), ss. 25-39.
- KLAGGE, M. J. ve FLEMING, M. J., 2010. The Federal Reserve’s Foreign Exchange Swap Lines”, Current Issues in Economics and Finance, 16(4), ss. 1-7.
- KOCADAĞ, S., 2010. “Ekonomik Krizlerle Mücadelede Maliye Politikasının Rolü: Türkiye’de 1980 Sonrası Döneme Yönelik Bir İnceleme”, Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- KOÇYİĞİT, D., 2009. “Olağan Ve Olağan Dışı Durumlarda Kullanılan Para Politikası Araçları Ve Likidite Yönetim Stratejileri”, Uzman Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- KOZİCKİ, S., SANTOR, E. ve SUCHANEK, L., 2011. “Unconventional Monetary Policy: The International Experience with Central Bank Asset Purchases” Bank of Canada Review ss. 13-25.
- KÖSE, Y. ve KARABACAK, H., 2011. “Yunanistan Ekonomik Krizi: Nedenleri, Etkileri ve Alınan Tedbirlere İlişkin Bir Değerlendirme”, Maliye Dergisi , (160), ss. 289-306.
- KRUGMAN, P., 1998. “What happened to Asia?”, 1-14, <http://web.mit.edu/krugman/www/disinter.html> (23.12.2013).

- KURAN, İ., 2006. “Türkiye’de Ekonomik Krizler ve İstikrar Programları (1980-2005), Yüksek Lisans Tezi, Harran Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Şanlıurfa.
- KÜÇÜKAKSOY, İ., 2006. “Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Kriz Etkisi: 1990-2004 Yılları Türkiye Uygulaması”, Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- LABONTE, M., 2014a. “Monetary Policy and the Federal Reserve: Current Policy and Conditions”, Congressional Research Service Report for Congress, 1-19, <http://www.fas.org/sgp/crs/misc/RL30354.pdf> (08.04.2014).
- _____, 2014b. “Federal Reserve: Unconventional Monetary Policy Options”, Congressional Research Service Report for Congress, 1-33, <http://fas.org/sgp/crs/misc/R42962.pdf> (04.07.2014).
- LEVY Economics Institute, 2011. \$29,000,000,000,000: A Detailed Look at the Fed’s Bailout by Funding Facility and Recipient, New York, 35s.
- LOÏSEL, O. ve MÉSONNIER, J. S., 2009. “Unconventional Monetary Policy Measures in Response to the Crisis”, Banque-France Current issues, (1), ss.1-13.
- MACROBLOG, <http://www.macroblog.typepad.com/macroblog/2008/10/mmmf-and-amlf-a.html> (15.05.2014).
- MERİÇ, M. ve ATSAN, E., 2013. “Gelişmiş Ülkelerde Ve Avrupa Birliği’nde Borç Krizinin Etkileri Ve Çözüm Yolları”, Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, (15), ss. 148-166.
- MİSHKİN, F. S., 1999. “Lessons from the Asian Crisis”, NBER Working Paper Series, 1-24, <http://www.nber.org/papers/w7102> (09.12.2013).
- _____, 2006. Para, Bankacılık ve Finansal Piyasalar İktisadı, 8.Baskı, Çev :N.Engin, S.Şahin, S. Çicek ve Ç. Boz, Akademi Yayıncılık, Ankara.
- MORGAN, P., 2009. “The Role and Effectiveness of Unconventional Monetary Policy”, Asian Development Bank Institute Working Paper Series, 1-30, <http://www.adbi.org/files/2009.11.11.wp163.role.unconventional.monetary.policy.pdf> (18.03.2014).
- MUNDACA, G., 2003. “Currency And Financial Crises”, Department of Economics, University of Oslo, 1-10, <http://hpi.uw.hu/pdf/Lecture1-Fudan.pdf> (23.12.2013).
- NRI, 2009. Perspective of Unconventional Monetary Policy, Tokyo, 12s.
- ORHAN, O. Z. ve ERDOĞAN, S., 2005. Para Politikası, 1.Baskı, Avcı Ofset, İstanbul, 416s.
- OPIELA, T. P., 2004. “Was There An Implicit Full Guarantee At Financial Institutions in Thailand? Evidence of Risk Pricing By Depositors”, Journal of Comparative Economics 32 (2004), ss. 519-541.
- ÖCAL, T. ve ÇOLAK, Ö. F., 1999. Finansal Sistem ve Bankalar, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 292s.
- ÖNDER, T., 2005. “Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması”, Uzman Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- ÖZATAY, F., 2013a. Finansal Krizler ve Türkiye, 4.Baskı, Doğan Kitap, İstanbul, 239s.
- _____, 2013b. Parasal İktisat Kuram ve Politika, 3.Baskı, Efil Yayınevi, Ankara, 594s.
- ÖZEL, S., 2008. Global Dengesizliklerin Dengesi, Alfa Yayınları, İstanbul, 292 s.
- ÖZER, M., 1999. Finansal Krizler, Piyasa Başarısızlıkları ve Finansal İstikrarı Sağlamaya Yönelik Politikalar, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No 1096, Eskişehir, 205s.

- PAYA, M., 2007. Para Teorisi ve Para Politikası, 4.Baskı, Filiz Kitabevi, İstanbul, 418s.
- PERERA, R. A. A., 2010. “Monetary Policy In Turbulent Times: Impact Of Unconventional Monetary Policies”, Central Bank of Sri Lanka International Research Conference,1-68, http://www.cbsl.gov.lk/pics_n_docs/10_pub/_docs/IRC/2010/Unconventional_Monetary_Policies_Full.pdf (18.03.2014).
- SELİMOV, V., 2003. ”Teorik Kriz Modelleri”, 1-28, <http://www.geocities.ws/rashfor2000/Teorik.pdf> (22.12.2013).
- SEREL, A. ve BAYIR, M., 2013. “2008 Finansal Krizinde Para Politikası Uygulamaları: Türkiye Örneği”, Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, (19), ss.59-80.
- SEREL, A. ve Özkurt, İ. C., 2014. “Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez”, Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, (22), ss.56-70.
- SEYİDOĞLU, H., 1999. Uluslar Arası İktisat, 13.Baskı, Güzem Can Yayınları, İstanbul, 764 s.
- SZCZERBOWICZ, U., 2013. “The Ecb Unconventional Monetary Policies: Have They Lowered Market Borrowing Costs For Banks And Governments?, European Summer Symposium In International Macroeconomics (Essim) 2013, İzmir, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, ss.1-43.
- SÖZER, Ç., 2013. “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikalarının Banka Bilançolarına Etkisi”, Yüksek Lisans Tezi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- ŞİŞMAN, M., 2006. “Parasal Kriz Teorileri ve Gelişmekte Olan Ülkeler”, Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi, 21(1), ss. 15-35.
- TALASLI, İ. A., 2012. “Türkiye’de Bankacılık Sistemi Zorunlu Karşılık Yönetimi”, Uzman Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- T. C. BAŞBAKANLIK AVRUPA BİRLİĞİ GENEL SEKRETERLİĞİ, 2011. Avrupa Birliği’nde Küresel Finansal Krize Karşı Alınan Önlemler ve Birliğin Rekabet Gücünün Arttırılmasına Yönelik Girişimler: “Euro Rekabet Paketi ”, Ankara, 38s.
- TCMB (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası), 2004. Açık Piyasa İşlemleri Uygulama Talimatı, Ankara, 57s.
- _____, 2009a. Para Politikası, Parasal Büyüklükler ve Küresel Mali Kriz Sonrası Gelişmeler, Ankara, 25s.
- _____, 2009b. Küresel Kriz, Etkileri ve Para Politikası Uygulamaları, Ankara, 25s.
- _____, 2010a. Yıllık Rapor 2009, Ankara, 150s.
- _____, 2010b. Adana Sanayi Odası Sunumu, Ankara, 57s.
- _____, 2010c. Para Politikası Çıkış Stratejisi, Ankara, 11s.
- _____, 2010d. 2011 Yılı Para ve Kur Politikası, Ankara, 30s.
- _____, 2010e. Konya Sanayi Odası Sunumu, Ankara, 61s.
- _____, 2011a. Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri, Ankara, 10s.
- _____, 2011b. 2012 Yılı Para ve Kur Politikası, Ankara, 18s.
- _____, 2011c. 25 Temmuz Zorunlu Karşılıklara İlişkin Duyurusu, Ankara, 1s.
- _____, 2011d. Askon Değerlendirme Toplantısı, Ankara, 57s.
- _____, 2012a. 2013 Yılı Para ve Kur Politikası, Ankara, 37s.
- _____, 2012b. Haziran 2012 Bülten, Ankara, 6s.
- _____, 2012c. Aralık 2012 Bülten, Ankara, 6s.

- _____, 2012d. Küresel Kriz Sonrası Para Politikası, Ankara, 25s.
- _____, 2012e. Eylül 2012 Bülten, Ankara, 6s.
- _____, 2012f. Ekonomik Görünüm ve Para Politikası 3 Ocak Teknik Sunum, Ankara, 63s.
- _____, 2012g. Rezerv Opsiyonu Mekanizması, Ankara, 14s.
- _____, 2012h. Ek Parasal Sıkılaştırma'nın Döviz Kurları Üzerindeki Etkisi, Ankara, 10s.
- _____, 2012i. İletişim Politikası ve Enflasyon Beklentileri, Ankara, 9s.
- _____, 2013a. Faiz Koridoru Bir Makro İhtiyati Araç Olabilir mi?, Ankara, 16s.
- _____, 2013b. Aralık 2013 Bülten, Ankara, 6s.
- _____, 2013c. Para, Ödeme Sistemleri ve İletişim, Ankara, 7s.
- _____, 2013d. Enflasyon Raporu 2013-IV, Ankara, 138s.
- _____, 2013e. Enflasyon ve Fiyat İstikrarı, Ankara, 26s.
- _____, 2013f. Parasal Aktarım Mekanizması, Ankara, 17s.
- _____, 2013g. Enflasyon Raporu 2013-II, Ankara, 144s.
- _____, 2013h. Türkiye İçin Makul Kredi Büyüme Oranı Ne Olmalı?, Ankara, 13s.
- _____, 2013i. Yıllık Rapor 2012, Ankara, 140s.
- _____, 2013j. 24 Aralık Zorunlu Karşılıklara İlişkin Duyurusu, Ankara, 2s.
- _____, 2013k. Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Kur Oynaklığı, Ankara, 8s.
- _____, 2013l. Enflasyon Raporu 2013-III, Ankara, 140s.
- _____, 2013m. Finansal İstikrar Raporu Kasım 2013, Ankara, 172s.
- _____, 2013n. Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2013, Ankara, 113s.
- _____, Temel Ekonomik Gelişmeler, <http://www.tcmb.gov.tr/> (28.02.2015, 04.02.2015, 05.02.2015).
- _____, 2014a. Türkiye Bankalar Birliği Sunumu, Ankara, 68s.
- _____, 2014b. Plan ve Bütçe Komisyonu Şubat Sunumu, Ankara, 80s.
- _____, 2014c. Ekonomik Görünüm ve Para Politikası Kayseri Sanayi Odası Sunumu, Ankara, 62s.
- _____, 2014d. Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2014, Ankara, 110s.
- _____, 2014e. Bakanlar Kurulu Sunumu Kasım 2014, Ankara, 70s.
- _____, 2014f. 2014 Nisan Enflasyon Raporu Bilgilendirme Toplantısı, Ankara, 14s.
- _____, 2014g. 2014 Temmuz Enflasyon Raporu Bilgilendirme Toplantısı, Ankara, 14s.
- _____, 2014h. Yıllık Rapor 2013, Ankara, 90s.
- _____, 2014i. Plan ve Bütçe Komisyonu Aralık Sunumu, Ankara, 81s.
- _____, 2014j. 2015 Yılı Para ve Kur Politikası, Ankara, 17s.
- _____, 2014k. Enflasyon Raporu 2014-IV(Ekim), Ankara, 91s.
- _____, 2014l. Finansal İstikrar Raporu Kasım, Ankara, 112s.
- _____, 2014m. Enflasyon Raporu 2014-III (Temmuz), Ankara, 99s.
- _____, 2015a. 2015 Ocak Enflasyon Raporu Bilgilendirme Toplantısı, Ankara, 11s.
- _____, 2015b. Enflasyon Raporu 2015-I (Ocak), Ankara, 101s.
- _____, 2015c. Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödenmesi, Ankara, 12s.
- TOKUCU, E., 2010. "Kriz ve Para Politikaları: Para Politikalarının Başarısızlığı Üzerine", Ekonomik Yaklaşım, 21(76), ss. 31-54.
- TRADING ECONOMICS, <http://www.tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi> (06.08.2015).
- TURGUT, A., 2006. "Türleri, Nedenleri ve Göstergeleriyle Finansal Krizler", TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi, 20(4-5), ss. 35-46.

- UYGUN, S., 2011. “Ekonomik Krizlerin Türkiye’nin Dış Ticareti ve Rekabet Gücü Üzerindeki Etkisi”, Yüksek Lisans Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, AfyonKarahisar.
- ÜNSAL, E. M., 2011. Makro İktisat, 9.Baskı, İmaj Yayınevi, Ankara, 734s.
- VALUEWALK, <http://www.valuewalk.com/2014/07/john-mauldin-anne-elks-theory-on-brontosauruses> (19.11.2014).
- VOANEWS, <http://www.voanews.com/content/us-unemployment-drops-to-six-year-low/2591839.html> (06.08.2015).
- VURAL, U., 2013. “Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi”, Uzman Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara.
- YAVUZ, S. Y., 2006. “1990-2002 Yılları Arasındaki Ekonomik Krizlerin Türk Ekonomik Sistemine Etkileri”, Yüksek Lisans Tezi, Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Niğde.
- YAY, G. G., 2001. “1990’lı Yıllardaki Finansal Krizler ve Türkiye Krizi”, Yeni Türkiye Dergisi Ekonomik Kriz Özel Sayısı II, (42), ss. 1234-1248.
- YILDIRTAN, Z.D., 2006. Finansal Krizler, Erken Uyarı Sistemleri, Nobel Kitap Yayınevi, İstanbul, 184s.
- YOSHITOMI, M. ve Shirai S., 2000. “For Policy Recommendations For Preventing Another Capital Account Crisis”, Technical Background Paper, 1-85, <http://www.adbi.org/files/2000.7.7.apf001.capital.account.pdf> (10.12.2013).
- YÖRÜK, M., 2008. “2000 Ve 2001 Yıllarında Türkiye’de Yaşanan Finansal Krizlerin Kamu Maliyesine Etkileri Ve Uygulanan İstikrar Programları”, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- YÜREKLİ, Ö., 2004. “Ekonomik Krizler Açısından Küreselleşme Sürecinin Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerine Etkileri Ve Türkiye Örneği” , Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.

ÖZ GEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Adı – Soyadı : Burak UĞUR
Doğum Yeri ve Tarihi : Nevşehir/ 28.08.1989

Eğitim Durumu

Lisans Öğrenimi : İstanbul Üniversitesi / İktisat Bölümü
Yüksek Lisans Öğrenimi : Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi/
İktisat Bölümü
Doktora Öğrenimi :-
Bildiği Yabancı Diller :İngilizce
Bilimsel Faaliyetleri :Econworld 2014 Prag

İş Deneyimi

Stajlar :-
Projeler :-
Çalıştığı Kurumlar :Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi,
İktisat Bölümü Arş.Gör.

İletişim

E-Posta Adresi : burakugur89@hotmail.com
Tel. : 03442801554
Tarih : Ağustos 2015