



**T.C.
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**YÜKSEK
LİSANS
TEZİ**

**KÜRESEL FİNANSAL KRİZİN
PARA POLİTİKASINDA YARATTIĞI DEĞİŞİM**

MUSTAFA HARUN ATILĞAN

**İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI**

EYLÜL 2016



KÜRESEL FİNANSAL KRİZİN PARA POLİTİKASINDA YARATTIĞI DEĞİŞİM

Mustafa Harun ATILĞAN

**YÜKSEK LİSANS TEZİ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI**

**GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

EYLÜL 2016

Mustafa Harun ATILĖAN tarafından hazırlanan “Küresel Finansal Krizin Para Politikasında Yarattığı Değişim” adlı tez çalışması aşağıdaki jüri tarafından OY BİRLİĞİ ile Gazi Üniversitesi İktisat Anabilim Dalında İktisat Politikası Bilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Danışman: Prof. Dr. Hakan Naim ARDOR

İktisat Anabilim Dalı, Gazi Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum

Başkan : Prof. Dr. Fahriye ÖZTÜRK

İktisat Anabilim Dalı, Gazi Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum

Üye : Prof. Dr. Lütfi ERDEN

İktisat Anabilim Dalı, Hacettepe Üniversitesi

Bu tezin, kapsam ve kalite olarak Yüksek Lisans Tezi olduğunu onaylıyorum

Tez Savunma Tarihi: 09/09/2016

Jüri tarafından kabul edilen bu tezin Yüksek Lisans Tezi olması için gerekli şartları yerine getirdiğini onaylıyorum.

.....
Prof. Dr. Mehmet Akif ÖZER
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü V.

ETİK BEYAN

Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmada;

- Tez için sunduğum verileri, bilgileri ve dökümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi,
- Tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlâk kurallarına uygun olarak sunduğumu ,
- Tez çalışmada yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi,
- Kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı,
- Bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu,

bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim.



Mustafa Harun ATILGAN

09/09/2016

KÜRESEL FİNANSAL KRİZİN PARA POLİTİKASINDA YARATTIĞI DEĞİŞİM
(Yüksek Lisans Tezi)

Mustafa Harun ATILĞAN

GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
Eylül 2016

ÖZET

Bu çalışmada küresel finansal krizin para politikasının amacında ve kullandığı araçlarda yarattığı değişimi göstermek amaçlanmıştır. Bu amaçla dört bölümden oluşan çalışmada öncelikle küresel krizin gelişimi ve para politikasının yaşadığı sorunlar açıklanmakta daha sonraki bölümde ise kriz sürecinde başvurulan ülke uygulamalarına yer verilmektedir. Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin tercihleri farklılık gösterse de genel olarak çoğu ülkenin geleneksel olmayan olarak adlandırılan para politikası uygulamalarına başvurdukları görülmüştür. Türkiye’de yaşanan gelişmelerde ayrı bir başlık altında incelenmiştir. Ayrıca dünyaya örnek teşkil eden ROM uygulaması ve para politikası anlayışı açıklanmaya çalışılmıştır. Son bölüm ise yeni para politikasının nasıl olması gerektiğine ilişkin tartışmalara ayrılmıştır. Makro ihtiyati düzenlemelere ilişkin bilgi verilmekte ve yeni politik anlayıştaki rolü ile olası etkilerine değinilmiştir. Devam eden bu değişim sürecinin değerlendirilmesiyle de çalışma tamamlanmaktadır.

Bilim Kodu : 1119

Anahtar Kelimeler : Küresel finansal kriz, geleneksel olmayan para politikası, miktar genişlemesi, kredi genişlemesi, ROM mekanizması

Sayfa Adedi : 71

Tez Danışmanı : Prof. Dr. Hakan Naim ARDOR

THE CHANGING OF MONETARY POLICY CAUSED BY GLOBAL FINANCIAL CRISIS
(M.S. Thesis)

Mustafa Harun ATILĖAN

GAZİ UNIVERSITY
GRADUATE SCHOOL OF SOCIAL SCIENCES
September 2016

ABSTRACT

The aim of this study is to show the changes in the tools and aims of monetary policy caused by the global financial crisis. This study, which have four sections, firstly explains the progress of financial crisis and problems of monetary policy, and then points out the countries' practices during crisis. Although the choices of both developed and developing countries differ from each other, it's found that most countries implement monetary policies which are called unconventional. Developments in Turkey are examined in a different section. In addition, it is tried to explain the ROM practice which is a worldwide model, and the monetary policy insight. In the last section there are discussions about what the monetary policy should be like. It informs about macroprudential policies and mentions the possible effects and role in the New Normal. The study ends with the evaluation of the ongoing period of change.

Science Kode : 1119

Key Words : Global financial crisis, unconventional monetary policy quantitative
easing , credit easing , ROM mechanism

Page Number : 71

Thesis Advisor : Prof. Dr. Hakan Naim ARDOR

TEŞEKKÜR

Bu çalışmada küresel krize cevap vermede para politikasının yaşadığı sorunlar ve kriz ile birlikte ortaya çıkan finansal istikrar sorununun para politikasında değişime yol açtığı gösterilmiştir. Birden çok hedef ve bu hedefler için birden çok politika enstrümanı içeren yeni para politikası anlayışının gelişiminin de açıklanması amaçlanmıştır. Ayrıca bu çalışma para politikasındaki yeni anlayışa uygun bir teorik altyapı kurulması ihtiyacına da vurgu yapmaktadır.

Bu çalışma sürecince bana olan güveni ve eşsiz yardımları için tez danışmanım Prof. Dr. Hakan Naim ARDOR'a, yazım aşamasındaki görüş ve önerileri için Prof. Dr. Fahriye Öztürk'e ve hayatımda her konuda gücünü ve desteğini arkamda hissettiğim çok değerli aileme teşekkür ediyorum.

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖZET	iv
ABSTRACT.....	v
TEŞEKKÜR	vi
İÇİNDEKİLER	vii
ÇİZELGELERİN LİSTESİ.....	x
ŞEKİLLERİN LİSTESİ	xi
KISALTMALAR.....	xii
GİRİŞ.....	1

1.BÖLÜM

KÜRESEL FİNANSAL KRİZ VE GELENEKSEL PARA POLİTİKASI

1.1.Küresel Finansal Krizin Gelişimi	3
1.2. Geleneksel Para Politikasının Evrimi ve Krize Yaklaşımı.....	5
1.3. Geleneksel Para Politikasının Sorunları.....	8

2.BÖLÜM

GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKASI

2.1.Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları.....	13
2.1.1.Miktar Genişlemesi.....	13
2.1.2.Kredi Genişlemesi	14
2.1.3. Faiz Taahhüdü Politikası	15
2.1.4. Zorunlu Karşılık Uygulaması	16
2.1.5.Faiz Koridoru Uygulaması	18

Sayfa

2.1.6.Diğer Geleneksel Olmayan Politika Araçları	19
2.2. Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamaları.....	20
2.2.1.Kriz Öncesi Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamaları	21
2.2.2.Kriz Sonrası Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamaları	22
2.3.Geleneksel Olmayan Para Politikasının Kriz Sürecindeki Rolü	25

3.BÖLÜM**TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASINDA YAŞANAN DEĞİŞİM**

3.1.TCMB uygulamaları	30
3.1.1. Faiz Koridoru	32
3.1.2. Zorunlu Karşılıklar	32
3.1.2.1.Rezerv opsiyon mekanizması	34
3.1.3.Diğer Politika Araçları	36
3.2.Aktarım Mekanizması.....	37
3.2.1. Araç Değişkenler İle Ara Değişkenler Arası Etkileşim	38
3.2.2. Ara Değişkenler İle Amaç Değişkenler Arası Etkileşim	39
3.3. Genel Değerlendirme	41

4.BÖLÜM**YENİ BİR AMAÇ VE YENİ PARA POLİTİKASI ANLAYIŞI**

4.1.Finansal İstikrar ve Para Politikası	47
4.1.1. Finansal İstikrar Kavramı.....	48
4.1.2. Finansal İstikrarın Sağlanmasında Para Politikasının Rolü.....	50
4.2.Makro İhtiyati Politikalar	53
4.2.1.Makro ihtiyati politika araçları	54

Sayfa

4.2.2. Makro ihtiyati politikalar ve para politikası.....	56
4.3.Yeni Para Politikası Çıkış Stratejisi	59
4.4. Sonuç ve Değerlendirme	62
KAYNAKLAR.....	65
ÖZGEÇMİŞ	71



ÇİZELGELERİN LİSTESİ

Çizelge	Sayfa
Çizelge 2.1. Açık piyasa işlemleri ile miktar genişlemesi arasındaki farklar	14
Çizelge 2.2. Gelişmekte ve gelişmiş ülke ekonomilerinin geleneksel olmayan para politikası tercihleri.....	24
Çizelge 3.1. Türkiye'nin Para Politikası Uygulamaları (2000-2006)	30
Çizelge 3.2. Rezerv opsiyon katsayıları.....	35
Çizelge 3.3. Enflasyon hedeflerinden sapmalar (2010-2014).....	44
Çizelge 4.1. Makroekonomik Politikaların Faaliyet Alanları ve Finansal İstikrara Katkıları	52
Çizelge 4.2. Finansal İstikrarı Sağlayan Kurumlar ve Sorumlulukları.....	58

ŞEKİLLERİN LİSTESİ

Şekil	Sayfa
Şekil 3.1. TCMB'nin Aktarım Mekanizması	40
Şekil 3.2. TCMB'nin Kriz Sonrası Politik Anlayışı	41



KISALTMALAR

Bu çalışmada kullanılmış kısaltmalar, açıklamaları ile birlikte verilmiştir.

Kısaltmalar	Açıklamalar
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BoC	Kanada Merkez Bankası
BoE	İngiltere Merkez Bankası
BoJ	Japonya Merkez Bankası
DTI	Borç/Gelir Oranı
ECB	Avrupa Merkez Bankası
FED	Amerika Merkez Bankası
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IMF	Uluslararası Para Fonu
LTV	Kredi Oranı Tavanı
ROK	Rezerv Opsiyon Katsayısı
ROM	Rezerv Opsiyon Mekanizması
SPK	Sermaye Piyasası Kurumu
TCMB	Türkiye Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
YP	Yabancı Para

GİRİŞ

Amerikan ekonomisinde canlandırma amaçlı yürütülen düşük faiz politikası, 1933 yılından beri yürürlükte olan Glass-Steagall yasasının kaldırılması (1999) ve 2006 yılında çıkarılan bankacılık kanunu ile gevşek bir finansal sistemin oluşumuna neden olunmuştur. Oluşan likidite bolluğu ve kredi patlamasını önlemek için yapılan politika değişikliği ise krize giden süreci başlatmıştır. Kriz sürecinden çıkmak için başta Amerika merkez bankası (FED) olmak üzere birçok ülke merkez bankası yine geleneksel para politikası uygulamasına yönelmiştir. Ancak finansal küreselleşme ve sermaye hareketlerinin oynaklığı parasal aktarım mekanizmasını ciddi ölçüde hasara uğratmıştır. Gerek iç gerekse dış dengeyi sağlamak için para politikasının tek bir araçla sınırlı kalması etkinliğini oldukça azaltmıştır. Geçmiş enflasyon deneyimlerinden kaynaklanan, merkez bankası bağımsızlığına ve fiyat istikrarı hedefine dayanan enflasyon hedeflemesi rejimi politika aracı olarak politika faiz oranı ile beklentileri yönlendirmede ve fiyat istikrarı hedefinde başarılı olsa da fiyat istikrarının sağlanması makroekonomik istikrarı kendiliğinden sağlamamıştır. Küresel krizin ortaya çıkardığı finansal istikrar sorununun geleneksel para politikası ile çözülemeyeceği anlaşılmış birçok ülke para politikası araçlarında çeşitliliğe gitmiştir. Merkez bankalarının fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da gözetmek için en az amaç sayısı kadar araç sayısına sahip olma ihtiyacı politika araçlarında hem çeşitliliğe hem de yeniliğe neden olmuştur. Literatürde esnek enflasyon hedeflemesi olarak da bilinen geleneksel olmayan para politikası uygulamaları bu şekilde ortaya çıkmış ve kullanımı yaygınlaşmıştır.

Bu çalışmada öncelikle küresel finansal krizin gelişimi ve krizden çıkış için uygulanan para politikasının yaşadığı sorunlar teorik altyapıyla birlikte verilerek günümüz geçerliliği gösterilecektir. Daha sonra geleneksel olmayan para politikaları ayrıntılı bir şekilde açıklanacak ve ülke uygulamalarına yer verilecektir. Türkiye'deki geleneksel olmayan para politikası uygulamaları ayrı bir başlık altında incelenecek ve bu alandaki öncü uygulamalar açıklanacaktır.

Yeni bir hedef olarak finansal istikrar sorunu para politikasının karşısında yerini almıştır. Yalnız finansal istikrarı sağlamada geleneksel olmayan para politikasının bu amacı gerçekleştirme başarısı henüz belirsizdir. Makro ihtiyati politikalar olarak adlandırılan finansal düzenlemelerin de katkı sağlayacağı ve para politikasını tamamlayıcı bir fonksiyon üstlenebileceği konusunda da tartışmalar sürmektedir. Yeni para politikasının nihai halini alması için biraz daha zamana ihtiyaç olduğu görülmektedir. Yeni politik anlayışa ilişkin düşüncelerde son bölümde ele alınmakta, sonuç ve genel bir değerlendirme ile çalışma tamamlanmaktadır.



1.BÖLÜM

KÜRESEL FİNANSAL KRİZ VE GELENEKSEL PARA POLİTİKASI

1.1.Küresel Finansal Krizin Gelişimi

Amerikan ekonomisinde 2002-2007 yılları arası yaşanan canlanma sürecinde ve ekonomik çevrimde hem emlak hem de varlık fiyatları başat faktörler olmuştur. 1933'ten beri yürürlükte olan Glass-Steagall yasasının kalkması ise finansal yapının bozulmasında ilk adımı oluşturmuştur. 1929 krizinden sonra çıkarılmış olan bu yasa ile bankaların türev enstrümanları kullanması ve spekülasyon yapması yasaklanmıştır. Bu düzenleme mevduat ve yatırım bankaları ile menkul kıymet şirketlerini birbirinden ayırıyordu. Bu yasanın kalkışı ile mevduat bankaları bilançolarında menkul kıymet tutma hakkına sahip olup yatırım bankacılığı ve menkul kıymet işi yapmaya başlarken, yatırım bankaları ve menkul kıymet şirketleri de mevduat toplayıp kredi vermeye başlamıştır. Bir yandan menkul kıymetleştirme diğer yandan kredi arzının deregülasyonu FED'in genişletici para politikası ile birleşince kredi balonu büyümeye başlamıştır (Vural, 2013).

2000 yılında oluşan teknoloji orjinli krizin (NASDAQ) 2001 yılında en yüksek düzeyine ulaşip patlaması sonucu oluşan iflaslar ve fiyat deflasyonu beklentisi ile faiz indirimlerine gidilmiş 11 Eylül saldırıları ile artan durgunluk tehlikesine karşın hükümet bazı önlemler alma ihtiyacı hissetmiştir. Çünkü 11 Eylül saldırısı ile hava taşımacılığı sekteye uğramış bu da toplam talepte ciddi düşüğe neden olmuştur. Amerika gibi yüzölçümü büyük olan bir ülkede yüz yüze ticaret görüşmeleri yapmak için hava yolları önem arz etmektedir. Hava yollarına duyulan güvensizlik ise ciddi bir sorun oluşturmaktadır. Ekonominin bütününe yayılan bu durgunluk ortamından kurtulmak için hükümetin aldığı başlıca önlemler ise;

- 1) Büyük vergi indirimleri
- 2) Açık finansman ile para arzı artışı

3) Savunma harcamaları ve önemli faiz kesintileri olmuştur (Ritholtz, 2010; 90). Bu politika ile ekonomide ciddi bir kalkış beklentisine girilmiştir.

Amerikan gayrisafi yurt içi hasılasının %70'ini tüketim, tüketim harcamalarının da %70'ini konut sektörü teşkil ediyordu. Bu durumda düşük faizlerle verilen konut kredilerini artırarak krizden çıkmak en uygun yol görüldü. Normal şartlarda olmayacak şekilde aşırı riskli (subprime) krediler verildi. Ayrıca menkul kıymetleştirme (securization) süreciyle krediden gelecek para Golden Sachs gibi aracı kurumlara satılmış ve egzotik (toksik, türevsel) finansal araçlar yaratılmıştır. Oluşturulan bu hedge fonlara mortgage sisteminden para gelmeyince kriz oluşmuştur. 2003 Haziran ayında FED faiz oranı %1'i görmüş ve bir yıl kadar bu olağanüstü seviyede kalmıştır. Yalnız aşırı ucuz para borçlanarak tüketime neden olmuş borç sürüştürmüş ekonomik gelişme ne iş ne de gelir yaratmıştır. Emlak fiyatları rekor kırarken GSYH düşük kalıyor, ücretler ise tabanda yatay seyrediyordu. Çin ve benzeri ülkelerin rezerv tutma ihtiyacı yaratılan dolara talep oluşturmaktadır ve belki de bu süreçte dünyada enflasyon olmamasına katkı sağlamıştır. İstihdam yaratmayan büyüme gerçekleşirken ve ekonomiye verilen kaynaklar yatırım yerine tüketime giderken, borçlar ise yeni borçlarla finansa edilir (Ponzi finansman) hale geliyordu. Sağlıklı olmayan bu ekonomik yapıda Wall-Street ucuz paraya bağımlı hale gelmişti.

2004 yılında FED artan konut fiyatlarının olumsuz etkilerinden kurtulmak ve enflasyonu düşürmek için faiz oranını yükseltme kararı almış, faizler 2006 yılına kadar %5.25'e yükselmiştir. FED'in bu para politikası ise krize giden süreci başlatmıştır. 2006 yılında çıkan Banka İflas Yasası ile de aşırı risk alımına devam ettirilmiştir. 2007 yılında başlayan eşik altı krizi ile önemli aracı kurumların hisselerinde ciddi düşüşler meydana gelmiş ayrıca tarihi bir yatırım bankası olan Lehman Brothers iflas etmiştir (Stiglitz, 2009a, 2009b).

Riski yüksek yatırımlar ve aşırı kaldıraçlı finansal yapı krizin en belirgin özelliği olmuştur. ABD bankalarının risklerini yabancı yatırımcılara aktarması ile kriz tüm dünyaya yayılmıştır. Krize giden süreçte toksik (türevsel) finansal araçları dünyaya yayan ABD kriz sonrası ise bu kez resesyona ihraç etmiştir. Kriz sonrası birçok mali kuruluşu yardım yapılmış bazıları ise satın alınmıştır. Kriz sürecinde yeterli risk değerlemesi yapmayan özel kesimin zararı kamu zararına dönüşmüştür. FED uyguladığı para politikası ise kriz sürecinin yaratılmasında

finansal derelügasyon ile başrolü oynamıştır. Krizi tetikleyen faktör de yine para politikası olmuştur. Krizden çıkış için ise FED'in yeni başkanı Bernanke yine para politikasına yönelmiş, faizleri aşağı doğru çekmiş ve miktar genişlemesine başlamıştır (Williams, 2013).

1.2. Geleneksel Para Politikasının Evrimi ve Krize Yaklaşımı

Paranın ekonomik faaliyetlerdeki rolü hakkındaki düşünceler her dönem değişmiş ve genelde yanlı ve yansız olması konusunda yoğunlaşmıştır. Klasik ve Neo Klasik okul paranın herhangi bir şekilde reel değişkenleri etkilemeyeceğini, paranın sadece malları talep etmek için değişim aracı olarak kullanılabileceğini ileri sürmüşlerdir. Değişim denkleminin söylediği; paranın dolanım hızının sabit olması varsayımı ile para miktarındaki artışın sadece fiyat artışı ile karşılık bulacağı ve denge geliri etkilemeyeceğidir. Faiz oranı ise ödünç verilebilir fonlar piyasasında yatırım tasarruf eşitliğinde reel güçlerce belirleniyordu. Keynes tarafından paranın dolanım hızının en azından kısa dönemde sabit olmayacağı varsayımı ile para ile reel değişkenler arası ilişki tahsis edilmişti. Eksik istihdam dengesi olarak tanımlanan kısa dönem dengede para arzı artışları faiz oranı kanalı ile yatırım harcamalarını uyarabilmekte ve reel değişkenlere ulaşılmaktadır. Parasal aktarım mekanizması ile Neo Keynes anlayış parayı bir politika enstrümanı olabileceğini söylerken, yatırımların faiz esnekliğinin düşük olacağı ve sermayenin marjinal etkinliğinin de belirleyici faktör olması gibi nedenlerle para politikasının sınırlarına da dikkat çekmiştir. 1970'lerde yaşanan petrol krizleri (1973, 1979) ile fiyat artışı ve durgunluğun bir arada görülmesi Keynesyen görüşün karşı saldırıya uğramasına neden olmuştur. Bu saldırının sahibi Monetarist okul ise konjonktürel dalgalanmaların kaynağı olarak gördükleri para arzı artışlarının kontrol altına alınması ve kurallı bir arz artışı gerektiğini belirtmişlerdir. Keynes'in iktisat yazınına soktuğu beklentiler kavramı ise uyarlayıcı beklentiler şeklinde karşılık bulmuş ve kısa dönemde para politikası ile ekonomide daraltıcı ya da genişletici etki yaratılabileceğini söylemişlerdir. Rasyonel beklentilerin ana akım iktisatta kendine yer bulması ile Klasik görüşün modern temsilcisi Yeni Klasik anlayış para politikasının hem kısa hem de uzun dönemde yansız olacağını ancak haber verilmeden yapılacak bir politika değişikliğinin iktisadi ajanlar üzerinde etkili olabileceğini savunmuşlardır. Yine Klasik okulun son temsilcisi olan Reel iş

çevrimi teorisyenleri ise para politikasının uygulanmamasını ve konjonktürel hareketlerin kendi içinde dengesini savunmuşlardır.

Geçmiş enflasyon deneyimleri ülkeleri tek amaç olarak stabil ve düşük enflasyon hedefine yöneltmiştir. Diğer ekonomik faaliyetlerin yerine fiyat istikrarına yoğunlaşılmasının teorik destekçisi ise enflasyon hedeflemesi stratejisini yaratan Yeni Keynes okul olmuştur. Yeni Keynesyen para politikası anlayışı ise rasyonel beklentiler ile Keynes argümanların sentezi ile oluşmuş ve öngörülen politika değişikliklerinin de etkili olabileceğini savunan bir görüş olmuştur. Fiyat istikrarı tek amaç olarak belirlenmekte, merkez bankalarına ise araç bağımsızlığı verilip bu amaca en uygun stratejiyi seçmeleri beklenmektedir.

Fiyat istikrarı sağlamak için kullanılan hâkim strateji olan enflasyon hedeflemesinin üç temel özelliği bulunmaktadır. Bunların ilki sayısal bir enflasyon hedefi ilan etmektir. İkinci olarak hedefe ulaşmak için politik enstrümanları kullanmada kararlılık göstermektir. Son olarak yüksek derecede şeffaflık ve hesapverebilirlik şarttır. Uygulamada katı enflasyon hedeflemesinin yerine başka amaçları da göz önünde bulunduran (büyüme, tam istihdam gibi) daha esnek enflasyon hedeflemesi görülmektedir (Mishkin, 2011) (Chang, 2013).

Fiyat istikrarı ülkelerin hem ödemeler dengesine hem de mali yapısının sürdürülebilirliğine etki etmektedir. Tek hedef olarak belirlenen fiyat istikrarı için ülkeler merkez bankalarına araç bağımsızlığı sağlamakla birlikte bu hedef için tek araç olarak politika faizi kullanılmaktaydı. Açık piyasa işlemleri ile kısa dönem faiz oranları merkez bankalarınca doğrudan kontrol edilebiliyordu. Bu politika temelde iki varsayıma dayanmaktaydı. Bu varsayımlardan ilki para politikasının faiz oranı ve varlık fiyatları üzerinde reel etkileri olsa da parasal toplam üzerinde böyle bir etkiye sahip olmadığıdır. İkinci varsayım ise varlık fiyatları ile faiz oranı arasındaki arbitraj ilişkisidir. Uzun dönem faizler riske göre ayarlanmış kısa dönem faiz oranlarından, varlık fiyatları da riske göre ayarlanmış varlıklara yapılan ödemeler tarafından şekillenecekti. Bu iki varsayım altında cari ve gelecek kısa dönem faizlere etki edilerek ekonomiye yön verilecekti. Şeffaflık ve hesapverebilirlik para politikasının ana temasını oluşturmaktaydı (Blancard, Dell Ariccia ve Mauro 2010).

Küresel krizin baş aktörü olan bankacılık sektörü ve kredi arzı geleneksel çerçeveden kontrol edilebilir görünüyordu. Finansal piyasaların bankacılık dışındaki unsurları göz ardı edilmişti. Banka kredileri başka kredilerle ikame edilemezdi ve rezerv miktarı gereksinimi ile kredi kanalı kontrol edilebilir görünüyordu. Finansal istikrar konusuna fazla önem verilmiyordu çünkü fiyat istikrarı sağlanınca ekonominin tümünün istikrara kavuşacağına inanılıyordu. İstikrarlı olması kadar enflasyon oranının düşük olması da istenilen bir durumdur. Bu yüzden çoğu merkez bankası %2 oranını hedef seçmişti. Yalnız bu kadar düşük bir ortalama enflasyon düşük bir ortalama nominal faiz oranına karşılık gelmekteydi. Bu durumda ekonominin herhangi bir ters şoka karşı genişletici para politikası uygulama alanı kalmıyordu. Büyük depresyondaki düşük nominal faiz, depresyon durumunda karşı karşıya kalınan likidite tuzağı durumu ve 1990'larda Japonya'nın yaşadığı tecrübe göz ardı edilmiş görülmüyordu.

Hedef olarak ölçümlerde kullanılan çekirdek enflasyon ise daha çok yapışkan fiyatlardan oluşmaktaydı. Emlak ve enerji fiyatları bu endekse dahil değildi. Kriz başladığında fiyatlar stabil görünmekteydi, ama emlak fiyatları önce hızlı bir yükseliş yaşamış daha sonra FED'in faiz indirimleri ile düşüşe geçmiştir. Çıktı ve enflasyon düzeyi istikrarlı olmasına karşın varlık fiyatları ve kredi miktarındaki büyük artışlar ekonomideki tüketim miktarının arzu edilmeyen düzeylere ulaştığının göstergesidir. Çıktı istikrarlı olsa da bileşiminde değişiklik meydana gelmiştir. Ayrıca çıktı ve fiyat istikrarı ilişkisi de bozulmuştur. Para politikası fiyat istikrarını sağlayınca çıktı açığının yani fiili ve potansiyel çıktı farkının sıfır olması bekleniyordu. Fakat kriz sürecinde fiyatlar stabil durumda iken çıktı açığı oluşmuştur. Bu durumu iki şekilde açıklayabiliriz. Ya potansiyel çıktı fiili çıktı kadar azaldı ve çıktı açığı küçük kaldı, böylece enflasyon baskısı yaratılmamış oldu ya da enflasyon ve çıktı boşluğu ilişkisi koptu. İlk görüşü açıklarsak sektörel balonların fiili çıktıyı kriz öncesinde potansiyel çıktı üzerine taşıdığını bu yüzden kriz sonrası çıktı açığının küçük kaldığını söyleyebiliriz. Yalnız bu da kriz sonrası yaşanan yüksek oranlı işsizliği açıklayamamıza neden olur. Diğer açıklamada ise çıktı açığı ve enflasyon arası ilişkinin değişmiş olması iki faktöre bağlıdır. Bunlardan ilki para politikasının fiyat istikrarında sağladığı başarının politikanın kredibilitasını artırması ve çıktı açığı oluşurken fiyatların bu şekilde istikrarlı kalabilmesidir.

Diğer faktör ve belki de en önemli neden ise çıktı açığı ve fiyat istikrarı arasındaki ilişkinin zayıflamasıdır (Blachard ve diğerleri, 2010).

Kriz sırasında karşılaşılan finansal istikrar sorunu için merkez bankasının sadece politika faizini kullanması yetmez. Para politikasının dayandığı teorik çerçeve balonları öngörmemiştir. Dolayısıyla oluşan fiyat balonlarına önlem alınması söz konusu olmamıştır. Kaldıraç oranlarını, kredi toplamlarını ve varlık fiyatlarını tek başına politika faizi düzenleyemez. Fiyat istikrarı için yapılan faiz düzenlemeleri ani sermaye çıkışlarına ve ödemeler dengesi sorunlarına neden olabilir. Ekonomide sağlanan fiyat istikrarı da finansal istikrarın bozulmasına neden olabilmektedir. İstikrarlı bir ekonomide beklentilerin olumlu seyretmesi kredilerin ve tüketimin aşırı genişlemesiyle sonuçlanabilir. Yurtdışı kredilerde artış gösterebilir. Yine teknolojinin gelişmesi ve iş gücü piyasasındaki gelişmelerde kârlılık oranı ve beklentileri olumlu etkileyebilir. Yüksek bir kredibiliteye sahip para politikası uzun vadeli sözleşmelerin yapılmasını mümkün kılmakta bu da rijit durumda olan ücret ve fiyatlarda yüksek oranda bir artışa neden olmaktadır. Bu durum da geleceğe yönelik belirsizlikleri azaltarak varlık talebini, fiyatlarını arttıracığı düşünülebilir. Böylece borçlanma ve borç verme isteği artar. Ayrıca hedefe ulaşıldığı düşüncesiyle sıkı politikalardan taviz verilmesi bu kredilerde genişletici etki yaratabilir (Tokucu, 2010). Başka bir deyişle fiyat istikrarı sağlandığı bir durumda ekonominin tümü için istikrar beklemek bir yana finansal istikrar sorununun çıkma olasılığı ile karşılaşılabilmektedir.

Özetlersek hem piyasa oyuncularının hem de politika yapımcılarının krizi yanlış değerlendirmesi ve buna yol açan teorik çerçevenin yetersizliği krizin bulaşıcılığına, global çapta etkisinin büyük ve derin olmasına katkı sağlamıştır.

1.3. Geleneksel Para Politikasının Sorunları

Geleneksel para politikasının başarılı olamaması hem modelin teorik yönüyle hem de politika araçları ile finansal ve reel piyasalardaki gelişmeler arasındaki uyumsuzluktan kaynaklanmaktadır. Teorik olarak para politikası modelinde tek hedef olarak fiyat istikrarı görülmekte, düşük ve istikrarlı bir enflasyon ortamında hem ekonominin geneline istikrar geleceğine hem de paranın kendinden beklenen temel fonksiyonları rahatça yerine

getireceğine inanılıyordu. Buna karşın kriz bize varlık fiyatlarında meydana gelen değişimin fiyatlar genel düzeyinde önemli bir değişmeye yol açmaksızın çıktı üzerinde etkili olabileceğini göstermiştir. Çünkü varlık fiyatları enflasyon ölçümlerine dahil edilmez, ayrıca varlık fiyatlarındaki artışa neden olan banka kredileri küreselleşen dünyada yurtdışından fonlanabilmektedir. İktisadi birimlerde varlık fiyatlarındaki bu artışa güvenerek ve borçlanarak yeni varlık alımını sürdürebilmektedir. Refah etkisi olarak adlandırabileceğimiz tüketim ve yatırım etkileri bu şekilde oluşarak çıktıyı değiştirebilmektedir. Daha önce bahsettiğimiz çıktı açığı ve enflasyon arasındaki ilişkinin zayıflaması böylece gerçekleşmiş olmaktadır. Merkez bankaları ise varlık fiyatlarına müdahale etmemekte böyle bir müdahalenin piyasaya yapılmış olacağı ve ekonominin geneline etki edecek bir uygulama olarak algılanacağı için sıcak bakmamaktadır. Genelde ahlaki bozulmaya (moral hazard) neden olarak görüldüğü için hoş karşılanmayan varlık fiyatlarındaki artışın engellenmesi yerine balon patladıktan sonra yatırımcıların ve riskli kredi veren kurumların kurtarılması amacıyla piyasa likidite sağlanması yolu seçilmekte ve bu yol taraf bulmaktadır. (Greenspan doktrini)

IS-LM modelinde tüketim harcanabilir gelirin yanı sıra güvenin, yatırım ise faiz oranının yanında risk priminin fonksiyonuydu. Kriz ile birlikte güvenin azalması ve risk priminin artması IS eğrisinin iki kez sola kaymasına neden olmuştur. Krize karşı yeniden geleneksel para politikasına başvurulması ve yapılan genişletici operasyonlar faiz oranının sıfır düzeyine inmesine ve ekonominin likidite tuzağına yakalanmasına yol açmıştır. Bu duruma ulaşıldığında ülkeler geleneksel yolun sınırlarını görüp geleneksel olmayan yöntemlere yönelmişlerdir. Güvenin azaldığı ve risk priminin arttığı bir ortamda uygulanan genişletici para politikası beklenen canlandırıcı etkiyi sağlayamamıştır.

Finansal piyasalardaki gelişmelerde aktarım mekanizmasını hasara uğratmıştır. Türev piyasalar farklı faiz oranına sahip varlıklar arasında ikame olanağı sağlamakta ve faizlerin harcamalar üzerindeki etkisini kısıtlamaktadır. Banka kredilerinin diğer kredi kaynaklarıyla ikame edilebilir hale gelmesi de kredi kanalını zayıflatmaktadır. Kısaca türev araçlar faiz kanalını, finansal piyasalardaki araç ve kurum sayısındaki artış ile krediye alternatif ürünlerin işlem görmesi de kredi kanalını engellemektedir. Derinleşen finansal piyasalar bir

yandan, bankaların kendi aralarında hesaplarını denkleştirme imkanı sunan menkul kıymetleştirme faaliyetleri diğer yandan, bankaların merkez bankalarına olan bağımlılığını azaltmaktadır. Merkez bankalarının böylece faiz oranı ile bankalar üzerinde kurmak istediği kontrol yeteneği azalmıştır.

Para politikasının krizi anlamada ve öngörmeye karşı karşıya kaldığı güçlükler aslında teorik altyapıdan kaynaklanmaktadır. Makroekonominin krizi öngörememesi ve kriz sonrası uygulanacak politikalara iyi bir rehber olamaması kriz sonrası süreçte sorgulanmasının en önemli nedeni olmuştur. Kriz öncesi en önemli makro politika olarak görülen para politikası kriz ile birlikte yine devreye sokulmuş yalnız beklenen canlanmayı gerçekleştirememiştir. Yüksek borçluluk oranları tüketim üzerinde ters etkilere neden olmakta aynı şekilde kredi mevcudiyeti ve belirsizlik gibi faktörlerde yatırım üzerinde ters etkiler yaratmaktaydı. Standart makroekonomik modellerde ise kredi mevcudiyeti, risk ve ters risk yer almamaktadır. Yatırımların faize esnekliğinin yüksek olduğu bir durumda para arzı artışı ile uzun dönem faizleri düşürmenin yatırımlar üzerinde olumlu etki yaratabileceği düşünülse bile borç verenlerin gelirleri büyük ölçüde uzun dönem sabit faizli bono, tahvil gibi yatırım araçlarına bağlı olduğu için negatif etki yaratılmış olacaktır. Oluşan negatif reel faiz ve getiri hane halkından mal üreticilerine dağıtım etkisi yaratmakta bir yandan da hem tüketim hem de yatırım düşüşü ile toplam talebi olumsuz etkilemektedir. Barro-Ricardo hipotezine göre gelecekte karşılaşılabilecek sermaye kayıplarının artması uzun dönem bono fiyatlarını artırmakta, uzun dönem faiz düşüşü ile gelecek gelirden meydana gelecek azalmada bugünkü tüketimde azalmaya yol açmaktaydı. Yine standart model varsayımlarından hareketle faiz oranının azalması sermaye yoğun tekniklere yatırımı teşvik etmektedir. Ücretler aşağı doğru yapışkan olduğu için sermayenin maliyeti kadar azalmayacaktır. Sonuçta istihdam azalacak ve işsizlik artacaktır. Böylece uygulanan genişletici para politikası istihdam yaratmayan bir büyüme süreci oluşturmuştur. İstihdam yaratmayan bu büyüme ile zayıflayan emek talebi, tüketimi ve toplam talebi daha da düşürerek gelirleri iyice bozmuştur. Daraltıcı bir politika uygulansa olumlu bir netice verebilirdi yargısına da ulaşmak yanlış olacaktır. Anlaşılması gereken başka makro politikalar ile birlikte hareket edilmesi gerekliliği ve sadece para politikasının kriz sonrası toparlanmayı sağlayamadığıdır. Stiglitz'e göre standart sunum

modelleri eksik ve asimetrik bilgiyi, oyun teorisinin anlayışını ve davranış iktisadını göz ardı etmekte ve çoğu olayı açıklamakta yetersiz kalmaktadır (Stiglitz, 2011).

Makroekonomi geleneksel politikaların sınırlarını daraltmış günümüz geçerliliğini önemli ölçüde kısıtlamıştır. Ekonomik birimlerin maliyetlerini, dışsallıkları, açık veya örtük teşvikleri, finansal kurumların aşırı risk alma ve kısa vadeli davranışlara yönelmesinde teşvik yapısının oynadığı rolü biz sunum modelleri ile anlayamayız. Günümüz geçerliliği olmayan mikro modellere dayalı makro davranışlardan hareket edilemez.

Lucas Kritiği Üzerine

Standart sunum modelleri rasyonel beklentilere güvenmektedir. Yalnız rasyonel beklentiler mortgage sistemini, menkulkiymetleştirmeyi ve dağıtım etkilerini öngörmez. Rasyonel beklentiler asimetrik bilgiyi yoksayar. Veri politika değişiklikleri kişilerin beklentileri ile açıklanabilir. Politika değişikliğine ilişkin beklentiler ekonomik birimlerin davranışını etkileyebilmektedir (Beker, 2012). Devletin davranışları modelde dışsal kabul edilir. Ancak devlette sistemin bir oyuncusu olarak görülmelidir. Hem davranışları hem de beklentileri ile iktisadi birimleri etkilemekte aynı zamanda onlardan etkilenmektedir.

Standart modeller sermayenin ani duruşuna karşı da bir önlem önermemektedir. Riskin dış bükey olarak görülmemesi ve çeşitlendirilmesi finansal kırılganlığı arttırmaktadır. Yine kredi ve likidite arasındaki ayırım anlaşılmadığından para politikasının hareket alanı belirsiz görülmektedir. Gölge bankacılık sektörü ve bankacılık sektöründen bu sektöre olan geçişlerde açıklanamamaktadır. Borç stoku ve faizlerdeki değişmelerde içsel değişkenlere bağlanmaktadır. Para arzı yaratmada finansal sektörün gevşetilmesi gelir ve üretim değil varlık değiş tokuşu yaratmıştır. Kredi arzının ıskalanması para politikasının etkinliğini kaybetmesine neden olmuştur. Kredi mevcudiyeti krizin merkezinde yer alırken standart teoriler günümüz krizini şekillendiren likidite yerine paraya odaklanmaktaydı. Dış dengenin sermayenin aşırı oynaklığının yarattığı risklerle karşılaşması ve döviz kuru istikrarsızlığının enflasyona yol açabilme riski döviz kuru müdahalelerinin para politikasının yanında uygulanması ihtiyacı doğurmuştur.

Makro temeldeki yanlışlıklar

Standart modellerde verimlilikten kaynaklananlar hariç şoklar dışsaldır. Oysa günümüz krizlerinde ekonomik dalgalanmaların kaynağı içseldir ve kredi arzıdır. Monetarist ve Neo-Keynes ayrım IS/LM esnekliklerine ve toplam talep yönetimine odaklıydı. Monetaristler uzun dönem sonuçlara yoğunlaşırken Yeni Klasikler ve Reel iş çevrimi teorisyenleri aynı temayı yeni araçlarla matematiksel modeller kurarak irdelemişlerdir. Dinamik stokastik genel denge modeli ise kısa dönem dalgalanmaları eksik rekabet ve sabit fiyatlar/ücretler varsayımlarıyla ele almıştır. Parasal bozukluklar ekonomik dalgalanmaların nedeni değil eksik bilgi, katı ücret ile fiyatların yani reel bozuklukların ve dengesizliklerin sonucudur (Woodford, 2009). Ama dinamik stokastik genel denge modeli de eksiklikler içermektedir. Bu modelde finansal kesimi iyi modelleyememiş ayrıca kısa dönem sektörel nispi fiyat yapısı değişikliklerine yer vermemiştir.

Banka ve firmaların varlık yapısındaki değişimler ekonomideki dalgalanmaların temelini oluşturmakta, faiz oranı kanalı ile tüketicilere ve firmalara etki edilememektedir. Dolayısıyla yatırım faiz ilişkisi zayıflamıştır. Fiyat ve ücretlerin aşağı doğru yapışkanlığı, eksik rekabetçi piyasalar ve global daralma yavaş toparlanmaya neden olmaktadır. Kriz öncesi süreç bize entegrasyonların ve dışa açıklığın risk bulaşıcılığını arttırdığını ve finansal derelügasyonun ülkelerin dışa açıklık derecesi arttıkça finansal istikrarı tehdit ettiğini göstermiştir. Finansal entegrasyon bir yandan daha düşük ekonomik performansa neden olurken diğer yandan da risk sistemini genişletmiştir. Finansal sistemde meydana gelen değişimler bilginin niteliğini bozmuş bu bozulma ise bankalardan piyasalara etki etmiştir. Kredi ve varlık piyasasını içermeyen modeller ile bu durumda çözüm bulunamaz. Keza finansal sistemdeki değişmelerin kredi sistemini olumsuz etkilemesi bankaların varlık yapılarını düzeltmede zorluk çekmelerine yol açmaktadır.

2.BÖLÜM

GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKASI

Kriz sonrasında normal koşullarda çalışan parasal aktarım mekanizması etkinliğini kaybetmiş, krizden çıkış için yine geleneksel para politikasını izleyen ve politika faizini kullanan ülkeler bir sonuç alamamıştır. Böylece merkez bankaları para politikalarını yeniden gözden geçirme ihtiyacı duymuşlardır. Normal olmayan dönemlerde politika faizi ile merkez bankasının amaçlarına ulaşamamasının iki önemli sebebi bulunmaktadır. Bunlardan ilkinde güçlü ekonomik şoklarda faiz oranı sıfır düzeyine inebilmekte ve bu düzeye gelince geleneksel para politikasının hareket alanı kalmamakta, buna karşın geleneksel olmayan para politikası araçları etkili olabilmektedir. Yine parasal aktarım mekanizması ciddi zarara uğrasa bile geleneksel olmayan para politikası araçları çalışmaktadır. Merkez bankalarına bu durumda iki yol kalmaktadır; ya faiz oranlarında normalde yaptıklarından daha fazla indirim gidecekler ya da geleneksel olmayan para politikası araçları ile doğrudan aktarma sürecinde yer alacaklardır (Vural, 2013). Geleneksel para politikası tıkandığında merkez bankaları kriz sonrası sıfır altı faiz oranlarını gördükten sonra üç yol izlemişlerdir. Bunlardan ilki uzun vadeli ortalama faiz beklentilerini etkilemektir. Diğer yol merkez bankası bilançosunun kompozisyonunu değiştirmek olmuştur. Bu yolda varlık alımları ile görece varlık arzlarını değiştirerek varlık fiyatlarında değişiklik yaratılır. Özel finansal araçlara ait varlıklar alınarak bu varlık piyasalarında likidite arttırılırken merkez bankası bilançosu riskli bir yapıya kavuşur. Son olarak merkez bankası bilançosu büyüklüğünü genişletmekte, yükümlülük tarafında aşırı rezerv oluşturmaktadır (Perera, 2010). Para piyasasındaki bu olağanüstü durum geleneksel olmayan para politikasının uygulanmasını gerekli kılmıştır.

2.1.Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları

2.1.1.Miktar Genişlemesi

Faiz oranlarında daha fazla indirim gidip piyasaya likidite sağlama olanağı kalmayınca merkez bankaları piyasalara fon sağlamak için başka yollara yönelmişlerdir. Paranın fiyatı olan faiz yerine miktarını araç olarak kullanmaya başlamışlardır. Miktar genişlemesi denen

bu uygulamada para basmak suretiyle merkez bankalarınca devlet kağıtları ile özel kesim kağıtları alınarak bu varlıkların fiyatlarında artış meydana getirilirken getirileri düşmekte böylece uzun vadeli faiz oranlarında yaşanacak düşüş ile uzun vadeli yatırımlar teşvik edilmektedir. Sonuçta toplam talep desteklemiş olmaktadır. Özel sektör varlıklarının alımı ile özel sektör harcamaları finanse edilmekte ve piyasaya likidite sağlanmaktadır. Böylece kriz sonrasında zor durumda kalan özel sektör varlık piyasasının hem likiditesi artırılmış hem de risk primi düşürülmüştür. Yalnız açık piyasa işlemlerinden farklı olarak miktar genişlemesi merkez bankası bilanço büyüklüğünü arttırdığı için monetizasyon endişesi yaratma tehlikesi içermektedir. Miktar genişlemesi yatırımcıların portföylerini dengelerken enflasyon beklentilerini de etkilemektedir. Aşağıdaki çizelgede açık piyasa işlemleri ile miktar genişlemesi arasındaki belli başlı farklar ortaya konulmaktadır.

Çizelge 2.1. Açık piyasa işlemleri ile miktar genişlemesi arasındaki farklar

	Açık piyasa işlemleri (APİ)	Miktar Genişlemesi (QE)
Müdahale sıklığı	Sürekli yönetilir	Çok sayıda araçla faiz sıfır ya da sıfıra yakın tutulur
Politika araçları	Kısa dönemli devlet kağıtları alımı/satımı	Uzun vadeli devlet kağıtları ve özel kesim menkulleri satın alımı
Amaçlar	Gecelik faiz oranlarını politika faizi yapmak	Uzun vadeli faizleri düşürmek
Merkez Bankası Bilançosuna etkisi	Geçici olarak etkiler	Bilançosunu sürekli arttırır

Kaynak: Perera (2010: 19)

2.1.2.Kredi Genişlemesi

Kredi ile doğrudan özel sektör varlıklarına ait piyasa alımları yapılarak piyasanın yeniden işlev kazanması, likidite ve kredi risk priminin azaltılması sağlanır. Miktar genişlemesinden farklı olarak bilanço büyüklüğü değil bilanço kompozisyonunda bir değişme meydana getirilir. Merkez bankası bilançosundaki risksiz devlet kağıtlar genellikle kısa vadeli hazine

bonoları ile riski yüksek ticari menkul kıymetler ile ikame edilir. Özel sektör varlık fiyatlarında yaşanan artışlar bu kağıtların getirilerini düşürmektedir. Böylece kredilerin maliyeti ve uygunluğu etkilenmiş olur. Bilançoda genişlemede meydana gelebilir ama asıl önemli olan varlık çeşitlendirmesi yapılarak merkez bankasının risk profili değişmektedir. Kredi genişlemesine gidilmesinin olumlu yönleri de vardır. Bir kere bankaların kapasitelerinin bozulduğu bir durumda daha etkin bir stratejidir. Piyasaya güçlü sinyaller verilerek, özel sektör ile doğrudan etkileşim sağlanması sonucunda risk primleri düşmekte varlık fiyatlarının toparlanması teşvik edilmektedir. Merkez bankasının bu uygulaması seçici olup hedefler önemlidir. Amaç bireysel bazda değildir ve sistematik riski ortadan kaldırıp finansal sistemi istikrara kavuşturmaktır. Yapılan eleştiriler ise kredi genişleme miktarının tek gösterge olması ve bunun da diğer politika stratejileri ile iletişimi güçleştirilmesi, merkez bankası bilançosunun yüksek oranlı riske maruz kalması ve sterilizasyon yapılmadığında yaratılacak parasal genişlemenin uzun vade de sıfır faiz oranı hedefi ile tutarlı olmamasıdır. Ayrıca müdahaleler görece fiyatları bozabildiği gibi ticari banka kârlarına da zarar verebilir. Bu süreçte kredi piyasası elementleri zarar görebilir (Kluyev, Imus ve Srinivasan, 2009).

2.1.3. Faiz Taahhüdü Politikası

Faiz taahhüdü ile politika faizinin belirli bir süre düşük düzeyde sabitleneceği açık veya üstü kapalı şekilde garanti edilmektedir. Piyasa kendini toparlayana kadar faizler düşük tutulur. Bu arada merkez bankasının kamuoyu ile iletişim iyi bir düzeyde olması politikanın etkinliğini birebir etkilemektedir. Faizin çapa olarak kullanılması reel faizin yükselmesini önlerken talebi de destekler. Yalnız enflasyon beklentilerinin azalmasını engeller. Merkez bankasının faiz taahhüdüde bulunması hem ekonomik gidişata hem de özel sektör beklentilerine yön vererek ekonomik aktiviteleri etkilemektedir. Piyasa kendine gelene ve normal işlevsel hale kavuşana kadar kısa dönem faiz oranları düşük düzeyde tutulur. Yapılan taahhüt açık veya üstü kapalı olabilir ama kriz dönemlerinde açık olarak yapılması politikanın etkinliğine katkı sağlar. Yine politikanın etkin işlemesi için kamuoyu ile olan iletişimin sorunsuz olması gerekir. Böylece piyasa yönlendirmeleri doğru ve istenilen şekilde algılanır. Faiz taahhüdü ile uzun vadeli faizler düşürülebileceği gibi oluşturulacak olan enflasyon beklentisi deflasyonist şokları, azaltılıp, reel faizler düşürebilir. Federal rezerv

Aralık 2008’de faiz oranını 0 ile 25 baz puan arasında uzun süre destekleyeceğini düzenli bir şekilde ilan etmiştir.

Faiz taahhüdünde bulunma politika belirsizliğinin yüksek olduğu durumlarda uzun vadeli yatırımcıları cesaretlendirici etki yapmakta hem kısa hem de uzun vadeli faiz oranının daha iyi yönetilmesine izin vermektedir (Vural, 2013). Yalnız enflasyon baskısının beklenenden önce çıkması politika değişikliğine gitme ihtiyacı yaratıp kredibiliteye zarar verebilir. Unutulmaması gerekir ki faiz taahhüdünün istenilen sonuçları vermesi merkez bankasının kredibilitesine ve gelecek tercihleri etkileme gücüne bağlıdır.

2.1.4. Zorunlu Karşılık Uygulaması

Zorunlu karşılıklar bankalar ve diğer finans kurumlarının parasal genişleme yaratan ve kredilerin temel kaynağını oluşturan mevduat, menkul kıymet ve yurt dışı borçlanma gibi kalemler için merkez bankasında tutmak zorunda oldukları kaynakları ifade etmektedir. Geleneksel bir politika aracı olarak zorunlu karşılık oranı kullanımı önemli ölçüde azalmış bazı ülkelerde kalkmıştır.

Geleneksel bir politika aracı olarak zorunlu karşılıklar iki işlevi sağlamaktaydı. Bunlardan ilki olağanüstü likidite çekilişi olduğu durumlarda kullanılmak üzere rezerv olarak biriktirilmesi esasına dayanan ihtiyat amacıdır. Günümüz sermaye yeterliliği, likidite yükümlülüğü gibi denetim, gözetim faaliyetleri, merkez bankasının likidite penceresi ve mevduat sigortası uygulamaları ile bu amaç için duyulan ihtiyaç önemli ölçüde azalmıştır. Diğer işlevi ise likidite açığı ya da fazlası durumunda likidite yönetimini sağlayarak faiz oranları ya da döviz kuru üzerinde oluşabilecek olası baskıların önüne geçmektir. Açık piyasa işlemleri ile likidite yönetimi etkin bir şekilde gerçekleşmekte, esnek bir politika aracı olmadığı için ancak bazı yapısal dengesizlikler durumunda zorunlu karşılıklar uygun bir araç olabilmektedir. Günlük yerine dönemsel ortalama olarak tutulması imkanı ile likidite yönetiminde şoklara karşı kolaylık yaratmaktadır. Enflasyon hedeflemesi stratejisi ile tek araç olarak politika faizi uygulaması zorunlu karşılıkları arka plana itse de krizle birlikte ortaya çıkan finansal istikrar sorunu ve makro istikrarı sağlamak için daha fazla araca sahip olma ihtiyacı zorunlu karşılıkların üçüncü işlevi olan parasal kontrol aracı olma özelliğini ön plana çıkarmıştır.

Gelişmiş ülkelerin kriz sonrası uyguladığı genişletici politikalar gelişmekte olan ülkelerde iç talep ve kredilerde hızlı artışa neden olacak güçlü sermaye akımlarına yol açmış ve bu ülkelerin para birimleri üzerinde değerlendirme baskısı yaratmıştır. Bu olumsuzluklar ülkeleri hem likidite yönetimi hem de parasal kontrol aracı olarak zorunlu karşılıklara başvurmalarına neden olmuştur (Alper ve Tiryaki, 2011). Geleneksel politika aracı olarak gözden düşen zorunlu karşılıklar bir geleneksel olmayan politika aracı olarak günümüz politika enstrümanları arasında yerini almıştır.

Zorunlu karşılık aktarım mekanizması

Zorunlu karşılıkların makroekonomi üzerindeki etkileri maliyet ve likidite kanalı ile çalışmaktadır. Maliyet kanalında merkez bankası zorunlu karşılıkları değiştirerek kredi ve mevduat faizi arasındaki farkı etkilemekte, bankalarda zorunlu karşılıklardaki değişimi telafi edecek şekilde bu farkın ayarlamasını yapmaktadır. Bu kanalın etkin işleyebilmesi için iki koşulun birlikte gerçekleşmesi şarttır. Zorunlu karşılıklara faiz ödemesinin yapılmaması ve bankaların gönüllü olarak merkez bankasında tuttukları aşırı rezervin zorunlu rezerv miktarını aşmaması zorunlu şartlardır. Ancak bu durumda bankaların yükümlülüklerinin maliyetini etkileyebilmektedir. Yalnız bu maliyetin nasıl paylaşılacağı uygulanan politikanın etkililiği için önem arz etmektedir. Bu durum finansal sektörün yapısıyla ilgilidir. Şüphesiz bu maliyetin ne kadarının mevduat ne kadarının kredi faizine yansıtacağı bankalar ve banka dışı kurumlar arası rekabet tarafından belirlenecektir. Mevduatın yakın ikamesinin fazla olduğu durumlarda mevduat faizi zorunlu karşılık değişiminden daha az etkileniyor iken, kredi müşterilerinin banka kredisi dışında başka finansman olanaklarına sahip olmaları durumunda ise kredi faizi zorunlu karşılık değişiminden daha az etkilenecektir. Ayrıca kısa vadeli merkez bankası fonlarının mevduata tam ikame olması durumunda zorunlu karşılık oranındaki bir artışa tepki olarak bankalar artan maliyetlerine karşılık mevduat faizini düşürecek kredi faizleri ise bu değişimden etkilenmeyecektir (Alper ve Tiryaki, 2011).

Zorunlu karşılıkların makroekonomiyi etkilediği diğer bir kanal ise likidite kanalıdır. Merkez bankası para piyasasındaki faizleri politika faizine yakın tutmak zorunda olduğu için piyasanın talep ettiği likiditeyi karşılama zorunluluğu vardır. Bu sağlanan likiditenin sterilizasyonu zorunlu karşılıklar yoluyla gerçekleşir. Kredi seviyesi aynı kalmakla birlikte

yaratılan vade uyumsuzluğu ile kredi faizlerine ilave faiz riski eklenmekte ve kısa vadeli fonlara olan bağımlılığın azaltılması için krediler azaltılmaktadır. Böylece zorunlu karşılıklar değiştirilerek ve bankaların likidite pozisyonlarına etki edilerek bankaların davranışları doğrudan ve dışsal olarak belirlenebilmektedir. Likidite kanalının etkinliği ayrıca merkez bankasının kısa vadeli fonlarının diğer yükümlülüklerle ikame derecesine bağlıdır. Tam ikame durumunda riskte ve kredi faizinde artış gerçekleşmez. Bankacılık sisteminin yükümlülüklerini uzatmaya yönelik bir zorunlu karşılık tasarlanırsa kısa vadeli fonlar ile mevduat arası ikame derecesi de azalmış ve likidite kanalı da güçlenmiş olur. Faiz seyrinde belirsizlik yaratmak ve faiz riskini arttırmakta zorunlu karşılıkların likidite kanalının etkinliğini arttırmanın diğer bir yoludur. Bir diğer geleneksel olmayan para politikası aracı olan faiz koridoru da bu amaca hizmet edebilmektedir.

Politika faizi ile tüm faizler aynı yönde değişirken zorunlu karşılıkların yalnızca belirli faiz oranları için kullanılması tamamlayıcı rolünü ve önemini ortaya koymaktadır. Ekonomiye soğutma amaçlı yapılan faiz artırımları sermaye akımlarının şiddetlenmesine yol açmakta, sermaye akımlarını hafifletmek için yapılan faiz indirimleri ise iç talebi ve enflasyon baskılarını arttırmaktadır. Politika yapıcıları karşı karşıya kaldıkları bu açmazda zorunlu karşılıkları devreye sokarak iç talebi kontrol altına alabilmekte, yine yabancı para üzerinden alınan zorunlu karşılıklarda artış meydana getirerek sermaye akımlarının kredi arzında meydana getireceği etkiyi sınırlayabilmektedir. Böylece bir makro ihtiyati araç olarak zorunlu karşılıklar hem kredi genişlemesini sınırlayacak, hem de ekonominin genişleme evresinde rezerv birikimine katkı, yavaşlama dönemlerinde ise kaynak sağlayacaktır. Ayrıca kredi piyasasının kendi amaçlarıyla çeliştiği durumlarda para piyasası için etkin bir tamamlayıcı olacaktır.

2.1.5.Faiz Koridoru Uygulaması

Günümüz finansal sorununa karşı kullanılan diğer bir geleneksel olmayan para politikası aracı olan faiz koridoru üçlü bir faiz sistemi içermektedir. Bu üç faiz borç verme, borç alma ve politika faizinden oluşmaktadır. Borç verme faizi bankaların geçici likidite sıkıntısı çektiklerinde merkez bankasından borçlanmaya razı oldukları faiz oranını ifade ederken, borç alma faizi ise geçici likidite fazlası olan bankaların elinde bulunan bu likiditeyi

değerlendirmek için merkez bankasına mevduat olarak yatırması karşılığında kabul edeceği faiz oranıdır. Geleneksel para politikasında faiz koridoru faiz oranının etrafında simetrik yani genelde değişmeyen dar bir bant olarak tanımlanmakta ve piyasa faizinin politika faizinden belirgin bir şekilde sapmasını engelleme amacına hizmet etmektedir. Yani anlaşılacağı üzere standart uygulamalarda faiz koridoru pasif bir rol üstlenmekteydi (Özatay, 2012). Geleneksel olmayan uygulamalarda asimetrik faiz koridoru görülmektedir. Borçlanma ve borç verme faizinin politika faizine olan uzaklığı ek bir politika aracı olarak kullanılmaktadır. Faiz koridoru artık pasif bir rol değil aktif bir rol üstlenmiştir. Aktifte değişken bir yapı kazanan faiz koridoru kısa vadeli sermaye hareketlerinin oynaklığına karşı daha hızlı ve esnek tepki verebilme imkanı sağlamaktadır (Binici, Erol, Kara, Özlü ve Ünalmiş, 2013).

Politika faizi koridorun alt ya da üst sınırına yakın olabilmekte, genelde ise koridorun ortasında oluşmaktadır. Tam koridor sisteminde ise politikada yapılacak değişiklik için herhangi bir açık piyasa işlemi yapılmaz ve sadece koridorda değişiklik yapılır. Faiz koridorunun alt sınırı genişletilerek faizde aşağı doğru belirsizlik ile risk primi arttırılmış ve kısa vadeli sermaye girişlerinin döviz kurları üzerinde yaratacağı olası baskılar engellenmiş olabilir. Faiz koridorunun üst kısmında meydana getirilecek artışlar ise kredi arzını sınırlamada etkili olabilmektedir. Koridorda meydana getirilecek değişiklikler ile oluşturulacak faiz belirsizliği ve faiz riski ile kredi ve mevduat arasındaki faiz farkının amaçlanan yönde değişmesi sağlanabilir.

2.1.6.Diğer Geleneksel Olmayan Politika Araçları

Bu beş aracın dışında teminat çeşitlendirmesi, vade uzatımı ve katılımcı banka tabanının genişletilmesi gibi politikalarda uygulamalarda görülmektedir. Teminat çeşitlendirmesinde merkez bankası talep ettiği teminatlarda değişikliğe giderek kredi arzını kontrol etmeye çalışmaktadır. Vade uzatımı uygulamasında ise merkez bankası verdiği kredilerin vadesini uzatarak banka yükümlülüklerinin ortalama vadesine katkı sağlamaktadır. Merkez bankası ayrıca kendi işlemlerine katılacak banka ve finansal kuruluş sayısını arttırarak katılımcı banka tabanını genişletebilmektedir. Böylece merkez bankası, bankalar ile gerçekleştireceği işlemlerin etkinliğine katkı sağlar (Vural, 2013).

2.2. Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamaları

Geleneksel para politikasının sıfıra yakın faiz oranıyla hareket alanının kalmaması başta gelişmiş ülkeler olmak üzere birçok ülkeyi geleneksel olmayan politika araçlarına yönelmeye sevk etmiştir. Karşılaşılan deflasyonist şok ve finansal baskı altında başta G-7 ülkeleri merkez bankaları olmak üzere birçok gelişmiş ülke merkez bankası politika faizini düşürüp faiz oranını düşük tutma taahhüdü, piyasaya likidite sağlama, uzun vadeli devlet kağıdı satın alma ve doğrudan kredi piyasasına müdahalede bulunma gibi çeşitli uygulamalarda bulundular. Gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkeler farklı amaçlarla geleneksel olmayan para politikası uygulamalarına başvurmuşlardır. Gelişmiş ülkeler genellikle ülke ekonomisinin maruz kaldığı deflasyonist etkilerden kurtulmak ekonomik yapıda canlanma ve ayağa kalkma gibi amaçlarla geleneksel olmayan araçlara başvurmuşlardır. Gelişmiş ülkelerin özellikle uyguladığı miktar genişlemesi programları ve yaratılan aşırı likidite, yükselen risk iştahı ve sermaye hareketlerinin yaratacağı olumsuz etkilerden korunmak, krizle önemi artan finansal istikrarı fiyat istikrarı amacıyla ödün vermeden gerçekleştirmek gelişmekte olan ülkelerin politikalarında geleneksel olmayan araçlara yer vermelerinin başlıca saiklerini oluşturmaktadır. Kullanılan araçlarda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında farklılık arz etmektedir. Gelişmiş ülkeler genelde miktar genişlemesi, kredi genişlemesi ve faiz taahhüdü uygulamalarını tercih ederken gelişmekte olan ülkelerde ise faiz koridoru ile zorunlu karşılık oranları uygulamaları ön plana çıkmaktadır. Ülke uygulamalarında yaşanan farklılaşma bankacılık sisteminin rolü, kurumsal düzenlemeler, finansal sistemde hissedilen baskı ve ekonomik perspektif değerlendirmelerinde ortaya çıkan farklılardan kaynaklanmaktadır.

Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkelerde miktar ve kredi genişlemesi sınırlı düzeyde kalmıştır. Genelde faiz politikası ile zorunlu karşılıklar ters yönde kullanılarak sermaye girişlerinin kredi büyümesi ve döviz kuru üzerinde yaratacağı olumsuz etkiler giderilmeye çalışılmıştır.

2.2.1.Kriz Öncesi Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamaları

Geçmişte geleneksel olmayan uygulamalara ilişkin ülke deneyimleri karşımıza çıkmaktadır. 1930'larda enflasyonun istenilmeyen düzeylere ulaşma olasılığı olmasına karşın miktar genişlemesi uygulanmıştır. Nisan 1932 'de FED geniş ölçekli açık piyasa alımlarına başlamış ve bunun sonucunda varlık getirileri bir ay içinde düşmüştür. Hisse senedi piyasası ayağa kalkmış ve endüstriyel üretim canlanmış olsa da 1933'te yeniden düşüşler meydana gelmiştir. 1934'e kadar FED bu politikayı sürdürmüş ve canlanma tekrar başlamıştır. 2.Dünya Savaşı sonrasında FED benzer bir politika uygulamış 1949 yılında yaşanan orta düzeyde deflasyon ortadan kalkarak takip eden yıllarda enflasyon %10 olmuştur. Yine Japonya'da 1999-2006 yılları arasında yaşanan uzun deflasyon koşullarında geleneksel olmayan araçlar kullanmıştır. BoJ (Japonya Merkez Bankası) öncelikle faiz oranını sıfır düzeyinde sabitlemiş, daha sonra ise önce değiştirmiş sonra ise bu uygulamadan vazgeçmiştir. Faizlerin sıfır düzeyinde kalması ve çıkan Dot-com krizi ile oluşan küresel durgunluk ortamı geleneksel olmayan para politikası aracı olan miktar genişlemesine başvurulmasına neden olmuştur. Banka rezervlerinde 5 trilyon yen artış hedeflenmiş ama uygulama sonucu bankaların merkez bankasında tuttuğu aşırı rezerv ciddi ölçüde artmış ve ekonomide beklenen canlanma gerçekleşmemiştir. Deflasyonist beklentiler ters çevrilememiş ve deflasyon uzun süre hüküm sürmeye devam etmiştir. Bu arada para basımının her zaman enflasyonla sonuçlanmadığı görülmüştür. Miktar genişlemesi para piyasasında bozulmaya yol açan yan etkiler üretmiştir. Piyasalar finansal kurumlar arası risk paylaşırma fonksiyonunu yerine getirememiştir. Japonya'nın miktar genişlemesi politikasının başarısızlığı krizden on yıl geçtikten sonra uygulanmasına, kamu fonlarının sermayesi yetersiz bankaları fonlamada geç kalmasına ve Çin, Hindistan merkezli çok uluslu şirketlerin önemli deflasyonist güç olup küresel verimlilik kapasitesinde yarattığı artışa bağlanabilir (Perera, 2010).

Miktar genişlemesi canlanmayı sağlayamadı ama uygulandığı ülkelerde enflasyona da neden olmadı. Finansal değişkenler üzerinde ise işe yaramış ve uzun vadeli devlet tahvili alımında yaşanan artış getiri eğrisini düşürmekte etkili olmuştur.

2.2.2.Kriz Sonrası Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamaları

Miktar genişlemesi uygulamasına genelde gelişmiş ülkelerce kriz sonrası başvurulmuştur. Faiz oranının sıfır düzeyine yaklaşmış olması ve ek bir indirimle gitme olanağının kalmaması bu uygulamanın başlıca nedenidir. Para basmanın modern yolu olarak görülse bile merkez bankası bu politika uygulamasında para basmamakta kendi nezninde tutulan aşırı rezervleri kullanmaktadır. FED miktar genişlemesinin yanı sıra büyük merkez bankaları ile döviz swap anlaşmaları yapmış, Amerika'daki dolar mevcudiyeti ciddi ölçüde artmıştır. Kredi genişlemesi politikasını en kapsamlı uygulayan ülkelerden biri olan FED daha da ileri giderek doğrudan yatırımcı ve borç almak isteyenlere kredi sağlamış ve kredi akışını kolaylaştırmıştır. FED devlet tahvillerinin doğrudan alımına önem vermekte açık piyasa işlemleri, devlet hazine bonoları ve tahvilleri ile devlet destekli ipotekli kuruluşlara ait menkul kıymetleri teminat olarak kabul eden kısıtlayıcı bir teminat anlayışı benimserken reeskont işlemi ile bütün kuruluşların varlıklarını kabul etmektedir. BoE'nin (İngiltere Merkez Bankası) teminat sistemi FED kadar kısıtlayıcı olmasa da daha esnek bir sistem içermektedir. Açık piyasa işlemleri ve reeskont işlemleri içinde aynı teminat havuzu kullanılmaktadır. BoE miktar genişlemesi yaparken FED gibi özel sektör kağıtlarını da alacağını programda duyurmasına ve 150 milyar sterlin varlık alımı yapmasına karşın daha çok devlet kağıdı almış, özel varlık alımı 50 milyar sterlinde kalmıştır. Ayrıca iki aylık varlık alım programları ile 75 milyar sterlin orta ve uzun vadeli devlet kağıdı daha alınmıştır. Kredi Garanti Programı altında değerli özel ve ticari kağıtlar satın alınmıştır. Özel likidite ile de likit olmayan varlıkları daha satılabilir varlıklarla değiştirme imkanı tanınmıştır. BoJ BoE gibi davranırsa da devlet kağıdı olarak kredi yaratımını arttırmaya odaklanmıştır. Buna karşın BoJ alım işlemleri minimal düzeyde kalmıştır. Bir yıldan az vadeli yüksek risk içeren özel sektör varlıkları alınmıştır. Miktar genişlemesi politikasının ardından faiz koridoru taban sistemi uygulanmış, taban sıfır kabul edilmiş ve kriz ile birlikte koridor daraltılmıştır. ECB (Avrupa Merkez Bankası) krizin başlarında daha iyimserdi ve canlandırma faiz kesintileri ve miktar genişlemesi yardımıyla oluyordu. Avrupa'da finansal olmayan özel sektör banka sistemi kredilerine daha çok güveniyordu. Menkul kıymet yerine özel kesimin finansmanını Avrupa'da bankacılık sistemi yerine getirirken, Amerika'da banka-dışı kesim tarafından gerçekleştirilmektedir. Özel sektör varlık basımını kolaylaştırıp teminat olarak kabul edilecek

varlıkları çeşitlendirmiştir. Teminat sistemi BoE'ninkine benzemektedir. ECB faiz koridoru sistemini ise 1999 yılında avronun kullanılmaya başlamasıyla fiili olarak uygulamaya başlamıştır. Kriz öncesi geleneksel pasif bir koridor sistemi varken kriz sonrası faiz oranını tabana yakın tutarak faiz koridorunda taban sistemine geçmiştir. BoC (Kanada Merkez Bankası) ise canlanma işareti alana kadar düşük faiz politikası sürdürdü ve likidite işlemlerini genişletmiştir. Kanada ayrıca finansal sistemi krizden etkilenmeyen sayılı ülkelerden biriydi. Çin, Brezilya ve Güney Kore gibi gelişmekte olan ülkeler ise gelişmiş ülkelerin miktar genişlemesi politikasının küresel ekonomiyi olumsuz etkileyeceğini söylemişlerdir. Çin farklı sermaye yeterlilik oranı ve farklı risk düzeyine sahip bankalara farklı zorunlu karşılık oranı uygulamıştır. Böylece kredi büyümesi ve riski önlemede esnek bir yöntemle geçilmiştir. Ayrıca verilen kredilerde vadeler uzatılmıştır. Brezilya Merkez Bankası ise Brezilya Kalkınma Bankasının fonlarını arttırarak piyasaya likidite sağlarken doğrudan kredi arzı yaratmanın yanı sıra özel dış borçların finansmanı içinde kredi kolaylığı sağlamıştır. Güney Kore Merkez Bankası ise bankalar ve menkul kıymet şirketlerine uzun vadeli yeniden alım anlaşmaları ile likidite sağlamıştır. İsveç Merkez Bankası da en büyük iki bankasına özel likidite desteğinde bulunmuştur. Bankalara teminat karşılığı kredi verilmesi için on iki aylık sabit faizli kredi uygulaması başlatmıştır. Ayrıca örtük bir faiz taahhüdünde bulunulmuş ve politika faizi olan repo faizi uzun süre düşük tutulmuştur ve bu politika ile beklentiler büyük ölçüde etkilenmiş, talepte istenilen etki yaratılmıştır. Aynı şekilde faiz koridorunun tabanını da sıfırın altına çekerek mevduatlar için olumsuz bir durum ortaya çıkarılmış olsa da bankaların yüksek miktarda mevduat yaratımı devam etmiştir. Katılımcı banka sayısının arttırılması uygulamasında İsveç Merkez Bankası bankaları sınıflandırmaya tabi tutmuş ve sadece belli işlemlere katılacak bankalar arası ayırım yapmıştır. Güney Kore ise bu işlemlere katılacakları bankalarla sınırlı tutmamış başka finansal kurumları da dahil etmiştir. Norveç Merkez Bankası da normal zamanların üzerinde piyasaya likidite sağlamış önce hanehalkı sonrada şirketler için kredi olanağı yaratmıştır. Asimetrik faiz koridoru uygulamasında faiz oranını koridorun tabanına yakın tutmak amacıyla aşırı likidite sağlanmıştır. Peru Merkez Bankası piyasaya likidite enjekte etmiş dolar cinsinden sertifika ihraç ederek dolar alımını azaltmak istemiştir. Bir yıllık repo ve swap işlemleri yapılmıştır. Macaristan Merkez Bankası ise altı ay vadeli avro likiditesi sağlamış ve ulusal para cinsinden ipoteğe dayalı bono almıştır. Şili Merkez Bankası ise bir yıldan az vadeli senetler düzenlemiş, bankalara kısa vadeli likidite

imkanı sağlamıştır. Ayrıca faizin uzun süre düşük tutulacağı açık bir şekilde taahhüt edilmiştir. Norveç ve Kanada dışındaki ülkeler faiz koridorunu merkeze yakın tutma politikası izlerken Macaristan, Sırbistan, İsrail, Çin, Türkiye ve Endonezya Merkez Bankaları ise zorunlu karşılıkları farklılaştırarak uygulama yolunu seçmişlerdir. Endonezya’da devlet tahvilleri ve kredi mevduat oranı için farklı zorunlu karşılıklar konulmuştur (Vural, 2013) (Klyuev ve diğerleri, 2009).

Tüm bu kriz sonrası ülkelerin politik tepkilerine baktığımızda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin politika tercihleri arasındaki fark ayrılmaktadır. Bölüm başında bahsettiğimiz gibi gelişmiş ülkeler geleneksel olmayan araçları daha yoğun şekilde kullanırken miktar ve kredi genişlemesi uygulamaları başı çekmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise bu araçların yanında faiz koridoru, vade uzatımı ve zorunlu karşılık uygulamalarının yaygın olduğu görülmektedir. Yine teminat çeşitlendirmesi gelişmekte olan ülkeler arasında sadece G.Kore’de görülmüyorken, gelişmiş ülke grubundan zorunlu karşılık aracına tek başvuran ise Avrupa Birliği ülkelerinin para politikasını belirleyen ECB olmuştur. Şekil 2. 2.’de görüldüğü gibi en çok başvuru alan tedbirler miktar ve kredi genişlemesi olurken en az başvuru alan tedbir ise katılımcı banka tabanının değiştirilmesi olmuştur.

Çizelge 2.2. Gelişmekte ve gelişmiş ülke ekonomilerinin geleneksel olmayan para politikası tercihleri

	Miktar Genişlemesi	Kredi Genişlemesi	Faiz Koridoru	Zorunlu Karşılıklar	Faiz Taahhüdü	Teminat Çeşitlendirmesi	Vade uzatımı
Gelişmiş Ülkeler	6	5	5	1	3	5	3
Gelişmekte Olan Ülkeler	3	2	2	4	0	1	3

Kaynak: Vural (2013) (Gelişmiş ülkeler; ABD, ECB, Japonya, İngiltere, Kanada, İsveç
Gelişmekte olan ülkeler; Çin, Brezilya, Endonezya, Türkiye, Meksika, G.Kore)

(Not: Sayılar uygulamayı tercih eden her bir ülke grubundaki ülke sayısını göstermektedir.)

G-7 ülkelerinin merkez bankalarının da genelde geleneksel olmayan araçlara yöneldiği görülmektedir. Faiz taahhüdü en az kullanılan araç olarak karşımıza çıkarken, finansal

piyasalara likidite sağlama ve kredi genişlemesi tüm G-7 ülke merkez bankalarınca kullanılmıştır. FED ise bütün araçları kullanan tek merkez bankası olmuştur (Klyuev ve diğerleri, 2009).

2.3. Geleneksel Olmayan Para Politikasının Kriz Sürecindeki Rolü

Geleneksel olmayan para politikasının kriz sürecindeki etkileri üzerine çeşitli görüşler bulunmaktadır. Kriz sürecinde uygulanan olağanüstü önlemlerin etkili olmadığı ve piyasa yapıcısına zarar verdiği düşünülebilir. Ayrıca yapılan kurtarma operasyonları Lehman gibi diğer benzer kurumların da FED bilançosunun garantisi altında olduğunun düşünülmesi yapılanların zararlı olduğunu akla getirebilir. Bununla birlikte genelde kriz sürecinde alınan ticari kağıtlar ve para piyasası fonları ekonominin toparlanmasına yardımcı olmuştur. Finansal piyasalar düştükleri zor durumda yapılanlar büyük ölçüde düzeltici etkiler yaratmıştır. Geleneksel faiz politikası olarak düşünülme de likit olmayan varlıkların satın alınması faiz oranının sıfır altı düzeylere gerilediği ve para politikasının hareket alanının kalmayıp sınırlarına ulaştığı bir ortamda muhtemelen refah düzeyini iyileşecektir.

Geleneksel olmayan para politikasının etkinliği başlıca iki alandaki etkileri ile gözlemlenebilir. Bunlardan ilki finansal piyasalara yani hem varlık fiyatlarına hem de döviz kurlarına olan etkisini içermekte, diğeri makroekonomik büyüklükler üzerinde yarattığı etkiyi ifade etmektedir.

Merkez bankaları sistematik riskleri büyük ölçüde düşürmeyi başarsa da finansal sorunlar ve borç verme kanallarında yaşanan sorunlar geçmemiştir. Merkez bankaları bankaların borç verme kapasitelerini sağlamlaştırmak için ihtiyaç duydukları potansiyel sermayeyi karşılamada sınırlı bir role sahip olmuştur. Uzun vadeli kamu ve özel kesim sermaye artışları bankaların sermaye yeterliliklerini arttırmada ve bankacılık sistemini stabile etmede işe yarasa bile bankaların ekonominin toparlanıp ayağa kalkması için gerekli kredi imkanı yaratmasını sağlayamamıştır. Reel sektöre verilen krediler hem Euro bölgesinde hem de Amerika'da ciddi ölçüde düşmüştür. Kredi akışında yaşanan bu düşüş savaş sonrası resesyondaki boyutlarını aşmıştır. Bankaların borç verme yeteneklerinde beklenen iyileşme gerçekleşmemiştir. Bununla birlikte sağlanan likidite varlık fiyatlarında yüksek bir artış

sağlamış, getirileri ise aynı ölçüde düşmüştür. Avrupa Merkez Bankası'nın yaptığı faiz kesintileri normal ve reel getirileri düşürmüştür. Para piyasasında aşağı doğru yaratılan baskı bankaların borç verme faizlerinin de düşmesine neden olmuştur. İngiltere'de de varlık fiyatları toparlanmaya başlamış getiriler büyük ölçüde düşmüştür. Çoğu ülkede düşen varlık fiyatlarının kriz sonrası başlatılan miktar genişlemesi politikası ile toparlandığı görülmektedir. Yaratılan yeni para kurlarda yukarı doğru hareket ve ülke parasının değer kaybetmesi şeklinde karşılık bulmuştur. Japonya'nın Mart 2001'de başladığı miktar genişlemesi ve parasal tabanda yarattığı parasal genişleme Japon yeninde değer kaybı yaratmıştır. Bunun sonucunda yen sterlin, euro ve Avustralya doları karşısında 2001-2007 yılları arasında % 20 üzerinde değer kaybetmiştir. Amerikan doları arzında meydana gelen artış ise doların değerinde azalma yaratsa da yaşanan düşüş sınırlı kalmış ve devamlılık arz etmemiştir. Doğu Avrupa ülkelerinde yaşanan borç krizi ve Avrupa'daki ekonomik koşullarda yaşanan olumsuz gelişmeler bunda etkili olmuştur (Perera, 2010).

Geleneksel olmayan uygulamalar makroekonomi büyüklükler üzerinde de önemli etkilere sahip olmuştur. Parasal tabanda likidite sağlama, kredi genişlemesi ve miktar genişlemesi uygulamaları ile büyük değişiklikler olmuştur. Merkez bankalarının bilançolarının hem büyüklüğü hem de kompozisyonu değişmiştir. FED bilanço büyüklüğü kriz öncesi 870 milyardan kriz sonrası 2.3 trilyona ulaşıp yaklaşık olarak üçe katlanmıştır. Bilançonun varlık tarafındaki devlet kağıtları aşırı riskli finansal senetler ile değiştirilmiş ve bilanço kompozisyonunda sadece değişiklik gerçekleşirken, Lehman'ın batması sonucu yapılanlar ise bilanço büyüklüğünü genişletmiştir. Bilançonun yükümlülük kısmında ise bankaların aşırı rezerv tutma davranışları genişletici etki yaratmıştır. Bankaların bu davranışında rezervlere yapılan faiz ödemeleri itici güç olmuştur. Ayrıca FED'in özel sektör kağıtları almaya karar vermesi bilançosunu genişleten diğer bir etkidir. Sürekli yaşanan gelişmeler fiyatlarda orta ve uzun vade de etkiler yaratmıştır. Bankaların rezerv artışı kredi ve ekonomik aktivitelerde artışa neden olmuş ve bu da enflasyon riski doğurmuştur. Olağanüstü durum olarak gösterilen kriz sonrası dönemde yaşanan genişletici uygulamalar fiyatlar üzerinde orta ve uzun vade de ters etkiler yaratmış, zaman zaman ekonominin geçici şoklara maruz kalmasına neden olmuştur. Enflasyonda yeniden yükseliş görülmesi ve enflasyon beklentilerinin artması kabul edilebilir düzeyde kalsa da merkez bankalarının bu dönemde

ciddi enflasyonist ve mali baskılara maruz kalıp bağımsız bir politika uygulama imkanının önemli ölçüde zarar gördüğü söylenebilir. Yaşanan bu dolar bolluğunun geçtiğimiz süreçte büyük bir enflasyonist baskı yaratmaması ise yine bu dönemde başta Çin olmak üzere birçok ülkenin dolar talebini karşılamalarına ve ucuz Çin ihraç ürünlerine bağlanabilir.

Geleneksel olmayan para politikası uygulamalarının kriz öncesine de dayanmasına rağmen etkinliği üzerine yapılan ampirik çalışmalar sınırlı kalmıştır. Yapılan çalışmalarda çıktı, fiyatlar ve aktarım mekanizmasına olan etkileri gözlenmiştir. Elde edilen sonuçlardan çıkarılan ortak düşünce ise geleneksel para politikasının sınırlarına ulaştığı, parasal aktarım mekanizmasının ciddi ölçüde hasar görüp devre dışı kaldığı yani parasal büyüklükler ve fiyat arası ilişkinin koptuğu ve böyle bir ortamda geleneksel olmayan araçların ekonominin canlanması için önemli olumlu etkilere sahip olsa da bankacılık kesiminin aşırı rezerv tutma ihtiyacı ve borç verme isteksizliğinin bu olumlu etkiyi sınırlayacağıdır.



3.BÖLÜM

TÜRKİYE'DE PARA POLİTİKASINDA YAŞANAN DEĞİŞİM

Krizden çıkış amacıyla gelişmiş ülkelerin izlediği parasal genişleme politikaları küresel risk iştahının artmasına ve gelişmekte olan ülkelerin makro dengelerini bozacak şekilde spekülâtif kısa vadeci sermaye akımlarının güçlenmesine neden olmuştur. Yabancı sermaye girişinde yaşanan artış bir yandan ülke parasının değerlendirilmesine ve kurlarda aşağı yönde bir baskı oluşmasına neden olurken, diğer yandan değerlendirilen para ile düşen kredi faizi, kredi arzında yaşanan genişleme ile iç talebin kontrol edilmesini zorlaştırmakta, enflasyonist baskılar oluşmasına neden olmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler ise bu sorunlarla mücadele etmek için yeni ve geleneksel olmayan para politikası araçlarına yönelmişlerdir. Gelişmekte olan ülkeler arasında bulunan Türkiye'de de bu yönde gelişmeler görülmüştür. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın da (TCMB) bu bağlamda 2010 yılı sonlarından itibaren yeni bir para politikası çerçevesi tasarlayıp uygulamasına neden olmuştur (Serel ve Özkurt, 2014).

Türkiye kriz öncesindeki süreçte para politikası açısından zengin bir deneyim yaşamıştır. 2000 yılının başında uygulanmaya başlayan sabit artış hızlı kur rejimi (sürüklenen çapa, crawling peg) ve parasal hedefleme politikasının kriz ile sonuçlanması üzerine para politikasında köklü bir değişime gidilmiştir. 25 Nisan 2001'de çıkarılan 4651 sayılı kanun ile merkez bankası araç bağımsızlığına kavuşurken, Hazineye doğrudan kredi açması da yasaklanmış yani başka bir ifadeyle para politikasının politize edilmesinin önüne geçilmiştir. TCMB kriz sonrası dalgalı kur rejimi ve parasal hedefleme şeklinde uygulanan programın parasal ayağından memnun değildi. Bilançosunda seçilmiş bazı kalemlere sınırlama getiren bu programı kriz yılında geçici olarak uygulamış, 2002 yılından itibaren ise örtük enflasyon hedeflemesine geçilmiştir. TCMB'nin uyguladığı örtük enflasyon hedeflemesinin büyük oranda başarı sağlaması ve hedeflerin tutturulması kredibilitenin artmasına neden olmuştur. Kredibilitedeki bu artış uluslararası piyasalarda sahip olduğumuz kredi riskinin düşmesine, kamu borcunun önemli ölçüde azalmasına ve bankacılık sektörünün sağlıklı bir yapıya kavuşmasına yol açarak açık enflasyon hedeflemesine geçilmesi için

gerekli koşulları oluşturmuştur. Aşağıdaki çizelgede görülen evrim süreci sonunda 2006 yılından itibaren para politikası; dalgalı kur, enflasyon hedeflemesi şeklinde küresel kriz öncesi son halini almıştır.

Çizelge 3.1. Türkiye'nin Para Politikası Uygulamaları (2000-2006)

Dönem	Kur Rejimi	Araç Değişken
2000 – 2001 /2	Sabit artış hızlı kur rejimi	Parasal hedefleme
2001 /2 -2002	Dalgalı kur rejimi	Parasal hedefleme
2002 -2005	Dalgalı kur rejimi	Örtükenflasyonhedeflemesi
2006 -	Dalgalı kur rejimi	Açık enflasyon hedeflemesi

Kaynak: Özatay (2009)

3.1.TCMB uygulamaları

Türkiye ekonomisi 2009 yılı ortalarından itibaren iç talep kaynaklı bir büyüme sürecine girmiştir. 2010 yılında gelişmiş ülke merkez bankalarının uyguladığı ikincil niceliksel genişleme paketleri sonrasında artan kısa vadeli akımlar ile bu eğilim daha da belirginleşmiştir. Bir yandan Türk lirası (TL) aşırı değerlenirken diğer yandan yurtiçi kredi kullanımı artışa geçmiş bunun sonucunda dış ticaret ve cari işlemler dengesinde ciddi bir bozulma yaşanmıştır. Krizin olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla 2008 yılı Kasım ayından itibaren parasal genişleme süreci başlatılmış bu uygulamayla birçok ülkeden önce davranılmıştır. Bu süreç 2009 yılının ikinci yarısından itibaren canlanma ve toparlanma ile karşılık bulmuş olsa da yaşanan belirsizlik ortamı nedeniyle faiz indirimine devam edilmiştir. Yine bu dönemde diğer ülkeler arasında en fazla indirim yapan ülke olmuştur. Borçlanma faizi %16.75'ten %6.50 düzeyine kadar gerilemiştir. TL piyasalarına yönelik alınan diğer başlıca parasal tedbirler ise para piyasasındaki belirsizliği gidermek için borçlanma ve borç verme faizi aralığının daraltılması, piyasaya gerekli fonlama yapılması ve kredi piyasasına yapılan düzenlemeler olarak sayılabilir. Döviz piyasasında ise ilk başta bankacılık sistemine likidite sağlama amaçlı döviz alım ihaleleri başlamış sonra döviz piyasasında görülen olumsuzluklar yüzünden döviz satım ihalelerine geçilmiş ve döviz depo piyasasında işlem

yapabilme limiti kademeli olarak yükseltilmiştir. Rezerv biriktirme amaçlı döviz alım ihalelerine ise ancak 4 Ağustos 2009 tarihinde başlanabilmektedir.

Sermayenin ani duruş tehlikesine karşı cari açığın finansman yapısında bulunan zayıflık para politikasının daha esnek bir yaklaşıma yönelmesinde etkili olmuştur. Hem kredileri hem de döviz kurunu farklı şekillerde etkileme isteği de kısa vadeli faizlerden oluşan tek araçlı bir politikanın yetersizliğini göstermiş ve araç çeşitliliğine gidilmesinde itici güç olmuştur. TCMB 2001 yılındaki Kanun gereği fiyat istikrarı amacına ek olarak finansal istikrarı da sağlayıcı önlemler almakla görevlendirilmişti. Finansal istikrarın sağlanması ise kredilerin yavaşlatılması ve yerli paranın aşırı değerlenmesinin önlenmesiyle gerçekleştirilmekteydi. Bu amaç için politika faizinde indirimle gidilerek yerli para üzerindeki değerlendirme hafifletilse bile kredilerin hızlanmasının önüne geçilememekte tersi bir uygulamada ise yerli para değer kazanmaktaydı. TCMB sermaye girişlerinin yarattığı bu olumsuzluklardan kurtulmak amacıyla araç çeşitliliğine yönelmiştir. TCMB'nin politika değişikliğine gitmesinin başlıca nedenleri cari işlemler açığında yaşanan artış, sermaye girişlerinin kalitesinde bozulma, küresel risk iştahındaki ani değişimlerin ekonomiyi kırılgan hale getirmesi ve cari açık finansmanın kısa vadeli sermaye ile portföy yatırımlardan oluşması olarak söylenebilir. TCMB böylece kredi piyasasındaki olumlu gelişmeleri ve iktisadi faaliyetlerdeki düzelmeleri de dikkate alarak kriz döneminde alınan tedbirlerin normalleştirilmesi olarak tanımlanabilecek olan çıkış stratejisini 2010 yılının Nisan ayında açıklamıştır.

TCMB birden fazla amaca ulaşma yolunda oluşturduğu para politikası araç seti politika faizine ek olarak likidite yönetim araçları, gecelik borç alma ve borç verme faizleri arasında oluşan faiz koridoru ile zorunlu karşılık uygulamasından oluşmaktadır. TCMB fiyat istikrarı ile finansal istikrardan oluşan iki ana hedefine ulaşmak için sahip olduğu bu üç aracın etkileyebileceği üç ara hedef belirlemiştir. Faiz politikası çerçevesinde kısa vadeli faizleri düşük tutarak sermaye girişlerini caydırıp döviz kuru hedefine ulaşmayı, kredi politikası olarak zorunlu karşılık oranlarını arttırarak kredi artışını sınırlayıp kredi büyümesi hedefine ulaşmak, likidite politikası bağlamında faiz koridorunu genişletip daraltarak beklentileri istediği yönde oluşturmayı amaçlamıştır. Bu üç ara değişkenin gerçekleştirme sonuçları hem

fiyat hem de finansal istikrar amaçlarına ulaşmada nasıl bir yolda olduğuna ilişkin bilgi sağlayacaktır.

3.1.1. Faiz Koridoru

Merkez bankasının yeni politika araçlarından biri de asimetrik faiz koridorudur. TCMB taban faizi olan borçlanma faizi ile tavan faiz oranı olan borç verme faizinin politika faizine olan uzaklığını değiştirerek beklentileri etkileyebilmektedir. Bu politikanın asimetrik olarak tanımlanması faizin az önce tanımladığımız üst ve alt sınıra olan uzaklığının hem eşit olmaması hem de değişken olmasından ileri gelmektedir. Böylece politika faizi ile çok oynanmadan amaçlara ulaşmada faiz koridoru aktif bir rol üstlenmiştir.

Eski sistemden en önemli fark kısa vadeli faiz ile piyasada oluşması beklenen faiz oranı arasındaki farkın gözetilmemesidir. Bu iki faiz birbirinden ayrı tutulmak suretiyle kredi ve döviz kuru kanalları ayrı ayrı etkilenebilmektedir. Diğer önemli fark ise daha önce Para Politikası Kurulunda aylık olarak takip edilen kısa vadeli fonlama faizinin günlük olarak izlenmesidir. Merkez bankası hem kredi hem de döviz kuru kanalını iki amacı doğrultusunda da farklı yönde etkileme olanağına sahip olurken aynı zamanda politik duruşunda günlük ayar yapma imkanı elde etmiştir. Güçlü sermaye akımları olduğu zamanlar faiz koridoru aşağı doğru genişletilerek kısa vadeci spekülasyon hareketleri engellenmekte ve ucuz likidite yoluyla yaratılacak kredi büyümesi sınırlanmakta, küresel sermaye akımları yavaşladığı ve kur oynaklığı arttığı zamanlarda ise faiz koridoru yukarı yönde genişletilmektedir (Serel ve Özkurt, 2014). TCMB tarafından asimetrik bir yapıya kavuşturulan faiz koridoru kısa vadeli sermaye hareketlerinin oynaklığının yaratacağı risklere karşı hızlı ve esnek tepki verme imkanı tanımaktadır.

3.1.2. Zorunlu Karşılıklar

Bankaların ve diğer finansal kuruluşların mevduat ve benzeri yükümlülüklerinin belli bir oranını merkez bankalarında karşılık olarak tutmaları bu kurumların likidite ihtiyacını karşılama ve borçlarını ödeme yeteneği ile güvenilirliğinin bir ölçütü olarak görülmekte ve bu kullanılan araçta zorunlu karşılık olarak bilinmektedir. Sermaye akımlarının güçlendiği

dönemlerde yaratacağı olumsuzlukları gidermede etkili bir araç olması merkez bankalarının kriz sonrası süreçte bu araca sıkça başvurmalarına neden olmuştur. Zorunlu karşılıklar sermaye akımlarının ani duruş tehlikesine karşı bir sterilizasyon politikası olarak uygulanabilir.

Kredilerde ve kısa vadeli sermaye girişlerindeki artışların banka bilançolarının aktif ve pasif kalemleri arasında yarattığı vade uyumsuzluğu sorunu da zorunlu karşılıkların vadelere göre farklılaştırılması ve pasif vadesinin uzatılması yoluyla çözülebilir. TCMB de zorunlu karşılıklara yapılan faiz ödemesinin kaldırılması, oranın vadeye göre farklılaştırılması ve zorunlu karşılık tabanının genişletilmesi gibi uygulamalarla yeni bir geleneksel olmayan araca kavuşmuştur. Kriz sonrası merkez bankasının zorunlu karşılık uygulamalarında çeşitli düzenlemelerde bulunmuştur. 23 Eylül 2010 tarihinde zorunlu karşılıklara yapılan faiz ödemesi uygulamasına son verilmiştir. 17 Aralık 2010'da ise zorunlu karşılık oranları mevduatın vade yapısına göre farklılaştırılarak farklı oranlara tabi tutulmuştur. Ayrıca bankaların merkez bankasıyla ve kendi aralarında yaptıkları repo işlemleri dışında kalan diğer tüm repo işlemlerinden sağladıkları fonlarda zorunlu karşılığa tabi tutularak zorunlu karşılık tabanı genişletilmiş ve etkinliğinin artırılması planlanmıştır. Zorunlu karşılık oranları yüksek tutularak faiz koridoru uygulamasının daha etkin olması istenmiştir (Vural, 2013).

Zorunlu karşılıklar miktar ve likidite etkisi yaratarak ekonomiyi etkilemektedir. Zorunlu karşılık oranları değiştirilerek piyasadaki para miktarı değiştirilebilmekte dolayısıyla bankaların kredi verme davranışları etkilenebilmektedir. Yalnız zorunlu karşılıkların bu etkisi zayıf kalmakta asıl etkisi likidite kanalıyla olmaktadır. TCMB zorunlu karşılıklar ile piyasadaki likiditeyi fonlama kanallarıyla ikame ederek bir etki yaratmıyormuş gibi görünse bile faiz koridoru stratejisiyle bu fonlama imkanını sınırlayabilmektedir. Böylece bankaların kredi verme isteği azalmakta, tedbirli davranmaya yönelmektedirler. TCMB zorunlu karşılık oranlarını değiştirmenin yanı sıra dünyaya örnek teşkil edecek bir mekanizma oluşturmuştur.

3.1.2.1.Rezerv opsiyon mekanizması

Rezerv opsiyon mekanizması TL cinsinden zorunlu karşılıkların belirli bir oranının yabancı para (YP) veya altın cinsinden tesis edilebilmesine imkan tanıyan bir uygulamadır. Bir birim TL karşılığında ne kadar YP ve altın tutulması gerekeceğini gösteren katsayılara ise rezerv opsiyon katsayısı denilmektedir. Örneğin zorunlu karşılık tutarı 100 TL rezerv opsiyon oranının da %70 ve rezerv opsiyon katsayısının da (ROK) 1 olduğunu varsayalım. \$ / TL kuru ise 1.40 olduğu bir durumda 70 TL'nin tamamı dolar olarak tutulursa $70 / 1.40 = 50$ \$ olacaktır. Yani 70 TL'lik karşılık yerine 50 \$ yatırılacaktır. ROK 1 yerine 2 olsaydı 70 TL'in yerine iki katı olan 140 TL'nin dolar kuru üzerinden değeri karşılık olarak tutulacaktı. ROK'un sabit kalma zorunluluğu da olmamakta rezerv opsiyon oranına bağlı olarak belirli koşullarda etkili bir sistem yaratabilmektedir. Bankaların ROM sisteminin sağladığı imkandan yararlanma kararlarını YP ve TL kaynaklarının maliyetine göre vermektedir. YP kaynak maliyeti < TL kaynak maliyeti ise bankalar imkanın tamamını kullanacaktır. Kullanım oranına göre artan ROK yapısında ise eğer üst dilim katsayıları yeterince büyük belirlenmemişse bankalar imkanın tamamını kullanmayı tercih etmez. Optimal kullanım kaynakların göreceli maliyetine göre şekillenmektedir. Kaynak maliyetleri faizlerin yanı sıra zorunlu karşılıklar gibi diğer maliyet unsurlarını da içerir. ROM uygulamaları sermaye girişlerinin yarattığı düzensizliklere karşı bir otomatik dengeleyici gibi çalışmaktadır. Sermaye girişlerinin hızlandığı dönemlerde YP kaynak maliyeti < TL kaynak maliyeti olduğu için eşik ROK değerindeki artış TL cinsinden zorunlu karşılıkların daha yüksek bir oranının YP cinsinden tutma eğilimi oluşturacak ve TL üzerindeki değerlendirme baskısı ve dövizin krediye dönüşme oranı azalacaktır. TL zorunlu karşılıklarının büyük oranda YP olarak tutulmasına karşın bir TL likiditesi ortaya çıkacak ama sterilize edilecek miktar aynı miktar döviz merkez bankasının piyasadan çekmesi durumuna göre az olacaktır. Sermaye girişi yavaşladığında ise YP kaynak maliyeti > TL kaynak maliyeti olduğundan rezerv opsiyonunun kullanımı azalacak ve eşik ROK değeri düşecek, TL likidite talebinde yaşanacak artış ise TL'deki değer kaybının önüne geçecektir (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012).

Çizelge 3.2. Rezerv opsiyon katsayıları

	%5	%10	%15	%20	%25	%30	%35	%40	%45	%50	%55	%60
Döviz ROK	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5	1,8	2,6	2,9	3,1	3,2
Altın ROK	1,4	1,4	1,4	1,5	2	2,5						

Kaynak: TCMB Finansal İstikrar Raporu (Kasım-2014) (Not:Rezerv opsiyon dilimleri %5'lik dilimlere bölünmüştür.)

Rezerv opsiyon oranı döviz için %60, altın için ise %30 uygulanmaktadır. Bu şu anlama gelmektedir 100 TL zorunlu karşılığın 60 TL'si ABD doları, 30 TL'sini ise altın olarak tutabilme opsiyonu bulunmaktadır. ROM tam anlamıyla uygulansa bile en az %10 oranında TL cinsinden yükümlülük bulundurulmalıdır.

Bu mekanizma ile hızlı sermaye girişlerinin oluşturabileceği kredi genişlemesi sınırlanmakta özellikle yabancı para kredi arzı kısıtlanmakta kredinin sermaye akımlarına olan duyarlılığını ve kur oynaklığını azaltılmaktadır. TCMB'nin brüt döviz rezervleri artmakta ve bu artış özel sektör lehine olduğu için rezervlerin daha etkin kullanımına yol açarak finansal sistemin dayanıklılığı ve verimliliğine katkı sağlanması amaçlanmaktadır. ROM kapsamında tutulan döviz ve altın TCMB tarafından satın alınmaması ve bankalara ait olmasından dolayı TCMB'nin net döviz pozisyonu değişmemektedir. TCMB ROK'ları değiştirerek faizleri etkileyebilmekte ve kısa vadeli kur swapı taleplerini de düşürebilmektedir.

Belli ROK oranlarına göre bankalar içinde buldukları koşulları değerlendirerek kendileri için en optimal olan kararı verecek böylece yanlış algılama olgusu ve spekülasyon hareketleri görülmeyecektir. ROM uygulamaları ile dövize yapılan müdahalelere ek katkı sağlanmakta aynı zamanda bankaların pasiflerindeki büyümeye paralel şekilde TCMB'de tuttukları döviz rezervleri artmaktadır.

ROM mekanizması ile diğer politika aracı olan faiz koridoru arasında yakın bir ilişki vardır. Genelde aynı sorunlar hedeflense de izlenen yol farklılaşmaktadır. Faiz koridoru portföy davranışlarını etkileyerek, ROM ise sermaye kullanımını değiştirerek döviz kurlarındaki

oynaklığı azaltmayı amaçlamaktadır. Faiz koridoru uygulamasında özellikle de üst banda ilişkin değişiklikler ile TL cinsinden kredilerin etkilenmesi amaçlanmakta, ayrıca sermaye hareketlerine çabuk tepki verebilmede ROM'a göre daha esnek bir yaklaşım içermektedir. ROM uygulamaları ise döviz kuru istikrarı amacıyla faiz koridoruna olan ihtiyacı azaltması aralarında bir ikame ilişkisi olduğu şeklinde algılansa da aslında bu tam ikame olmamakla birlikte tamamlayıcılığı da içermektedir. Şöyle ki, ROM uygulamaları sonucu ortaya çıkan likidite eğer faiz oranlarının düşmesi istenmiyorsa faiz koridoru ile sterilize edilebilmektedir. Böylece ROM uygulaması istenmeyen sonuçlara yol açmamış olur. Unutulmaması gereken şey ROM'un etkinliğinin ve ROM ile sağlanan imkanın fonlanmasının yüksek oranda yenilenen mevduatla olmasına bağlıdır. Kısa vadeli ve sürekli yenilenme özelliği düşük bir finansman ROM'un katkısını sınırlamaktadır. ROM'un aksine yabancı para zorunlu karşılık uygulaması ise böyle bir sterilizasyon ihtiyacı yaratmamaktadır. Ancak bu uygulama tüm bankaları aynı davranışa zorlamakta ve esneklik özelliği taşımamaktadır (Alper ve diğerleri, 2012). Bu da ROM'u finansal istikrar için daha faydalı bir araç olarak ön plana çıkarmaktadır.

3.1.3. Diğer Politika Araçları

TCMB'nin geleneksel olmayan politikalar kapsamında kullandığı politika araçlarından biri de istisnai gün uygulamasıdır. TCMB bu uygulamada haftalık repo ihalesi açmamakta bunun yerine doğrudan döviz satım ihaleleri yapmaktadır. Eğer bankaların döviz talebi yoğunsa faiz koridorun üst sınırına yaklaşmakta böylece kur üzerinde baskı oluşturulmaktadır. TCMB hem politika faizini değiştirmemekte hem de beklentileri etkilemektedir. Ayrıca kur oynaklığı sınırlanmakta böylece finansal sorunların oluşmasının ve enflasyon beklentilerinin hızlanmasının önüne geçilmektedir. Uygulamanın adı istisnai olarak adlandırılrsa da sık sık başvurulduğu görülmüştür. Diğer bir uygulama ise kaldıraç uygulamasıdır. Özellikle yaşanan krizde banka ve finansal kesimin yüksek borçluluk oranlarının önemli bir role sahip olması bu kurumların sermaye düzeyleri ve kaldıraç oranları konusunda bir düzenleme yapılmasına ilişkin anlaşma oluşmasına neden olmuştur. Bu bağlamda Basel III çerçevesinde 2018 yılında kaldıraç uygulamasına geçilecektir. TCMB'de bu tarihe kadar kaldıraç oranlarının artış göstermesini engellemek, bankaların borçluluk oranlarını azaltmak ve finansal istikrar

hedefine ulaşmak amacıyla yüksek kaldıraç oranlı bankalara zorunlu karşılık yükümlülüğü getirmiştir.

3.2.Aktarım Mekanizması

TCMB yeni politika enstrümanları olan faiz koridoru, gecelik bir haftalık repo faizi olan politika faizi ve zorunlu karşılıkları kullanarak hem fiyat hem de finansal istikrarı hedefini gerçekleştirmek istemektedir. Yalnız kullandığı bu üç araç ile iki nihai amacını gerçekleştirmek yolunda ne kadar etkili olduğunu daha doğrusu bu araçların fiyat ve finansal istikrar üzerinde yaratacağı doğrudan etkileri tam olarak belirleyememektedir. İlk defa uygulandığından bu yeni araçlar için yeterli akademik çalışmada mevcut değildir. Bu nedenle TCMB araç ve amaç değişkenler arası iletişimi tesis etmek amacıyla iki ara değişken belirlemiştir. Bu iki ara değişken krediler ve döviz kurudur. Krediler ile iç talep kontrol altına alınmak istenirken, döviz kurunda ise iktisadi temelli olmayan dalgalanmalar ve hareketlerin önüne geçilmek istenmektedir. Bu iki değişkenin seçilme nedenleri ise gecikmeden açıklanabilip, kolay gözlemlenme olanağına sahip olmaları ve nihai amaçla doğrudan ilişki kurabilmelerine bağlanabilir. Eğer TCMB tek hedef olarak geleneksel çerçevede olduğu gibi fiyat istikrarını düşünüp finansal risklere birincil önem vermeseydi enflasyon hızlandığında (yavaşladığında) politika faizini arttırarak (azaltarak) tepki verecekti. Böylece kredileri yavaşlatırken (arttırırken) diğer yandan yerli paranın değerlendirilmesine (değer kaybetmesine) neden olacaktır. Bunu yaparken de sermaye hareketlerinin yaratacağı olumsuz koşullara karşı önlem alabilme yeteneğine sahip olmayacaktı. Finansal istikrarı da hedefleyen ve araç çeşitliliğine giden TCMB, kredileri ve döviz kuru kanalını ayrı ayrı etkileme ve bir amacı sağlamaya çalışırken diğer amacın gerçekleşmesinde yaratacağı olası sorunları kompanse etme yeteneğine kavuşmuş oldu.

Yeni politik çerçevenin aktarım mekanizması iki kısımda incelenebilir. Aktarım mekanizmasının ilk kısmı para politikası araçları ile kredi ve döviz kurundan oluşan ara değişkenler arası ilişkiden yani araç değişkenlerin ara değişkenleri etkileme kanallarından oluşmaktayken, ikinci kısım ise bu iki ara değişkenin nihai amaçlar ile olan etkileşimini içermektedir.

3.2.1. Araç Değişkenler İle Ara Değişkenler Arası Etkileşim

TCMB'nin operasyonel çerçevesi gecelik vadede borçlanabileceği ve borç verebileceği faiz seviyeleri arasında kalan alan olan faiz koridoru, bu alan içinde belirlenen politika faizi olan bir haftalık repo ihale faizi ve yapılacak bu haftalık fonlama miktarında günlük değişikliğe giderek oluşturacağı kısa vadeli piyasa faizi değişikliklerinden oluşmaktadır. Oluşturulan bu yeni yapıda hem kısa vadeli ortalama fonlama faizi ile politika faizi ayrıştırılmakta hem de ortalama fonlama faizi etkin likidite yönetimi ile günlük ayarlanabilmekte bu da politikaya esneklik, ani değişimlere hızlı tepki verme yeteneği kazandırmaktadır.

TCMB'nin geleneksel politika aracı olan politika faizini güçlü sermaye akımlarının cari dengede yarattığı bozukluklar ve kredi genişlemesine karşı artırması finansal istikrarsızlığa neden olabilecek sermaye girişlerini besleyeceği için kısa vadeli faizlerin düşük tutularak sermaye girişlerinin caydırılması benimsenmiştir. Kredi genişlemesi riskine karşı ise politika faizinin gelecekteki seyrine ilişkin belirsizlik artırılarak bankaların kısa vadeli fonlama maliyetlerini oluşturan faiz riski yükseltilmiştir (Başçı ve Kara, 2011). Kısa vadeli fonlama maliyeti aynı zamanda bir kontrol değişkeni olmakta ve bu değişken günlük miktar ayarlamaları ile değiştirilebilmektedir. Fonlamanın miktarında ve maliyetinde meydana getirilen belirsizlik ile kredi arzının kısılması (veya genişletilmesi) yönünde etki edilebilmektedir. Faiz koridorunu yukarı doğru genişletme kredi arzının daraltılmasına, aşağı doğru genişletme ise kredi arzında rahatlamaya yol açabilmektedir. TCMB'nin diğer politika aracı zorunlu karşılıklarda kredi arzına etki edebilmektedir. Bu etki genelde iki kanaldan gerçekleşir. Bu kanalların ilki doğrudan maliyet kanalıdır. Bu kanal ile zorunlu karşılıklarda yaratılacak değişim ile bankaların kaynak maliyeti etkilenebilmektedir. Yalnız bu maliyetlerin tamamı kredi maliyeti olsa bile oluşacak etki sınırlı kalmaktadır. Zorunlu karşılıkların kredi üzerinde yaratacağı asıl etki faiz koridoru ve etkin likidite yönetiminin birlikte çalışmasıyla oluşan likidite etkisidir. Zorunlu karşılıkların artırılması ile piyasadan çekilen likiditenin merkez bankası kaynaklarına başvurularak ikame edilmesinin önüne geçmek için faiz koridoru aktif olarak kullanılmakta ve bu durum kısa vadeli faizlerde oynaklığı artırmaktadır. Zorunlu karşılıkların yüksek seviyede tutulması da aynı şekilde faiz koridorunun etkinliğini artırmakta böylece kredi arzı kontrol edilebilmektedir (Kara, 2012).

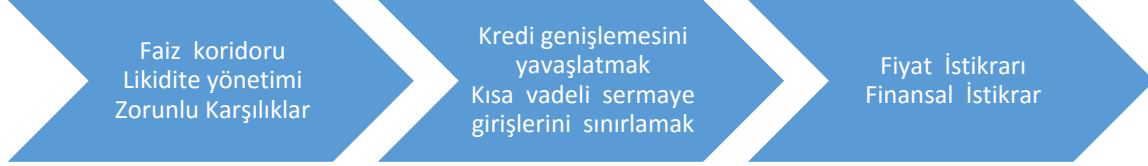
Diğer ara değişken olan döviz kuru da araç değişkenler ile etkileşim içindedir. Kısa vadeli faiz oranı temelde sermaye girişlerini sınırlama amaçlı düşük tutulurken, küresel risk iştahındaki değişimler ve sermayenin ani duruş tehlikesinin döviz kuru üzerinde yaratacağı etkiyi sınırlamak için fonlama miktarını piyasanın ihtiyacı olandan daha az olarak belirlenebilmektedir. Ayrıca faiz koridorunda aşağı ve yukarı yönlü oynayarak yaratılacak faiz oynaklığı ile sermaye akımlarının göstereceği değişkenliğin yaratacağı döviz kuru dalgalanmaları azaltılmış olur. Yine zorunlu karşılıklarda yapılacak değişiklik ile oluşturulan rezerv opsiyon mekanizması (ROM) karşılıkların bir kısmının döviz cinsinden tutulmasına imkan sağlamakta bu da döviz girişinin hızlandığı dönemlerde döviz elde etme maliyetini düşüreceğinden bu opsiyonun daha fazla kullanılmasıyla sermaye akımlarının döviz kurunda yaratacağı etki sınırlanmaktadır. Böylece hem TL üzerinde oluşacak değerlendirme sürecinin hem de döviz kredisi arzında oluşacak artışın önüne geçilecektir. Merkez bankası da sermaye girişlerinin yaratacağı etkiyi sterilize etmek için rezervlerini kullanmamış olmakta hem de kullansa bile yaratacağı etkiden daha büyük bir etki yaratılmaktadır. TCMB politika faizini düşük tutarak, faiz koridorunu aktif olarak kullanıp fonlama maliyetini değiştirerek ve zorunlu karşılıkları yüksek tutarak nihai hedeflerine ulaşma yolunda hem kredileri hem de döviz kurunu ayrı ayrı etkileyebilmektedir.

3.2.2. Ara Değişkenler İle Amaç Değişkenler Arası Etkileşim

TCMB'nin ara değişkenleri kontrol kabiliyetini gördükten sonra artık bu ara değişkenler ile nihai amaçlara nasıl ulaşabileceğini irdeleyebiliriz. TCMB fiyat istikrarı hedefini krediler ile talep, döviz kuru ile de maliyet kanalı vasıtasıyla gerçekleştirmektedir. Toplam talep düzeyinin en önemli belirleyicisi şüphesiz ekonominin likidite seviyesi oluşturmakta likiditenin büyük bir kısmını ise krediler teşkil etmektedir. Finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler kredi kanalının önemini giderek arttırmaktadır. İthal girdiye bağımlı ekonomik yapı da döviz kurunun yaratacağı maliyet etkisinin enflasyonun şekillenmesinde önemli bir rol oynadığına işaret etmektedir.

Krediler ve döviz kuru finansal istikrarı tehdit eden risklerle ve cari açıkla yakın ilişki içindedir. Kredi genişlemesi hem tasarruf oranını azaltarak hem de ithal mal talep artışı yaratarak cari açığı olumsuz etkileyebilmektedir. Aynı şekilde döviz kurunda yaşanacak olası

değerleme hareketleri de benzer etkiler yaratarak ekonomik yapının kırılganlığını artırmaktadır. Ayrıca hem krediler hem de döviz kuru finansal istikrara ilişkin gösterge niteliği taşımaktadır.

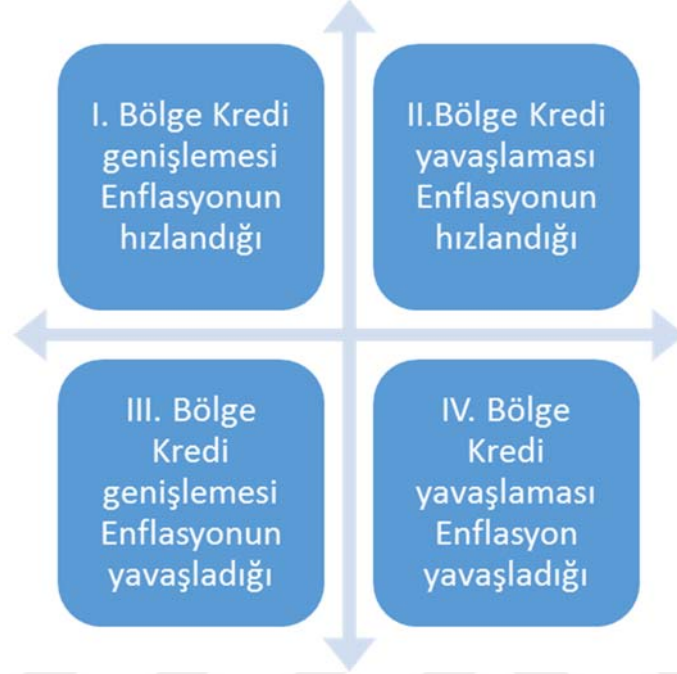


Şekil 3.1. TCMB'nin Aktarım Mekanizması

Kaynak: Kara H. (2012)

Araç, ara ve amaç değişkenler arasında TCMB'nin nasıl bir yol izleyeceği ve olası seçenekler üzerine Özatay bazı saptamalarda bulunmuştur. TCMB sunumlarında finansal ve fiyat istikrarı için aynı faiz eğrisini kullanmakta bu eğriler çıktı düzeyi ve politika faizi arasında ilişkiyi doğrusal olmayan pozitif olarak göstermektedir. Bu grafiklerde finansal istikrarı sağlayan faiz oranı fiyat istikrarını sağlayan faiz oranından daha büyük gösterilmiş ve doğrusal olmayan eğride çıktı açığı artarken faiz artırımının bu artıştan daha fazla olması gerektiğinin altı çizilmiştir. Buradan çıkarılabilecek sonuçlardan biri eğer finansal istikrar hedefi öncelenirse fiyat istikrarı için gerekli olandan daha yüksek oranda bir faiz tercih edilecek bu da fiyat istikrarına zarar verebilecektir. Aksi durumda politika faizine ek araçlar kullanma zorunluluğu yaratılmış olur. Örneğin zorunlu karşılıkları arttırarak kredi arzını düşürmek fiyat istikrarına hizmet edebilir. Diğer bir TCMB yaklaşımına göre grafik oluşturulabilir (Bkz. Şekil 3.2.). TCMB böylece hangi bölgede ise o bölgeye uygun bir politika enstrümanı seçimi yapabilmektedir. Örneğin I. bölgede enflasyon hızlanırken, kredi genişlemesi de artmakta iken III. Bölgede ise kredi genişlemesine karşın enflasyon azalmaktadır. Bu bölgelerin kesişimi olan orta nokta hedef bölgeyi oluşturmaktadır. I. Bölgede faiz oranı arttırılarak, IV. bölgede ise azaltılarak hedef bölgeye gidiş sağlanabilir. II. ve III. bölgelerde ise zorunlu karşılıklar ile oynanarak aynı amaca ulaşılabilir. Bu grafikte ayrıca fiyat istikrarı enflasyon hedefine, finansal istikrar ise kredi genişleme düzeyine karşılık gelmektedir. Ayrıca faiz koridoru üçüncü bir araç olarak hem bu araçların (politika

faizi ve zorunlu karşılıklar) etkinliğine katkı sağlamakta hem de bankacılık kesiminin vade yapısının düzelmesi ve vadelerin uzamasına hizmet etmektedir (Özatay, 2011).



Şekil 3.2. TCMB'nin Kriz Sonrası Politik Anlayışı

Kaynak: Özatay F. (2011)

3.3. Genel Değerlendirme

TCMB'nin küresel kriz sonrası tasarladığı geleneksel olmayan para politikası ekonomik kırılganlığı dikkate alarak GSYH'si düşük ülkeler gibi faiz koridoru ve zorunlu karşılık oranlarından oluşmaktadır. Bunun nedeni ise gelişmiş ülkelerin yarattığı aşırı likidite ve bunun yol açtığı gelişmekte olan ülkelere yönelen kısa vadeci sermayenin yıkıcı etkilerine karşı önlem alabilmektedir. Böylece TCMB geleneksel zorunlu karşılık uygulamasını değiştirmiş, zorunlu karşılık tabanını genişleterek zorunlu karşılık oranlarında değişikliğe gitmiştir. Ayrıca karşılıkları vadeye göre farklılaştırarak, zorunlu karşılıklara yapılan faiz ödemesine son vermiştir. Yine ROM gibi dünyaya örnek teşkil edecek bir uygulamaya imza atmıştır. Faiz koridoru yine geleneksel pasif yapısından kurtulmuş, koridor genişliği ile oynanarak yaratılan belirsizlik ile hem sermaye hareketleri hem de kredi genişlemesi üzerinde etkiye sahip olunmuştur. Koridorun alt sınırı (borçlanma faizi) politika faizi iken

bu uygulama terk edilmiş ve politika faizi haftalık repo ihale faizi olarak kabul edilmiştir. Böylece fiyat ve finansal istikrar gibi iki amaca ulaşmada üç aracı kullanan, kredi ve döviz kurunu ise ara değişkenler olarak belirleyen yeni politik anlayışı kabul etmiştir.

TCMB 4 Ekim 2013 tarihinde aldığı kararla finansman şirketlerini de zorunlu karşılık kapsamına almış, 24 Temmuz 2014 tarihinde ise zorunlu karşılık olarak tesis edilecek döviz cinsini dolar ile sınırlamıştır. Zorunlu karşılıklara yeniden faiz ödemesine başlayan merkez bankası bankaların çekirdek yükümlülüklerine etki edecek kararlarda almıştır.

Merkez bankası sahip olduğu araç çeşitliliği ve yaratılan politika esnekliği ile para piyasasının istikrarının korunmasında aktif bir rol kazanmıştır. TCMB'nin bu uygulaması IMF (Uluslararası Para Fonu) tarafından çok fazla değişiklik yapıldığı şeklinde yorumlanmış ve yaratılan belirsizliğin politikanın yönü ve iktisadi birimlerin kararları üzerinde olumsuz etkiler yaratacağı yönünde eleştirilmiştir. Oysa TCMB yarattığı belirsizlik bilinçli bir şekilde fonlama miktarı ve maliyetine etki etmeyi amaçlamakta ve böylece etkin bir likidite yönetimi sağlamaktadır. Ayrıca faiz ve faiz dışı araçlar ters yönde kullanılarak farklı hedeflere hizmet edebilmektedir. Oluşturulan bu politik esneklik ile güçlü sermaye akımlarına karşı düşük getiri sağlayarak yerli paranın değerlenmesinin de önüne geçilebilmiştir. Keza yaratılan ROM mekanizması iyi bir otomatik dengeleyici olmakta böylece uluslararası tepki çekecek bir sermaye kontrolü uygulamasına başvurmadan sermaye akımlarının istikrarı tehdit etmesi engellenmekteydi. Bankaların ROM mekanizmasından faydalanmaları döviz kurundaki değişimler yerine TL'nin fonlama maliyeti ve ROK değişimlerine bağlıdır. Politika faizindeki artışlar daha yüksek oranda yabancı para cinsinden karşılık tutma yönünde bir eğilim yaratabilir bu da ROM'un stabilizatör rolüne zarar vermektedir (Aslaner, Çıplak, Kara ve Küçüksaraç, 2014). Bu sorunun aşılması için TCMB Kasım 2014 tarihinden itibaren TL cinsinden zorunlu karşılıklara faiz ödemesi başlatmıştır. Böylece mevduat ile kredi faizi arasındaki farkı düşürerek ve maliyeti hafifletici etki yaparak tasarruflar ile büyüme üzerinde olumlu etkiler yaratacaktır. Bankalara TL cinsinden borçlanma avantajı sağlanırken, çekirdek yükümlülük oranına (mevduat + öz sermaye / krediler) göre banka bazında ödenen faiz oranı farklılık göstererek bir makro-ihiyati fonksiyon kazanmıştır (D.Ünalımiş ve İ.Ünalımiş, 2015).

2001 krizi sonrasında yaşanan politika değişikliği ve sabit kur uygulamasının terk edilmesi ile 2002 yılından itibaren oluşturulan enflasyon hedeflemesi ve esnek kur sistemi küresel krizin olası etkilerini büyük ölçüde sınırlamıştır. Enflasyon hedeflemesi ve dalgalı kurdan oluşan politika ile şoklar daha iyi absorbe edilmiş, finansal krizin etkileri yumuşatılmıştır. Harun Alp ve Selim Elekdağ'ın çalışmasına göre eğer büyük faiz indirimlerine gidilmeseydi krizin en ağır hissedildiği 2009 yılında GSYH'de yaşanan düşüş %4,8 yerine %6,2 olacaktı. Yine eğer esnek kur sistemi ve enflasyon hedeflemesi yerine sabit kur sistemi sürdürülseydi GSYH'deki küçülme %3,2'den daha da artarak %8,0'a yükselecekti (Alp ve Elekdağ, 2011).

Enflasyonu hedeflemekle birlikte makro finansal riskleri de gözetilen esnek para politikası anlayışı bazı sorunlarda içermektedir. Yapılan eleştirilerin en önemlisi zorunlu karşılık uygulaması ile piyasadaki çekilen likiditenin politika faizi piyasa faizinden farklılaşmaması için talep edildiğinde TCMB tarafından piyasaya geri verilmesinden kaynaklanmaktadır. TCMB piyasa faizini politika faizine yakın tutmak amacıyla zorunlu karşılıklar ile bankalardan aldığı parayı bankaların talebi üzerine kısa vadeli para satarak yani açık piyasa işlemleri ile geri vermek zorunda kalmıştır. İki yönlü ters ve paralel bir ilişki görülmektedir. Birbirlerinin ayaklarına dolanması olarak adlandırılan bu durumdan Özatay'a göre iki çıkış yolu bulunmaktadır. Bunlardan ilki enflasyon hedefleme rejiminde kalarak politika faizinin ayağına dolanmayacak bir makro ihtiyati politika aracı kullanmaktır. Diğer bir alternatif yol ise finansal istikrara odaklanıp fiyat istikrarını yani enflasyon hedeflemesi stratejisini terk etmektir. Uygulamada fiyat istikrarı amacının ikinci plana itildiği görülmektedir. Yine faiz koridoru genişliği ile oynanarak finansal düzenleyici bir makro ihtiyati araç olarak zorunlu karşılıkların etkisi arttırılmaya çalışılmıştır. Faiz belirsizliğinin bir araç olarak kullanılması enflasyon hedefleme politikasının ön koşulu olan şeffaflık kriteri ile de çelişmektedir. TCMB şeffaflık koşulunu sağlamak için yapacağı bütün operasyonları kamuoyu ile paylaşmak zorunda kalmıştır yoksa yaşanacak kredibilite kaybının telafisi uzun zaman alabilecektir.

Krediler ve döviz kurunun ön plana çıkması ile enflasyon hedeflemesi stratejisinin en önemli aracı olan faizler ikinci plana itilmiştir. Bu gelişmede para politikasının kredibilitesine zarar vermekte ve telafisi zor kayıplara yol açmaktadır. TCMB'nin 2010 yılından sonra uygulamaya başladığı bu politika ile günümüze kadar ki süreçte enflasyon hedeflerinden

yüksek oranda gerçekleşen sapmalar fiyat istikrarı hedefinin ikinci plana itildiğini doğrular niteliktedir.

Çizelge 3.3. Enflasyon hedeflerinden sapmalar (2010-2014)

	2011	2012	2013	2014
Hedeflenen Enflasyon	5,5	5	5	5
Gerçekleşen Enflasyon	10,4	6,2	7,4	8,2
Sapma	4,9	1,2	2,4	3,2

Kaynak: TCMB

Üçer'e göre enflasyon hedefinin yanına finansal istikrar hedefini koymak makul karşılanacak bir durum olmakla birlikte Türkiye özelinde asıl hedefi olan fiyat istikrarı hedefine ulaşamamış ve beklentileri hedefleri doğrultusunda çapalayamamış, net bir başarı elde edememiş TCMB'nin böyle bir uygulamaya gitmesi sorunlar yaratabilir. Fiyat istikrarı hedefi sağlanmadan hedef setini genişletmek nihai hedef olan enflasyon açısından bir maliyet doğurabilir. Enflasyonun hedeflenen düzeyin üstünde atalet kazanması olasılığı vardır (Üçer, 2011).

TCMB'nin kredi büyümesine karşı aldığı tedbirlerde seçici bir özellik taşımamaktadır. Krediler tüketim ve yatırım kredileri olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Tüketim kredileri adından da anlaşılacağı üzere tüketimi arttırıp cari açığı besleyen bir kaynak olmakla birlikte yatırım kredileri üretim yapabilmek için gerekli sermaye mallarının temini amaçlı kullanılmakta ve ülke büyümesine hizmet etmektedir. TCMB kredi genişlemesine müdahale ederken tüketim ve yatırım ayrımı yapmamakta bütün kredilerin büyüme hızı yavaşlatılmaktadır. Böyle bir uygulama ülkenin büyüme hızını olumsuz etkilemekte ayrıca istihdam gibi başka makroekonomik sorunlar oluşma olasılığını da taşımaktadır. TCMB araçlarını kullanırken daha seçici davranmalı, tüketim kredilerini düşürürken yatırım kredilerini arttırmaya çalışmalıdır.

Kısa vadeli yabancı sermayenin finansal istikrar için en büyük tehdit olduğu düşünülürken yabancı sermayeye karşı bazı önlemler alınması gerekliliği savunulabilir. Yalnız yaşanan krizler sonrası dünya ticaret hacminin daralması, en büyük ihracat ortaklarımızdan biri olan Avrupa Birliği ülkelerinin talebinin azalması ihracat gelirlerimizde ve döviz rezervlerimizde azalma getirmiştir. Böyle bir ortamda yabancı sermayeyi kısıtlayıcı tedbirlere başvurmak yabancı para cinsinden borçlanma maliyetinin yükselmesine yol açıp günümüz ortamında özellikle özel sektör bilançolarında bulunan yüksek miktardaki yabancı yükümlülüklerin ciddi bir sorun oluşturmasına neden olabilir.

Sonuç olarak TCMB'nin meydana getirdiği politika değişikliği kriz sonrası TL'deki değerlemenin önüne geçilmesi, sıcak paranın yavaşlatılması, mevduatların vadesinin uzatılması ve kredi büyümesinin yavaşlatılması gibi alanlarda bir anlamda başarı sağlasa da fiyat istikrarı hedefinden büyük oranda uzaklaştığı görülmektedir. Makroekonomik istikrarı sağlamada tasarrufları artırmanın en etkin yolu olan sıkı bir maliye politikası ve faktör verimliliğini artırma yolunda yapılacak yapısal reformların para politikasının amaçlarına destek olacağı unutulmamalıdır (Üçer,2011).



4.BÖLÜM

YENİ BİR AMAÇ VE YENİ PARA POLİTİKASI ANLAYIŞI

4.1.Finansal İstikrar ve Para Politikası

Kriz öncesi büyük oranda fiyat istikrarını sağlayan geleneksel para politikası üzerinde uzlaşa sağlanmıştır. Politika faizi de bu süreçte tek araç olarak kullanılmaktadır. Ancak beklendiği gibi fiyat istikrarının kendiliğinden finansal istikrarı sağlayamaması ve kriz ile ortaya çıkan finansal istikrarsızlık sorununun ülke ekonomileri üzerinde yıkıcı etkiler yaratması uygulanan politikalarda değişikliğe neden olmuştur. Gelişmiş ülke merkez bankaları deflasyonist baskıları kırmak amacıyla ve durgunluğun önüne geçmek için miktar genişlemesi, kredi genişlemesi ve faiz taahhüdü gibi araçları seçerken, gelişmekte olan ülkeler ise genelde gelişmiş ülkelerin aldığı kararlar sonucu oluşan likidite bolluğu ve yaratılan sermaye akımlarının ülkelerinin ekonomilerine zarar vermemesi ve olası zararın en aza indirilmesinde faiz koridoru ile zorunlu karşılıkları kullanmıştır. Kısaca hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler farklı saikler ile farklı araçlar kullanarak bu süreçte yer almıştır. Geleneksel olmayan para politikası uygulaması aslında normal dönemlerde kullanılan bazı araçların olağanüstü koşullara ve farklı amaçlara hizmet etmek üzere dizayn edilmesi şeklinde görülmektedir. Faiz koridorunun pasif yapıdan aktif hale gelmesi ve zorunlu karşılıkların yapısında vade farklılaştırılmasına gidilip sermaye akımlarına karşı kullanılması bu duruma örnek olarak verilebilir. Bazen de kredi genişlemesi, vade uzatımı gibi başlı başına yeni bir araç olarak karşımıza çıkmaktadır.

Merkez bankaları araç çeşitliliğine gidip geleneksel olmayan araçları kullanmaya başlarken politika amaçlarını da fiyat istikrarının yanına finansal istikrarı da koyarak genişletmiştir. Finansal istikrar için kriz öncesi uygulanan mikro ihtiyati düzenlemelere ek olarak alınacak makro ihtiyati önlemler ile politika enstrümanları arasında sağlanacak uyum politika setinin elini kuvvetlendirecektir. Böylelikle para politikasında oluşan yeni anlayış finansal istikrar sorunu tarafından şekillenmekte ve sürekli bir değişim göstermektedir. Gelişmiş ülkeler tarafından uygulanan geleneksel olmayan araçların bir yan etkisi olarak oluşan likidite ve artan küresel risk iştahı ile yaratılan kısa vadeli sermaye hareketlerinin gelişmekte olan

ülkelerin makro dengelerini tehdit edici düzeylere ulaşması ve krizin oluşturduğu olağanüstü durumların kaybolmaya başladığının düşünülmesi nedeniyle geleneksel olmayan para politikasından çıkış stratejileri aranmaya başlanmıştır. Şüphesiz bu olayda uygulanan politikaların gelişmiş ülkelerin fiyat istikrarı hedeflerinde sapma yaratması da kabul edilebilir bir sebeptir. Finansal istikrar için nasıl bir mekanizma geliştirileceği ve bu mekanizmada para politikasının rolünün ne olacağına ilişkin tartışmalar sırasıyla ele alınacaktır.

4.1.1. Finansal İstikrar Kavramı

Yeni para politikasının oluşmasına neden olan finansal istikrar olgusunun ne anlama geldiğinin başlıca açıklığa kavuşturulması gerekmektedir. Ne var ki, fiyat istikrarı tanımında görüş birliği sağlanırken makro finansal istikrar tanımı üzerinde bir uzlaşma yoktur.

Özatay'a göre makro finansal istikrar hem finansal kurumların hem de finansal kurumların aracılık hizmetlerinden yararlananların risk alma iştahlarının ekonomik faaliyetler düzeyindeki dalgalanmalarla paralel hareket etme eğilimi ve dolayısıyla söz konusu dalgalanmaların şiddetinin azaltıldığı bir ortam olarak tanımlanmaktadır. Ekonominin hızla büyüdüğü dönemlerde ekonomik birimlerin risk alma iştahını frenleyen, ekonomi yavaş büyüdüğüde ise oluşacak risk alma iştahsızlığını azaltan politikalar makro ihtiyati finansal politikalar olarak adlandırılmaktadır (Özatay, 2012). Yine finansal istikrar kavramı Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı (UNDP) ve Dünya Bankası tarafından 1990'lı yılların sonunda gündeme getirilen küresel kamu malı olarak da tanımlanabilmektedir. Bir malın ya da hizmetin küresel kamu malı olarak kabul görmesi için birden çok ülke veya ülke grubunu kapsamaması, tüm sosyal ve ekonomik gruplara fayda sağlaması ve etkilerinin gelecek nesillere yansımaları gerekmektedir (Akyol ve Varlık, 2010). Bu bağlamda düşünüldüğünde uluslararası entegrasyon ve küreselleşme olgusu ile ulusal düzeyde yaşanan finansal istikrarsızlıklar uluslararası bulaşma kanalları ile küresel ölçekte ortaya çıkabilmekte, ulusal düzeydeki bir piyasa başarısızlığı da küresel ölçekte diğer ülkeleri olumsuz etkileyebilmektedir. Yaşadığımız son kriz de bunun bir ispatı niteliğindedir. Burdan hareketle diğer küresel kamu mallarından ayırt edici özellikleriyle; finansal istikrarı küresel

politika sonuçları ile ortaya çıkan, riski azaltan, temel ve tamamlayıcı etkinlik olarak görülen, soyut ve nihai bir kamu malı olarak tanımlayabiliriz.

Finansal istikrar tanımlaması yapılırken iki noktaya dikkat edilmesi gerekmektedir. Bunlardan ilki finansal istikrar ve istikrarsızlık bir finans kurumu için değil, finans sisteminin tamamı için kullanılmaktadır (Ersel, 2012). Bu ayırım daha önce Özatay'ın tanımında yaptığımız makro vurgusuna işaret etmektedir. Bireysel bazda kurumlar istikrarlı olsa da finansal istikrarsızlık gerçekleşebilir. İkinci önemli ayırım ise finansal istikrarın ya da oluşacak istikrarsızlığın fayda ve maliyetinin reel kesime olan etkisiyle ölçülmesidir. Yani finansal istikrarsızlık ancak reel kesim için olumsuz sonuçlar doğurduğunda söz konusu olabilmektedir.

Finansal faaliyetleri sürdüren kurumlar finansal sistemi oluştururken, finansal sistemin reel kesimle iletişimini finansal piyasalar kurmaktadır. Finansal kesimin sahip olduğu dinarizm ise Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezine göre eninde sonunda reel kesimde olumsuz etkiler yaratacaktır ve gerekli önlemlerin alınması lazımdır. Finansal sistem için dört durum söz konusudur. Bunlardan ilkinde finansal istikrarsızlık finansal kesimin görevini yerine getirmesini engellememekte ve reel kesimde de olumsuz bir etki yaratmamaktadır. Bu durum finansal istikrarsızlık olarak görülmez. İkinci durumda ise finans sistemi olumsuz yönde etkilense de reel kesimi etkilememektedir. Bu durumun daha çok geçiş dönemi olarak görülmesi reel kesime olan etkilerin gecikmeye uğramasından ileri gelmektedir. Üçüncü durumda finansal istikrarsızlık oluşmakla birlikte bu kesimde olumsuz etki yaratmamakta reel kesimi ise olumsuz etkileyebilmektedir. Son durum ise hem finansal kesimde hem de reel kesimde istikrarsızlığın görülmesi, olumsuz etkiler oluşmasıdır ki bu da finansal krize işaret etmektedir (Ersel, 2012).

Finansal istikrar konusunda dikkat edilmesi gereken diğer bir ayırımda finans sistemindeki istikrarsızlığın sadece bu kesim ile, finansal istikrarsızlığın ise reel kesimi de içine alarak ekonominin bütününe ilişkin olduğudur. Finans sistemindeki istikrar fiyat istikrarı gibi gerek olmakla birlikte finansal istikrar için yeterli değildir.

4.1.2. Finansal İstikrarın Sağlanmasında Para Politikasının Rolü

Para politikası dört açıdan finansal istikrarla ilişkili görülebilmektedir. İlk olarak iflaslar, balonlar ve hızlı kredi ve varlık artışlarını sakinleştirme ve önleme fonksiyonu vardır. Yine bağımsızlık ve sistematik öneme sahip finansal enstrümanlar için likit fonlara ilişkin piyasaların krize girmesini engelleyebilmektedir. Sistematik öneme sahip olan finansal enstrümanlar için oluşabilecek likidite krizini ve sistematik önemli finansal kurumlar için borç ödeyememe krizini önlemek görevleri de para politikasını finansal istikrarın sağlanması sürecine dahil etmektedir (Buitter, 2012). Para ve finansal istikrar politikalarının farklı olmaları her bir politikanın diğer politikanın amacıyla ilişkili olmadığı anlamına gelmemektedir. Para politikası reel ekonomiyi etkilediğinde kârlılık oranlarını, varlık fiyatlarını ve bilançoları da etkilemekte dolayısıyla finansal istikrara tesir etmektedir. Keza finansal istikrar politikalarının etkileri de hem parasal aktarım mekanizmasında hem de borçlanmada ve finansal koşulların diğer yönlerinde kendini göstermektedir (Svensson, 2011)

Para politikasının finansal istikrara katkısı bazı kısıtlarda içermektedir. Finansal piyasalarda meydana gelen gelişmeler para politikası için teknik problemlere ve belirsizliklere yol açmaktadır. Artan finansal enstrümanlar para politikasının transfer kanallarına olan etkisini sınırlamaktadır. Ayrıca finansal varlıklar içinde parasal taban dışındaki varlıkların oranının artması parasal tabanın borç verebilme yeteneğini azaltmaktadır. Bilanço dışı işlemler olarak bilinen türev araçların artan kullanımı para politikasının etkinliğini azaltan bir diğer önemli gelişmedir (Tokucu, 2012). Özel kesimin finansman sıkıntılarının olduğu bir ortamda para politikasının reel ekonomiyi geliştirmesini beklemek pek mümkün olmamıştır. Bu durumda ekonomide büyümeyi sağlamak ancak iyileştirme ve reform tedbirlerinin alınmasına bağlı kalmış ve para politikası tedbirleri pek işe yaramamıştır (Erol ve Erol, 2015).

Kriz öncesinde fiyat istikrarı makro düzeyde, finans sisteminin istikrarı ise mikro düzeyde ele alınmıştır. Bu iki amaca ulaşıldığında ise ekonominin finansal istikrara ulaştığı düşünülmüştür. Bu düşünce farklı araçlar ile farklı kurumlara bu iki amacın tahsis edilmesine ve merkez bankasının finansal istikrara daha uzak bir duruş sergilemesine yol açmıştır. Ama finansal istikrarın sağlanması için makro bir bakış gerekmektedir. Finansal

istikrar amacına getirilecek bir makro bakış para politikasının oluşumunun makro finansal düzenlemeleri dikkate alarak ters etkiler yaratmayacak şekilde bu düzenlemeler ile uyumlu olması zorunluluğunu da doğurmaktadır. Eski yapıda bulunan ve finansal istikrarın mikro düzeyde yapılacak düzenlemeler ile denetleyici ve düzenleyici bir kurumun sorumluluğuna bırakılması, fiyat istikrarının ise makro bir bakış ile merkez bankasına bırakılması şeklinde olan ayırım kalkmaktadır.

Merkez Bankasının asli görevleri arasında bulunan likiditenin sürekliliğini garantilemek, ödeme sistemine iyi bir performans sağlamak ve parasal aktarım sürecini gözetmek şeklindeki fonksiyonları finansal istikrar ile yakın ilişkilidir. Başlıca finansal istikrarsızlık göstergeleri arasında bulunan varlık fiyatları, kredi artışları ve parasal toplamlardaki olumsuz gelişmelerle (aşırı kredi genişlemesi ve varlık fiyat artışları) mücadele etmede merkez bankaları aktif bir rol alabilir (Kaya ve Tokucu, 2014). Finansal soruna makro bakış açısı getirecek uygulamaların ve makro finansal düzenlemelerin merkez bankasının sorumluluğunda olmasının uygun olacağı düşünülebilir. Merkez bankaları böylece sahip olacağı iki amaca uygun olarak politikalarını belirleyebilecektir. Makro ihtiyati politika aracı olarak kullanılabilen faiz koridoru ve zorunlu karşılık gibi araçlar özellikle gelişmekte olan ülkelerin karşı karşıya kaldıkları güçlü sermaye akımlarına karşı yavaşlatıcı etkiler yaratabilmektedir. Böylece merkez bankaları sahip oldukları araçları en etkin şekilde kullanma kararı verirken amaçlar arası oluşabilecek olası bir ödünleşmenin önüne geçebilecektir. Unutulmamalıdır ki, fiyat istikrarı finansal istikrar için gereklidir.

Diğer bir alternatif ise merkez bankası ile düzenleyici ve denetleyici kurumların yetkilerini bir araya getirip ortak karar alıp yürütecekleri bir eşgüdüm merkezi yani bir koordinasyon kurulu oluşturabilmektir. İlk bahsettiğimiz tüm yetkilerin merkez bankasında toplanması ve bazen merkez bankasının mikro alana da nüfuz etmesi ABD uygulamasına benzemektedir. Alternatif diğer çözüm ise Avrupa Birliği'nin çözümüne yakınsamaktadır. Türkiye'deki uygulamada ise Finansal İstikrar Komitesi kurulmuş ve Avrupa geleneği izlenmiştir. Yalnız bu komitenin başkanlığının Hazine'den sorumlu bakana verilmesi bağımsız bir kurul kurulmadığını göstermektedir (Ersel, 2012).

Çizelge 4.1. Makroekonomik Politikaların Faaliyet Alanları ve Finansal İstikrara Katkıları

Makroekonomik Politika	Birincil Amacı	Finansal İstikrara Katkısı
Makro- ihtiyati Politika	Finansal kurumların sorunlarını sınırlamak	Sistemik riski yönetmek
Para Politikası	Fiyat istikrarı	Varlık ve kredi piyasasında çevrimlere karşı dayanmak
Döviz Kuru Politikası	Döviz kuru istikrarı	Sermaye akımlarının oynaklığını azaltmak
Maliye Politikası	Konjonktüre karşı talebi yönetmek	Finansal sistemdeki baskıya karşı mali tamponları sürdürmek

Kaynak: Hannoun (2010)

Küresel kriz öncesi bizde olduğu gibi birçok merkez bankasının temel amacı fiyat istikrarı, kullandığı araçta politika faizi olmuştur. Kriz sonrası bu anlayışa yapılan temel eleştiri ise finansal piyasalarda oluşan balonlara karşı önlem alınmaması ve tehlikenin göz ardı edilmesidir. Yaşanan derin finansal kriz politika yapıcılarını para politikası üzerine bir kez daha düşünmeye itmiştir. Para politikasında yalnızca fiyat istikrarını gözeten yaklaşım finansal istikrar için olumsuz yan etkiler oluşturmuş, sağlanan likidite piyasa aktörlerinin yanlış davranışlara yönelmesinde itici güç teşkil etmiştir. Başta eski FED başkanlarından Greenspan olmak üzere bazı iktisatçılara göre balonları tespit etmek oldukça güçtür. Patlamadan engellemek ise daha büyük zorluklar taşımaktadır. Ama kriz bize kriz sonrası oluşan maliyetin daha yüksek olduğunu göstermiştir. Balonları da dikkate alacak şekilde para politikası tasarlamak gerekliliği ortaya çıkmıştır. Bu noktada enflasyon hedeflemesinden vazgeçmeyi düşünmek gerekmez. Önemli olan enflasyon hedefleme rejimini finansal istikrarı da içine alacak şekilde oluşturabilmektir. Bu yönde Woodford gibi bazı iktisatçıların model oluşturmaya ilişkin çalışmaları bulunmaktadır (Stiglitz, 2013).

Finansal kurumların sermayelerine kıyasla daha çok kredi açmalarının bir göstergesi olarak tanımlayabileceğimiz kaldıraç oranları krizin en önemli bileşenlerinden biri olmuştur. Enflasyon hedeflemesinde oluşturulan modellerin parametreleri arasına kaldıraç oranları da alınmalı ayrıca kaldıraç oranlarına ilişkin düzenlemelerde yapılmalıdır. Kurulacak modellerde karşılaşılabilecek zorlukların başında şüphesiz kullanılacak aracın tekliği ve etkinsizliği gelmektedir. Bu zorluklar para politikasının her iki amaca ulaşmada makro ihtiyati araçlara duyduğu gereksinimi ortaya çıkarmaktadır.

4.2.Makro İhtiyati Politikalar

Kriz öncesi dönemde finansal istikrarın sağlanması için mikro anlamda finansal düzenlemeler bulunmaktaydı. Finansal istikrarın sağlanmasına ilişkin bu düzenlemeler gerekli ama yeterli değildi. Finansal sistemin gelişmesi ve giderek karmaşık bir hal alması mikro ihtiyati düzenlemeleri makro ihtiyati politikalarla tamamlama ve makro bakış açısı getirme zorunluluğu yaratmaktadır. Böyle bir değişiklik aynı zamanda sistemin bütününde rahatlatıcı bir etki oluşturmaktadır. Makro ihtiyati (sakıngan) politikalar finansal sistemin tümünü etkilemeyi amaçlasa da pratikte yoğunlaşma bankacılık alanında olmaktadır. Yine finansal istikrarın sağlanmasında uygun makro politikaların seçilmesi, mevcut mikro politikalarla uyumun ve koordinasyonun iyi olması da önem arz etmektedir. Küresel finansal krizin finansal sistemde yarattığı yıkıcı etkiler finansal sistemin tümüne yönelik olan ve makro ihtiyati politikalar olarak adlandırılan düzenlemelerin hareket noktası olmuştur. Hansen, Kashyap ve Stein tarafından bilançoda çoklu finansal kuruluşların ortak bir şok tarafından vurulmasıyla meydana gelen aşırı daralmayla ilgili sosyal maliyetlerin kontrol edilmesine yönelik bir girişim olarak adlandırılan makro ihtiyati yaklaşım mikro ihtiyati politikalarla farklılık göstermektedir (Coşkun ve Sevgi, 2012). Mikro ihtiyati politikalar bankaların dışsal risklere cevap verebilmesini sağlamayı amaçlarken, finansal sistemden doğacak sorunların reel kesime olan olumsuz yansımaları olarak adlandırabileceğimiz sistematik riski azaltarak kredi akışının sürmesini sağlar. Finansal istikrar için önem arz eden sistematik riski finansal firmaların kredi döngüsünün artış dönemlerinde aşırı risk alma, düşüş dönemlerinde ise riskten kaçınma eğiliminde olmaları ve bireysel bankaların genellikle kendilerinin finansal ağı bütünü bağlamında yaratacakları yayılma etkisini

dikkate almamaları olarak da tanımlayabiliriz (Coşkun ve Sevgi, 2012). Sistemik risk dışında ayrıca sistemik kırılma riskine yol açan kredi ve varlık fiyatları arasındaki çevrimsel döngü, aşırı kaldıraç kullanımı ve sürdürülebilir olmayan kaynaklardan fonlanma azaltılabilmektedir. Bu amaçla finansal sistemde öneme sahip olan kurumlar belirlenir.

Makro ihtiyati politikalar politika otoritelerine sistemik konjonktürün ve finansal sistemin direncini gözden geçirmek, değerlendirmek, finansal istikrara yönelik tehditlerin yeni mi yoksa devam eden bir tehdit mi olduğunu belirlemek, politika araçlarının seçimine ve diğer politikalarla etkileşimine dikkat etmek gibi görevler getirmiştir. Makro ihtiyati politikalar hem oluşacak risklerin zaman içinde birikiminin hem de riskin etkisinin genele yayılımının (kesit boyutu) önüne geçebilmektedir (TCMB, 2014). Çıktı ve refah kaybını uzun vadede sınırlamayı amaçlayan, negatif dışsallıklara karşı dengeleyici bir güç olarak çalışan makro ihtiyati politikalar hem zaman hem de yapısal boyut taşımaktadır. Kurumların risk yapısına odaklanan mikro bakış yerine makro anlayışta kurumlar arası portföy işlemlerine bakılarak önlemler alınır. Bu nokta önemlidir, çünkü kurum riski düşük iken sistemin bütünü itibarıyla risk artıyor olabilir. En başta bilinmesi gereken nokta makro ihtiyati politikaların ikame değil tamamlayıcı nitelikte olduğudur. Çalışma alanı ise hem finansal sistem içindeki etkileşimden hem de finansal sistem ile reel ekonomi arası etkileşimden oluşmaktadır (Osinski, Seal ve Hoogduin 2013).

4.2.1. Makro ihtiyati politika araçları

Makro ihtiyati araçlar başlıca üç kategoride toplanabilir:

- 1) Sermaye ve likidite yeterlilik oranları; bankaların sermaye ve borç verme maliyetlerini arttırarak iyi zamanlarda tutulan rezerv miktarının kriz dönemlerinde oluşacak olası kayıpları kompanse edecek düzeyde olmasına katkı sağlar.
- 2) Varlıkları sağlamlaştırma ve kredi büyüme sınırları; özellikle sektörel şoklara karşı dayanıklılık, daha düşük kredi büyümesi ve ortalama borçlanma kalitesinde artış sağlar.
- 3) Borçlanma uygunluk kriterleri; kredi oranı tavanı (LTV) ile borç/gelir oranı (DTI) gibi oranlar ile hem hanehalkı hem de kurumların risk profili sınırlanmış olur (Dell'Araccia, Igan, Laeven, Tong, Bakker ve Vandenbussche 2012).

Ülke bazında daha yüksek sermaye yeterlilik oranları kredi arzı üzerine etki yaparak varlık tutma yeteneğini geliştirebilmektedir. Bulgaristan, Hırvatistan, Estonya ve Ukranya gibi ülkelerde bu uygulama başarı sağlamamış, Polonya'da ise kısmi bir başarı elde edilmiştir. Polonya borçlanma uygunluk kriterleri uygulamış ve faizleri düşük tutarak ulusal parasının değer kaybetmesine (İsviçre frangı ve Euro karşısında) neden olsa da borçlanmayı kontrol etmiştir. 2000 yılında İspanya'da başlatılan benzer bir uygulama 2004 yılında revize edilmiş ve 2007 sonunda başlayan emlak balonu krizinde faydası görülmüştür. Kredi tavanı oranı ve borcun gelire oranı sınırlamaları da eğer borçlanan kesim hanehalkı ise dayanıksızlık yaratabilir. Borç verenlerin kırılabilirliğini ise azaltır. Ayrıca bu kesimin gelir ve geçici geçimsizlik sorunlarında rahatlama sağlar. Kredi tavanları özellikle toplumun genç hanehalkı ve yatırımcı kesiminden tepki çekebilir. Arkasında güçlü bir politik duruş gerektirmektedir. Krediye duyarlı grupları etkilemesinin yanında dönemler arası tüketimi azaltıp daha düşük yatırım etkinliği yaratabilir. Kore ve Hong Kong uygulamalarında bu araçların etkili olduğu görülmüştür. 2002 yılının Eylül ayında Kore'de başlayan sınırlamalar ev fiyatlarında önemli düşüşler yaratmıştır. Hong Kong'da daha eskiye dayanan bu uygulama (1994'de) emlak balonlarını durdurmada etkili olmakla birlikte 1997 Asya krizine karşı da önemli bir güvenlik sistemi olmuştur (Crowe, Dell'Ariccia, Igan, ve Rabanal 2011). Peru'da mevduatlar üzerine uygulanan zorunlu karşılıklar hızlı kredi büyümesinin oluşturacağı risklere karşı yardımcı olmuştur. Brezilya'da kredi büyümesine karşı yüksek oranda LTV belirlenmiştir (Dell'Ariccia ve diğerleri, 2012).

Türkiye'de ise daha önce geleneksel olmayan para politikası bölümünde anlatılan faiz koridoru, zorunlu karşılık uygulaması ve ROM'u finansal istikrarı sağlama amacıyla birer makro ihtiyati araç olarak düşünebiliriz. Ayrıca TCMB'nin kredili mevduat hesabı (KMH), kurumsal kredi kartlarına üst sınır belirlemesi ve ihracat reeskont kredilerine sağladığı kolaylıklar diğer uygulamalar olarak görülmektedir. Ayrıca BDDK ve makro otoriteler tarafından alınan tedbirler bulunmaktadır. Bu tedbirler kredi kart limitlerine, taksitlerine ve asgari ödeme oranlarına ilişkin düzenlemeler, bireysel kredi kartlarının tüketici kredisi kapsamına alınıp tüketici kredileri ve kredi kartları taksitlerine sınırlama getirilmesi, taşıt kredilerine ayrılan karşılıklar ve kredi/değer oranına ilişkin uygulamalar, bankaların

sermaye yeterlilik oranlarına ilişkin düzenlemeler, ihracat ve kobi kredilerine sağlanan kolaylıklar ve Basel III'e geçiş için gerekli uyum çalışmaları şeklindedir (TCMB, 2014).

Yine makro ihtiyati politika araçları vadeli mevduat ile ilgili uygulamalarda, zorunlu karşılıklarda, likidite fonlama standartlarında, faiz oranı ile kredi kontrollerinde ve döviz pozisyonu sınırlamalarında kendini göstermektedir. Makro ihtiyati politika araçlarını uzun vadede kullanan ülke sayısı azdır. Uygulamada birçok aracı içeren bir paket program gibi değişken yapıda ve çoklu kombine şeklindedir. Bu araçları çoğu ülke kredi piyasasındaki gelişmelere tepki olarak uygulamıştır. Kredilerde artış yaşandığında oluşacak olumsuz etkilere karşı iyi bir önlem olsa bile daha çok kredi balonları patladıktan sonra oluşacak kötü sonuçlardan kaçınmada iyi bir performans sergilemektedir. Makro ihtiyati politika araçları emlak balonları ve kaldıraçlar için iyi bir çözüm olması sorunun kaynağına etki edebilme özelliğinden ve değişen ülke koşullarına uyum sağlama yeteneğinden ileri gelmektedir.

Bütün bu olumlu duruşun yanında politik baskılara açık olması uygulama etkinliğine olumsuz tesir etmektedir. Ayrıca makro ihtiyati politikaların etkinliği ile ilgili çok az çalışma bulunmakta ve yararları ile olası yan etkileri hakkında fazla bilgi bulunmamaktadır.

4.2.2. Makro ihtiyati politikalar ve para politikası

Finansal istikrarı sağlama yolunda makro ihtiyati politikalar ile para politikasının birlikte koordine şeklinde kullanılması olumlu bir sonuç verecektir. Fiyat istikrarı amacıyla finansal istikrar amacı çeliştiği durumlarda uygulanan politikaların olumsuz etkisinin ve olası bir amaçlar arası tercih sorununun makro ihtiyati araçlar ile önüne geçilebilir. Uygulanan para politikasının yaratacağı risk alma tehlikesi ihtiyati düzenlemeler ile engellenebilir. Fakat makro ihtiyati politikaların az önce de değindiğimiz gibi politik baskılara açık olması bu mekanizmanın sağlıklı çalışmasını engelleyebilir. Daraltıcı bir makro ihtiyati düzenlemenin politik maliyetleri yüksek olabilir.

Para ve makro ihtiyati politikaların birlikte finansal istikrar amacına hizmet etmesi kurumsal yapıda da tartışma yaratmıştır. Para ve makro ihtiyati politikaların tek çatı altında mı toplanacağı yoksa ayrı kurumlarca oluşturulacak bir komite tarafından mı gerekli uyumun

sağlanacağı cevap bekleyen soruların başında gelmektedir. Uygulamada her iki örnekte görülmektedir. Bağımsız bir merkez bankası kredibilitesi yüksek bir kurum olarak sahip olduğu araçları her iki amaca da rahatça tesis edebilmektedir. Böylece olası politik baskılara maruz kalmaktan ve koordinasyon sorunundan kurtulmuş olur. Yalnız Türkiye’de olduğu gibi farklı karar birimlerinin bir komisyon altında birleşip politika belirlemesi de yaygın şekilde görülmektedir. Bu ülkelerde para politikası makro ihtiyati politikalardan ayrı tutulmakta iki politika karar birimi finansal istikrar komitelerinde bilgi paylaşımı ve politika koordinasyonu sağlamaktadır (Bayoumi ve diğerleri). Böylece bazı ülkeler Merkez Bankalarına ihtiyati düzenleme, denetim ve risk uyarılarında daha fazla yetki verirken, bazıları ise sistematik riskin teşhis ve tespiti için koordinasyon ve yönetimi sağlayacak konseyler kurmuşlardır (Kaya ve Tokucu, 2014).

Avustralya’da Avustralya merkez bankası nihai ödünç verici rolünü oynayan ve para politikasını oluşturan bir kurum olarak, Avustralya ihtiyati düzenleme yetkilisi ise ihtiyati düzenlemeleri yönetici ve mevduat sigorta garantilerini yöneten bir kurum olarak ayrı ayrı yapılmış durumdadır. Finansal düzenleme konseyi ise Avustralya merkez bankası, ihtiyati düzenleme yetkililiği, Avustralya menkul ve yatırım komisyonu ile Hazine’den oluşmaktadır. Forumlarda tüm sektörlere ilişkin riskler tartışılmakta aynı zamanda her kurum sistematik riski azaltmada sorumlu tutulmaktadır. Hazine ise finansal istikrar ve finansal sistemin sahip olması gereken altyapı için gerekli yasal çerçeveye ilişkin görüşte bulunmaktadır. Potansiyel risklerin de değerlendirildiği konseye merkez bankası başkanı başkanlık etmektedir (Bayoumi ve diğerleri 2014).

Yeni Zelanda’da ise Yeni Zelanda merkez bankası 2013 yılında finansal yönetimin başına geçmiş bulunmakta ve makro ihtiyati araçları kullanabilmektedir. Brezilya’da Ulusal Para Konseyi ve Brezilya Merkez Bankası finansal istikrarı sağlamada görevlidir. Finansal istikrar politikaları ve ihtiyati ölçümlerle ilişkili en yüksek konsey olan Ulusal Para Konseyine merkez bankası ve plan, bütçe, yönetim başkanından oluşan finans yönetimi başkanlık eder. Brezilya merkez bankası bankacılık sektöründeki sistematik riskleri analiz eder, tanımlar ve uygulanacak makro ihtiyati politika araçlarına karar verir. Ama risk artışının kaynağı olan bankacılık kesimi dışındaki finans kurumlarını kapsamaz. Şili, Meksika, Uruguay gibi Latin

Amerika ülkelerinin üçünde de finans yönetiminin başkanlık ettiği komiteler vardır. Amerika'daki Finansal İstikrar Gözleme Konseyi keza benzer bir fonksiyona sahiptir. Diğer grupta yer alan İngiltere ve Avrupa'da ayrı karar alma yapıları mevcuttur. Merkez bankasının bağımsız yapısı fiyat istikrarı hedefi ile finansal istikrar amacına göre daha ilişkili görülmüştür. Örneğin Singapur'da Singapur Parasal Yetkililiği hem para hem de makro ihtiyati politikalardan sorumludur ve koordinasyon bu düzeyde sağlanır (Bayoumi ve diğerleri 2014).

Türkiye'de ise Hazine Müsteşarlığı, BDDK, SPK, TMSF ve TCMB finansal istikrarı sağlamada sorumlu kurumlar olup bu kurumlar arası bilgi paylaşımı ve eşgüdüm ile finansal istikrarın ve sistematik riskin izlenmesinin sağlanması amaçlanmaktadır. Kurumların sistemdeki başlıca sorumlulukları Çizelge 4.2.'de verilmektedir.

Çizelge 4.2. Finansal İstikrarı Sağlayan Kurumlar ve Sorumlulukları

İlgili Kurum	Sorumluluk
Merkez Bankası	Fiyat istikrarı ve finansal istikrar çerçevesinde para, kur politikası ve ödeme sistemleri
Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu (BDDK)	Bankalar ve finansal holding şirketleri ile finansal kiralama, faktoring ve finansman şirketlerinin düzenlenmesi ve denetlenmesi
Hazine Müsteşarlığı	Kamu finansmanı ve mali politikalar ile sigortacılık şirketlerinin düzenlenmesi ve denetlenmesi
Sermaye Piyasası Kurumu (SPK)	Sermaye piyasası ve aracı kurumların düzenlenmesi ve denetlenmesi
Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF)	Tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerinin korunması ile bankaların çözümlenmesi

Kaynak: TCMB

Finansal istikrar komitesi ve finansal istikrar komisyonu Türkiye'de finansal istikrarı sağlamada, riskler ve oluşturulacak politikaların koordinasyonunda yer alan oluşumlardır.

4.3.Yeni Para Politikası Çıkış Stratejisi

Yeni para politikasının dizaynı için yapılan tartışmalar üç ana tema üzerinde şekillenmektedir. Bunlardan ilki yeni para politikasının amacının ne olacağı, ikincisi ise kriz süresince uygulanan geleneksel olmayan para politikasının normal zamanlarda da uygulamaya devam edilip edilmeyeceğidir. Son tartışma ise finansal istikrarı sağlayacak mekanizmanın para politikası ile makro ihtiyati önlemler arasında sağlayacağı uyum ve koordinasyonu üzerine olmaktadır. Sonuncu tartışma bir önceki bölümde değinildiği için tekrar yer verilmeyecek diğer iki tartışma ise sırasıyla açıklanacaktır.

Kriz öncesinde finansal istikrarı sağlamak düzenleyici ve denetleyici kurumların göreviydi ve para politikası sadece varlık fiyatları enflasyonu etkilediğinde reaksiyon vermeliydi. Yani Greenspan'nın savunduğu gibi para politikası balon patladıktan sonra müdahale edecektir (Hahm, Mishkin, Shin H. and Shin K., 2012) Krizle birlikte para politikasının finansal istikrarı gözeterek davranmasının ancak çoklu araçlara sahip olması ile mümkün olabileceği anlaşılmıştır. Makro ihtiyati politikalar para politikasına her iki amaçta da yardımcı olmakla birlikte henüz çok yeni bir uygulamadır ve test edilmemiştir. Finansal istikrar için gerekli politika uygulamalarında üç şeye dikkat edilmelidir. İlk olarak bu iş çok boyutluluk arz etmekte yani kaldıraç, kredi büyümesi ve varlık fiyatlarını da kapsamaktadır. Balonun tanım zorluğu yüzünden büyüme ve finansal istikrar amaçları arası doğru denge sağlanmalıdır. Son olarak politikaların finansal piyasalardaki davranışlar üzerindeki etkisinin tahmin zorluğu vardır. Kısaca para politikasının kriz öncesine göre daha fazla sanatsal daha az bilimsel olması gerekiyordu. Esnek enflasyon hedeflemesine geçilmesi enflasyon ve işsizlik arasındaki trade off ilişkisini de kaldırmış, eğrinin düzleştiği görülmüştür. Katı enflasyon hedeflemesinden esnek enflasyon hedeflemesine geçilmesi ile philps eğrisinin yatıklaşması belirginleşmiş oldu. Philips eğrisinin yatıklaşması uzun vade de işsizliğin artmasına kısa vadede ise enflasyon üzerindeki azalış baskısının küçük kalmasına, küreselleşme ile enflasyonun, yurt içi çevrimsel hareketlerin ve talebin bağının kopmasına, dış ekonomik koşulların üreticilerin fiyat belirlemelerindeki etkinliğinin artması yani maliyet ve enflasyon arası ilişkinin güçlenmesine, enflasyonun dış koşullara daha duyarlı hale gelmesine, düşük düzey enflasyonun gelişmiş ülkelerin aşağı doğru katılıklarının esnek hale gelmesine yol

açtığı ve özellikle gelişmiş ülke merkez bankalarının enflasyon beklentilerinde sağladığı kredibilite ile enflasyon deflasyon sarmalının (spiralinin) zayıflamasında etkili olduğu söylenebilir. Böyle bir ortamda belirsizlik azalma gösterene değin çıktı istikrarına daha fazla önem vermek savunulabilir. Yalnız bu geçici olağanüstü durumlar kalktığına para politikası temel amacı olan fiyat istikrarını sağlamaya diğer amaçlarıyla olası bir ödünleşmeye girmeden devam etmelidir (Bayoumi ve diğerleri).

Krizler merkez bankalarının rollerini ve çalışma sahalarını genişletmiştir. Mevduat kabul etmeyen kurumlara sağlanan likidite, varlık ve kredi piyasalarına yapılan doğrudan ve dolaylı müdahaleler acaba kriz olmadığında da bu uygulamalara devam etme ne derece doğru olur sorusunu akla getirmektedir. Kriz ile kurumlara sağlanan likiditenin yeniden risk alımını teşvik etmemesi için düzenleyici tedbirlere ihtiyaç duyulmaktadır. Merkez bankaları bu amaçla makro ihtiyati düzenlemelere yeni politika setinde yer vermelidir (Taylor, 2014).

Faiz politikasının sınırlarına ulaşması ve beklenen canlılığı gerçekleştiremez hale gelmesi yüzünden başvurulan geleneksel olmayan araçlar kriz süresince gerçekleşebilecek olası refah kayıplarını engellemede başarılı olsa da bu olağanüstü durumlar için getirilen uygulamaların kriz sonrası 'Yeni Normal' olarak adlandırılan politika dizaynında kendine yer bulabileceği cevaplanması gereken diğer önemli sorunsalı oluşturmaktadır. Kriz döneminde uygulanan para politikasına genel olarak baktığımızda sistematik bir likidite genişlemesi görmekteyiz. Merkez bankaları likidite desteği sağlayacağı araçlarda artışa gitmiştir. Ayrıca satın aldığı uzun vadeli devlet kağıtları ve özel sektör menkulleri sonrası sterilizasyona başvurmayarak banka rezervlerini arttırmayı amaçlamıştır. Yaratılan bu atıl rezervleri kullanmakta bankaların isteksiz davranması durgunluğun atlatılmasını zorlaştırmıştır. Merkez bankası bilançolarının ülke GSYH'larına oranının giderek artması ve risk profilinin bozulması bilanço yönetimi sorunlarına yol açmıştır. Merkez bankalarının geleneksel olmayan uygulamalardan ayrılmasını; banka merkezli finansal yapıdan uzaklaşmaya, atıl rezervlerin absorbe edilmesine ve merkez bankalarının bilançolarındaki varlık profilinin yarattığı sorunlara bağlayabiliriz. Merkez bankaları bir yandan menkul kıymet ihraç edip diğer yandan ters repo işlemleri düzenleyerek likidite imkanlarının vadesini kısaltıp, likidite operasyonlarının sıklığını azaltarak yarattığı atıl rezervlerin temel amacı olan fiyat istikrarını

tehdit etmesini engellemelidir. Ayrıca bankacılık kesimi dışındaki kurumlara sağladığı kolaylıklara da sınırlamalar getirerek finansal yapıda gerçekleşecek olası bozulmanın önüne geçebilir (Dağlaroğlu, 2013).

Merkez bankalarının uyguladığı geleneksel olmayan araçlar arasında bulunan miktar ve kredi genişlemesi orta ve uzun vadede çeşitli boyutlarda ters etkilere neden olmaktadır. Sağlanan aşırı likidite aşırı risk almaya ve kaynakların yanlış dağılımına neden olurken, para piyasası merkezden uzaklaşmakta ve piyasaya yeni katılanlar risk almaya teşvik edilmektedir. Ayrıca yine aynı durumun yaşanması halinde parasal otoritelerin müdahale edeceğine inanılması risk alımına zemin hazırlamaktadır. Geleneksel olmayan araçlar arasında faiz taahhüdü hariç diğer politika araçlarının normal zamanlarda kullanılmasının maliyeti sağlayacağı faydayı geçebilmektedir. Yalnız gelişmekte olan ülkeler için durum farklı görülmekte ve sermaye hareketlerinin yıkıcı etkilerine karşı kullanılan faiz koridoru ile zorunlu karşılık uygulaması bu ülkelerin yeni para politikaları içinde yer almaktadır (Perera, 2010).

Para politikasının normale dönmesi sürecinde uygulanacak olan çıkış stratejisinin süresi ve zamanlaması önem arz etmektedir. Fiyat istikrarı hedefi için başta miktar genişlemesi olmak üzere geleneksel olmayan para politikası araçlarının bırakılması gerekmekte, ama finansal piyasalarda hüküm süren belirsizlik bunun kolay olmayacağına işaret etmektedir. Hem gelişmiş (Avustralya) hem de gelişmekte olan (Hindistan) bazı ülkeler daraltıcı para politikasına başlamıştır. Kriz süresince geleneksel olmayan yöntemleri kullanan bu ülkelerin bilanço yapılarının ciddi ölçüde bozulmuş olması daraltıcı para politikasını merkez bankasının varlıklarının vade yapısına bağlı kılmaktadır. Eğer piyasa koşulları umulandan daha hızlı iyileşirse merkez bankası portföyünün ortalama vadesi artacaktır. Böylelikle uygulanacak daraltıcı para politikasının yaratacağı faiz riski piyasa tarafından kabul edilebilir. Daraltıcı para politikası faiz riskinin yanı sıra döviz kurunun değerlendirilmesine ve başka ekonomik risklere de neden olabilmektedir. Politika yapıcıları tüm bu riskleri ve ülke koşullarını göz önünde bulundurarak yeni politikanın oluşum sürecine ve çıkış stratejisinin zamanlamasına karar vermelidir.

4.4. Sonuç ve Değerlendirme

2008 küresel finansal krizi çıkana kadar para politikası otoriteleri arasında bir konsensus mevcuttu. Özellikle gelişmiş ülkelerde tek araç olarak politika faizini kullanan enflasyon hedeflemesi stratejisi büyük ölçüde fiyat istikrarını sağlamada başarılı olmuştur. Ekonominin dengesini bozacak fiyat hareketleri yaşanmamakta ve teorik temellere göre de bu istikrar makroekonominin tümüne yayılacaktı. Fakat dünyadaki gelişmeler ve finansal küreselleşme göz ardı edilmiştir. Politika yapıcıları hem artan finansal yenilikleri ve finansal piyasalardaki gelişmeleri iyi okuyamamış hem de teorik altyapı kendini değişmelere karşı uyarlayamamıştır. Politik rehberde ve karar birimlerindeki bu boşluk ekonomik birimlerin sorumsuz davranışlarıyla birleşince kriz patlak vermiş ve ülkeler arası oluşan finansal entegrasyon krizin kısa bir süre içerisinde tüm dünyaya yayılmasına neden olmuştur. Krizin hazırlayıcısı özelliği taşıyan genişletici para politikası kriz ile yine tek çare olarak görülmüş ama kısa sürede sıfır düzeyini test eden faiz oranları ve beklenen canlılığın yaratılamaması bu politikanın sınırlarına ulaştığının anlaşılmasını sağlamıştır. Ayrıca enflasyon ve işsizlik arası ilişkinin kopmuş olduğu görülmektedir. Aktarım mekanizmasının ciddi hasara uğradığı ve çalışmadığı anlaşılmıştır. Parayı kontrol etmek yerine likidite kontrolü ile artık ekonomiye yön verilebilmektedir. Teorik altyapının sorgulanması da böylece bir ihtiyaç olarak karşımıza çıkmıştır.

Birçok ülke kriz sonrası karşılaşılan bu olağanüstü koşullarda faiz koridorunu aktif hale getirerek, zorunlu karşılıklarda vade farklılaştırmasına giderek bazı para politikası araçlarını alışılmış uygulamaların dışında kullanmış ve yeni bazı araçlar geliştirmişlerdir. Fiyat istikrarı hedefinin yanına finansal istikrarı da koyan ve politika faizinin yanına başka araçları da ekleyen kısaca amaç ve araç çeşitliliğine giden geleneksel olmayan para politikası uygulamalarına az ya da çok birçok ülkede kriz ile birlikte geçildiği görülmüştür. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler araç tercihlerinde krizden etkilenmelerine göre farklılık göstermiştir. Geleneksel olmayan para politikasının geleneksel para politikasına ikamesinin söz konusu olması bu araçların varlık fiyatları ve reel ekonomi üzerindeki etkinliğine bağlıdır. Geleneksel olmayan araçlar uzun vadeli faizleri düşürmüştü ve bunda başarılı

olmuştur. Yalnız kriz ile oluşan belirsizlik yüzünden iktisadi birimlerin sağlanan kaynakları kullanmadaki isteksizliği bu politikaların toplam talep üzerindeki etkisini sınırlamıştır.

TCMB'de krizden yaklaşık 1,5 yıl sonra yeni bir politika ilan etmiş ve diğer gelişmekte olan ülkeler gibi faiz koridoru ve zorunlu karşılıkları politika setine dahil etmiştir. Geliştirilen ROM mekanizması birçok ülkeye örnek teşkil etmiştir. TCMB'nin tasarladığı geleneksel para politikasının başarılı olduğu görülse de fiyat istikrarı hedefinden taviz verildiği söylenebilir.

Artık ülkeler yavaş yavaş normale dönen günümüz koşullarında ekonomide yeniden aynı hatalara düşmemek ve sağlam finansal yapılar oluşturmak için olağanüstü dönem uygulamalarına son verip 'Yeni Normal' olarak adlandırılan para politikasının günümüz modelini hazırlamaktadır. Oluşturulacak yeni para politikası anlayışı fiyat istikrarı ve finansal istikrar hedeflerine eşit uzaklıkta, amaçlarda taviz verilmesine yol açmayan doğru araç setine sahip ve uygulamada makro ihtiyati politikalarla uyumlu olmalıdır. Daha önce finansal istikrarın sağlanması için kullanılan mikro ihtiyati araçlara makro bakış açısı getirilip yeni düzenlemeler oluşturulmuş, kullanılacak makro ihtiyati ve para politikası araçları arası rol dağılımı da önem kazanmıştır. Kuşkusuz para ile makro ve mikro ihtiyati politikalar arası en iyi düzenleme ülke koşulları göz önüne alınarak yapılmalıdır. Politika otoriteleri ise bilgi paylaşımına, kredibilitenin korunmasına ve bağımsızlığın sağlanmasına dikkat etmelidir. Merkez bankalarının araç bağımsızlığına sahip olmaları önemini korumaktadır. Politika yönetimi gerek merkez bankası elinde toplansın gerekse bir kurul veya komiteden oluşsun şüphesiz başarı uyum ve koordinasyon ile yakın ilişkili olacaktır. Yeni para politikası oluşturulması ve kurumsal dizayn üzerine tartışmaların hala sürmesi para politikasının yeni anlayışının nihai halini almasının zaman alacağını göstermektedir.



KAYNAKLAR

- Akyol, S. ve Varlık, S. (2010) Bir küresel kamu malı olarak Finansal İstikrar: Eleştirel değerlendirmeler, *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 21 (75), 141-162.
- Alp, H. ve Elekdağ, S. (2011) *The role of monetary policy in Turkey during the global financial crisis*, TCMB Working Paper, No:11/10.
- Alper, K. ve Tiryaki, T. (2011) *Zorunlu karşılıkların para politikasındaki yeri*, TCMB Ekonomi Notları, No:11/08.
- Alper, K., Kara, H. ve Yörükoğlu, M. (2012) *Rezerv opsiyon mekanizması*, TCMB Ekonomi Notları, No:12/28.
- Aslaner, O., Çıplak, U., Kara, H. ve Küçüksaraç, D. (2014) *Reserve Option Mechanism: Does it work as an Automatic Stabilizer ?* TCMB Working Paper(14/38), October, 2014
- Başçı, E. ve Kara, H. (2011) Finansal istikrar ve para politikası *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi* 26(302), 9-25.
- Bayoumi, T., Dell’Ariccia, G., Habermier, K. and IMF Staff Team (2014) *Monetary Policy in the New Normal*, SDN/14/03.
- Beker, V. A. (2012) *Rethinking macroeconomics in light of the U.S. financial crisis*, Web:<http://www.peacon.net/PAEReview/issue60/Beker60.pdf> adresinden 10 Ekim 2014 tarihinde alınmıştır.
- Binici, M., Erol, H., Kara, H., Özlü, P. ve Ünalmış, D. (2013) *Faiz koridoru bir makro ihtiyati araç olabilir mi?*, TCMB Ekonomi Notları, No:13/20.
- Blanchard, O., Dell’Ariccia, G. and Mauro, P. (2010) *Rethinking macroeconomics policy*, IMF Staff Position Note, SPN/10/03.
- Blanchard, O., Dell’Ariccia, G. and Mauro, P. (2013) *Rethinking Macro Policy II Getting Granular*, IMF Staff Discussion Note, SDN/13/03.
- Buiter, W.H. (2012) *The Role of Central Banks in Financial Stability: How Has It Changed ?*, *Centre for Economics Policy Research*, CEPR Tartışma Metni, No:8780, Londra.
- Carstens, A. (2013) *Monetary Policy Options and Tools*, Federal Reserve Bank of Kansas City Economics Policy Synposium, 22-24 August 2013 in Jackson Hole, 135-148.
- Chang, R. (2013) *Rethinking monetary policy after the crash*, Rutgers University and NBER.
- Coşkun, N. ve Sevgi, H.N. (2012) *Para Politikası, Makro-İhtiyati Politikalar ve KrediGenişlemesi İlişkisi*, UEK-TEK, 2012, İzmir.

- Crowe, C., Dell’Ariccia, G., Igan, D. and Rabanal, P. (2011) *How to deal with real estate booms: Lessons from Country Experiences*, IMF Working Paper, WP/11/91.
- Dağlaroğlu, T. (2013) *Gelişmiş ülkelerde mali baskınlık problemi ve finansal istikrarsızlık altında geleneksel olmayan para politikası yeni para politikası aracı olabilir mi?* Ankara, 12 Mart 2013, Web:www.ead.org.tr/geçmiş_sem2013.html adresinden 20 Şubat 2015 tarihinde alınmıştır.
- Dell’Ariccia, G., Igan, D., Laeven, L., Tong, H., Bakker, B. and Vandenbussche, J. (2012) *Policies for macrofinancial stability: How to deal with credit booms*, IMF Discussion Note, SDN/12/06.
- Erol, E. D. ve Erol İ. (2015) *Küresel Finans Krizi ve Sonrasında Dünya Merkez Bankalarının Para Politikası Stratejileri*, *LAÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, Haziran, 2015.
- Ersel, H. (2012) *Finansal istikrarın sağlanması için nasıl bir mekanizma tasarlanabilir ? İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 27(315), 2012.
- Financial Stability Board, IMF and BIS (2011, February 14) *Macroprudential policy tools and frameworks*, 2011.
- Hahm, J., Mishkin, F., Shin, H. and Shin K. (2012) *Macroprudential policies in open emerging economies* NBER Working Paper Series Web:http://www.nber.org/papers/w17780 adresinden 12 Kasım 2014 tarihinde alınmıştır.
- Hannoun, H. (2010) *Towards a global financial stability framework*, Speech at the 45th SEACEN Governors' Conference, Siem Reap province, Kamboçya, 26-27 Şubat 2010.
- Kara, H. (2012) *Küresel kriz sonrası para politikası*, TCMB Çalışma Tebliği, No:12/17.
- Kaya, Z. ve Tokucu, E. (2014) *Son Finansal Kriz Öncesi ve Sonrası Para Politikalarında Gelişmeler ve Merkez Bankalarının Değişen Rolü*, Avrasya Ekonomileri Üzerine Uluslararası Konferans, Session, 2014.
- Klyuev, V. , Imus, P. and Srinivasan, K. (2009) *Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advanced Economics*, IMF Staff Note, 2009.
- Küçüksaraç, D., Özel, Ö. (2012) *Rezerv Opsiyon Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyon Katsayısı*, TCMB Çalışma Tebliği, No:12/32.
- Mishkin, F. S. (2011, February) *Monetary Policy Strategy: Lessons from the crisis*, NBER Working Paper Series, Web:http://www.nber.org/papers/w16755 adresinden 12 Kasım 2014 tarihinde alınmıştır.
- Osinski, J., Seal, K. and Hoogduin, L. (2013) *Macroprudential and microprudential policies: Toward Cohabitation*, IMF Staff Discussion Note, SDN/13/05.

- Özatay, F. (2009) Türkiye’de 2000-2008 döneminde para politikası, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 24(275), 2009.
- Özatay, F. (2011) Merkez Bankası’nın Yeni Para Politikası: İki hedef- üç ara hedef- üçaraç, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 26(302), 2011.
- Özatay, F. (2012) Para Politikasında Yeni Arayışlar, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 27(315), 2012.
- Perera, A. (2010) *Monetary Policy in Turbulent Times: Impact of Unconventional Monetary Policies*, Central Bank of Sri Lanka International Research Conference, 2010, 1-68.
- Perera, A. (2013) *Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy -an EME Perspective*, Federal Reserve Bank of Kansas City Economics Policy Symposium, 22-24 August 2013 in Jackson Hole, 373-383.
- Ritholtz, B. (2009) *Bailout Nation, with New Post – Crisis Update: How Greed and Easy Money Corrupted Wall Street and Shook the World Economy*, MacGraw Hill, 2009, Chapter 8, 89-99.
- Serel, A. ve Özkurt, İ. C. (2014) Geleneksel olmayan para politikası araçları ve Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, Sayı:22, 56-71.
- Stiglitz, J. E. (2009a) *Interpreting the causes of the great recession of 2008* Web:policydialogue.org/files/events/Stiglitz adresinden 5 Kasım 2014 tarihinde alınmıştır.
- Stiglitz, J. E. (2009b) The Current Economics Crisis and Lessons for Economics Theory *Eastern Economic Journal*, 35, 281-296, 2009.
- Stiglitz, J. E. (2011) Rethinking Macroeconomics: What failed and How to repair it, *Journal of the European Economic Association*, August, 2011, 9(4), 591-645.
- Stiglitz, J. E. (2013) Stable Growth in an Era of Crises : Learning from Economic Theory and History, *Ekonomi-tek*, 2(1), Ocak 2013, 1-39.
- Svensson, L. (2011), Monetary Policy after the Crisis, Speech at the Federal Reserve Bank of San Francisco. Retrieved 23 Kasım 2011, <http://people.su.se/~leosven/> adresinden 10.4.2015 tarihinde alınmıştır.
- Taylor, J. B. (2014) *Re-Normalize, Don’t New-Normalize Monetary Policy*, IMF Conference on Monetary Policy in the New Normal, April 2014, 1-10, Washington D.C.
- Tokucu, E. (2010) Kriz ve Para Politikaları: Para Politikalarının Başarısızlığı Üzerine *Ekonomik Yaklaşım Dergisi*, 21(76), 31-54.
- Tokucu, E. (2012) Financial Stability and Central Banks: Can Central Banks Secure Financial Stability? *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 33(2), 85-103.

- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2010) Para Politikası Çıkış Stratejisi, Ankara.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2009) Enflasyon Raporu 2009-II. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2010) Enflasyon Raporu 2010-III. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2011) Enflasyon Raporu 2011-I. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2011) Enflasyon Raporu 2011-II. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2012) Enflasyon Raporu 2012-I. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2012) Enflasyon Raporu 2012-IV. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2013) Enflasyon Raporu 2013-I. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2013) Enflasyon Raporu 2013-IV. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2014) Enflasyon Raporu 2014-II. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2014) Enflasyon Raporu 2014-IV. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2014) Finansal İstikrar Raporu, Sayı 19. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2010) Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. 23 Eylül 2010. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2010) Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. 17 Aralık 2010. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2011) Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. 24 Ocak 2011. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2011) Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. 23 Mart 2011. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2011) Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. 21 Nisan 2011. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2011) Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. 12 Eylül 2011. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2012) Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. 27 Mart 2012. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2012) Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. 29 Mayıs 2012. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2013) Finansal Şirketlerin Zorunlu Karşılık Kapsamına Alınmasına İlişkin Basın Duyurusu, 4 Ekim 2013, Ankara.

- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2013) Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, 24 Aralık 2013, Ankara.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2014) Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, 24 Temmuz 2014, Ankara.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2014) Çekirdek Yükümlülüklerine Sağlanacak Desteğe İlişkin Basın Duyurusu, 21 Ekim 2014, Ankara.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2015) Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, 3 Ocak 2015, Ankara.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2015) Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, 10 Mart 2015, Ankara.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2007) 2008 Yılında Para ve Kur Politikası, Ankara.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2008) 2009 Yılında Para ve Kur Politikası, Ankara.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2009) 2010 Yılında Para ve Kur Politikası, Ankara.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2010) 2011 Yılında Para ve Kur Politikası, Ankara.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2011) 2012 Yılında Para ve Kur Politikası, Ankara.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2012) 2013 Yılında Para ve Kur Politikası, Ankara.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2013) 2014 Yılında Para ve Kur Politikası, Ankara.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (2014) *Bülten*, Sayı:35, Eylül, 2014.
- Üçer, M. (2011) Son para politikası uygulamaları üstüne gözlemler, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 26(302), 45-51.
- Ünalnış, D. ve Ünalnış, İ. (2015) *Zorunlu karşılıklara faiz ödemesi*, TCMB Ekonomi Notları, No:15/01.
- Vural, U. (2013) *Geleneksel olmayan para politikasının yükselişi*, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, 2013, Ankara.
- Williams, J. C. (2013) *Will Unconventional Monetary Policy Be the New Normal?* Presentation to UC San Diego Economic Roundtable, San Diego, California.
- Woodford, M. (2009) Convergence in Macroeconomics: Elements of the New Synthesis *American Economic Journal : Macroeconomics*, 2009, 1:1, 267-279.



ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Soyadı, adı : ATILĞAN, Mustafa Harun
Uyruđu : T.C.
Doğum tarihi ve yeri : 18.11.1982 - ANKARA
Medeni hali : Bekar
Telefon : 0535 028 08 22
Faks : -
e-mail : hatlgan378016@ymail.com

Eđitim

Derece	Eđitim Birimi	Mezuniyet tarihi
Yüksek lisans	Gazi Üni. SBE İktisat Anabilim Dalı	Devam ediyor
Lisans	Gazi Üni. İİBF İktisat Bölümü	2005
Lise	Kocatepe Mimar Kemal Lisesi	2000

İş Deneyimi

Yıl	Yer	Görev
2014	Maliye Bakanlığı	Maliye Uzman Yardımcısı

Yabancı Dil

İngilizce

Yayımlar

.

Hobiler

Kitap okumak, sinema, tiyatroya gitmek.



GAZİ GELECEKTİR..

