

Majör Merkez Bankalarının Para Politikası Yaklaşımları: 2008 Küresel Finans Krizi ve Avrupa Borç Krizi Üzerine Bir Deneme

Burak SERTKAYA *

Geliş Tarihi (Received): 25.03.2019 – Kabul Tarihi (Accepted): 17.04.2019

Öz

Küresel finans krizi sonrasında merkez bankaların para politikalarında önemli dönüşümler yaşanmıştır. Kriz öncesi dönemde yalnızca fiyat istikrarına odaklanan merkez bankaları, krizle birlikte finansal istikrarı da dikkate almıştır. Diğer taraftan merkez bankalarının para politikası için kullandığı araçlar sınırsız değildir. Özellikle, küresel finans krizinin Avrupa borç krizine dönüşmesi ile birlikte, gelişmiş ülke merkez bankaları reel ekonomiyi yeniden canlandırmak için geleneksel olmayan para politikalarına başvurmuştur. Bu kapsamda gelişmiş ülke merkez bankaları, faiz oranlarını agresif bir şekilde düşürerek politika faizlerini sıfır seviyelerine indirmiştir. Böylece geleneksel olmayan para politikaları uygulamaları ile merkez bankaları bilançoları genişlemiş ve parasal taban büyük ölçüde arttırılmıştır. Merkez bankalarının bu noktadaki amacı daralan küresel talebe bağlı olarak deflasyon sürecinden çıkmaya çalışmak olmuştur. Bu çalışmada, Amerikan Merkez Bankası, Avrupa Merkez Bankası, İngiltere Merkez Bankası ve Japonya Merkez Bankası'nın para politikaları uygulamalarına ve sonuçlarına değinilmiştir. Çalışmadaki diğer bir amaç ise küresel kriz sonrası para politikalarının etkinliğine yönelik tartışmalara dikkat çekmektir.

Anahtar Kelimeler: *Küresel Finans Krizi, Avrupa Borç Krizi, Majör Merkez Bankaları, Para Politikası*

JEL Sınıflaması: *E520, E580, G010*

* Arş. Gör. Dr., Hitit Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, buraksertkaya@yahoo.com
orcid.org/0000-0001-9551-3439

Monetary Policy Approaches of Major Central Banks: An Essay on the 2008 Global Financial Crisis and the European Debt Crisis

Abstract

In the aftermath of the global financial crisis, major transformations in the monetary policies of central banks were experienced. Central banks, focusing only on price stability in the pre-crisis period, have also taken into account financial stability with the crisis. On the other hand, the tools used by the central banks for monetary policy are not unlimited. In particular, with the transformation of the global financial crisis into the European debt crisis, the central banks of the developed countries have resorted to unconventional monetary policies to revitalize the real economy. In this context, the central banks of developed countries have lowered their policy rates to zero by aggressively lowering the interest rates. Thus, with the implementation of unconventional monetary policies, the balance sheets of central banks expanded and the monetary base was greatly increased. The purpose of the central banks at this point was to try to get out of the deflation process due to the shrinking global demand. In this study, the monetary policy applications and results of the Federal Reserve Bank, The European Central Bank, The Bank of England and the Bank of Japan were discussed. Another aim of the study is to draw attention to the discussions on the effectiveness of the monetary policies after the global crisis.

Keywords: *Global Financial Crisis, European Debt Crisis, Major Central Banks, Monetary Policy*

JEL Classification: *E520, E580, G010*

Giriş

Finansal piyasalardaki entegrasyona bağlı olarak, ülkeler arasında ekonomik bağımlılığın ve koordinasyonun artması ekonomi politikalarını daha seçici hale getirmiştir. Bununla birlikte ülkeler arasındaki artan bağımlılık, finansal piyasalarda ortaya çıkan herhangi bir kırılganlığın başka ekonomilere bulaşmasını daha kolay hale getirmiştir. Özellikle merkez bankalarının genişleyen rolleri ekonomilerde daha aktif hale gelmesine neden olmuştur. Sermaye piyasalarının gelişmesi ve finansal piyasalar arasında artan entegrasyon, bu noktada merkez bankacılığına yeni yaklaşımlar getirmiştir.

2008 Küresel Finans Krizi sonrası dünyada birçok ülkenin parasal otoriteleri krizin yıkıcı etkilerini azaltmaya çalışmışlardır. Küresel finans krizinin Avrupa'ya sirayet etmesi ve sonrasında Avrupa'nın bir borç krizi sarmalına girmesi, gelişmiş ülke merkez bankalarının bir takım parasal önlemler almasına neden olmuştur. Krizin etkilerini yok etmek için öncelikle gelişmiş ülke merkez bankaları faiz oranları kanalından hareket ederek ekonomiye müdahalede bulunmuştur. Bu çerçevede FED (Federal Reserve Bank), ECB (European Central Bank), BOJ (Bank Of Japan) ve BOE (Bank Of England) gibi majör merkez bankaları geleneksel para politikası kapsamında faiz indirimine gitmiştir. Majör merkez bankalarının bu noktada temel amacı, daralan küresel ekonomik talebi yeniden canlandırmak ve deflasyon sürecinden çıkmaktır. Ancak majör merkez bankaları faiz oranlarını sıfır düzeyine çekmesine rağmen ekonomik iyileşme yeterince sağlanamamıştır. Geleneksel para politikalarının sınırlarına ulaşması, majör merkez bankalarını yeni politika arayışlarına itmiştir. Bu çerçevede söz konusu ülkeler geleneksel olmayan para politikaları uygulamalarına başvurarak önemli ölçüde finansal varlık alımına gitmiş ve piyasaya likidite desteği sağlamıştır. Likidite desteği sağlama şekli merkez bankaları arasında farklılık gösterse de temelde merkez bankaların bilançolarındaki varlıkların kompozisyonu önemli ölçüde değişmiştir.

Küresel finans krizi sürecinde majör merkez bankaları kuralsız bir şekilde krizin yıkıcı etkilerini önleme çabası içine girmiştir. Ancak kriz sonrası, faiz oranlarında önemli değişikliklere gidilmesine karşın etkin bir sonuç alındığına yönelik tartışmalar hala devam etmektedir. Nitekim bir takım ülkeler[†] negatif faiz uygulamasıyla krizin etkilerini bertaraf etme yoluna gitmesine rağmen kriz süresince uygulanan düşük faiz politikası kendisinden beklenen etkiyi tam olarak gösterememiştir. Bu çerçevede bu çalışmada, ilk bölümde küresel finans krizinin çıkışına ve

[†] Avrupa Merkez Bankası (ECB), Japonya (BOJ), Danimarka, İsviçre, İsveç

etkilerine değinilmiştir. İkinci bölümde, krizin Avrupa'da bir borç çıkmazına dönüşümü ele alınmıştır. Üçüncü bölümde ise majör merkez bankalarının küresel krize cevabı ve geleneksel olmayan para politikası uygulamalarına değinilmiştir. Son olarak, geleneksel olmayan para politikaları ve bu politikaların etkinliği tartışılmaya açılmış ve değerlendirilmiştir.

1. Küresel Finans Krizi ve Krizin Küresel Yansımaları

2007 yılının ortalarında ABD'de ortaya çıkan mali çalkantı 2008 yılının sonlarına doğru küresel finans krizine dönüşmüştür. Çıkış noktası riskli konut kredilerine dayanan küresel kriz sonrasında özellikle ABD'de, birçok finansal kuruluş büyük mali sıkıntıya girdiğinden ya iflas etmiş, ya el değiştirmiş ya da devletleştirilmiştir.

Yüksek risk içeren ve subprime (eşik-altı) krediler olarak da bilinen ipoteekli konut kredileri krizin başlamasında önemli rol oynamıştır. Küresel finans krizi öncesinde ABD merkez bankasının genişlemeci para politikasının bir sonucu olarak politika faiz oranları sürekli azalmıştır. Böylece, finansal kurumların borçlanma maliyetleri düşmüş ve sahip olduğu fon fazlalığını konut kredilerine yöneltmişlerdir. Fakat ABD bankaları, yüksek risk içeren ancak yüksek kar sağlayan subprime kredilerini orantısız şekilde dağıtmışlardır. Bu şekilde subprime kredilerinin büyük bir bölümü düşük geliri olan ve geri ödeme gücü zayıf olan gruplara verilmiştir. Diğer ifadeyle söz konusu faktörler bankaların daha düşük kredi notu alan hane halkına subprime kredileri sunmasını mümkün kılmıştır. Diğer taraftan subprime kredilerindeki artışla birlikte riskli kredilerden kaynaklı alacakların büyük bir kısmı menkul kıymetleştirilmeye başlanmıştır. Nitekim FED'in faizleri yükseltmesi neticesinde 2007 yılının ortalarından itibaren subprime mortgage kredilerinin geri ödenmesinde büyük sıkıntılar yaşanmıştır. Bunun üzerine likidite problemi içine giren finansal kurumlar yükümlülüklerini yerine getirememiştir. Diğer yandan finansal piyasalardaki yüksek kaldıraçlar, kredilerin önemli ölçüde genişlemesi, gizli bilanço dışı yükümlülükler gibi sorunlar krizin çıkmasında rol oynayan temel etmenlerdir (Dabrowski, 2009, ss.7-12; Mishkin, 2012, ss. 373-383). Sonuçta varlığa dayalı menkul kıymetler, bugün hala etkileri devam eden küresel krizin ana nedenlerinden birisi olmuştur. Aşırı değerlendirilen varlık fiyatları sonucu oluşan panik ortamında ani varlık satımları görülmüş ve piyasalardaki çalkantı diğer birçok ülkeye bulaşmıştır.

ABD ekonomisindeki GSYİH büyümesi 2008 yılının üçüncü çeyreğinde yıllık bazda yüzde -1,3 oranında gerilemiştir. Söz konusu gerileme, ABD'nin II. Dünya Savaşı'ndan bu yana en kötü ekonomik daralmasıdır. ABD'de Reel GSYİH, 2008'in dördüncü çeyreğinde ve 2009 yılının ilk

çeyreğinde yıllık bazda sırasıyla -5,4 ve yüzde -6,4 oranlarında gerilemiştir. İşsizlik oranı 2009'da yüzde 10 seviyelerini aşmıştır. Aynı şekilde dünya ekonomik büyümesi yaşanan durgunlukta gerilemiştir. Küresel büyüme 2008 yılının dördüncü çeyreğinde yıllık yüzde -6,4 oranında ve 2009 yılının ilk çeyreğinde yüzde -7,3 oranında düşmüştür (Mishkin, 2011, ss. 59-60).

Kriz, başta kredi piyasaları olmak üzere borsalarda çöküntüye neden olmuş ve çok sayıda firmanın ödeme gücü çökmesine yol açmıştır. Küresel finans krizi ABD'de ortaya çıkmasına rağmen birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin finans ve reel piyasalarını derinden etkilemiştir. Özellikle ülkelerin borsaları önemli oranda değer yitirmiş ve risk primleri yükselmiştir. Bundan dolayı, öncelikli olarak krize uğrayan ülkelerin reel ekonomik büyümesi yavaşlamış ve işsizlik oranları yükselmiştir. Küresel krizden çıkmak için başta IMF, Dünya Bankası, FED, Avrupa Merkez Bankası gibi önemli iktisadi kurumlar ve hükümetler tarafından finansal kurtarma paketleri açıklanmıştır. Özellikle faiz indirimleri ve genişletici maliye politikası gibi tedbirler söz konusu politikaların etkinliğini sorgulamıştır. Krizin Avrupa'ya sirayet etmesi, Avrupa'daki ekonomik sorunları gün yüzüne çıkarmış ve bir Avrupa ülkesinde borç krizine yol açmıştır.

2. Avrupa Borç Krizi

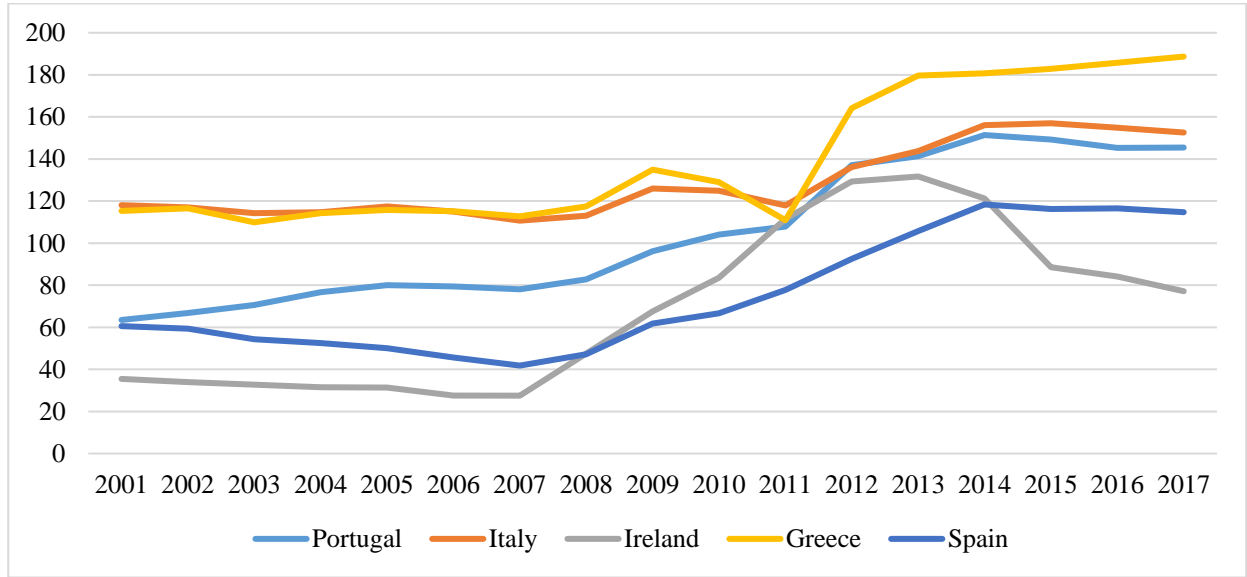
Küresel finans krizi Avrupa ülkelerini daha çok etkilemiştir. Zira gelişmekte olan ülkelerin bilançolarındaki mortgage kredisine dayalı toksik varlıklar[‡], gelişmiş ülkelerinkine göre daha çok değildir. Kriz zamanında Avrupa bankalarının bilançolarındaki söz konusu toksit varlıklar önemli miktarda yer edinmekteydi. Neticede küresel finans krizinden daha çok gelişmiş Avrupa ülkeleri etkilenmiştir. Söz konusu gelişme, sıkıntıda olan Avrupa bankalarının bilançolarındaki varlıkların değerini düşürmüştür ve belirsizlikleri arttırmıştır. Diğer yandan Avrupa ülkelerinde görülen belirsizlikler ve bilanço varlıklarındaki düşüşler, daha kırılgan olan Avrupa ülkelerinin borç ödemelerini zorlaştırmış ve krizi bir borç krizi haline dönüştürmüştür.

Küresel krize bağlı olarak ülkelerin kredi notlarının düşmesi, borsalardaki çalkantı, ülke borçlarının ve bütçe açıklarının artması Avrupa borç krizinin temel nedenlerindedir. Özellikle Yunanistan, İzlanda, İrlanda, Portekiz ve İspanya gibi Euro bölgesi ülkeleri, Avrupa borç krizinden yoğun biçimde etkilenmiştir (Arezki vd, 2011, s. 2; Acharya, 2017, ss. 1-7). Avrupa bankalarının ABD piyasasındaki varlığa dayalı menkul kıymet zararlarına maruz kalması, Avrupa ülkelerini en az ABD kadar sarsmıştır. Avrupa borç krizi ve bunun ardından gelen durgunluk kritik öneme

[‡] Önemli oranda değer kaybeden batık finansal varlıklar.

sahiptir. Zira Avrupa bölgesi dünyanın en büyük ekonomik bölgelerinden biridir (Chinn ve Frieden, 2012, s.1). Nitekim 2008 - 2009 yılları boyunca, Avrupa’da devlet borcu hakkında nispeten daha az kaygı bulunmaktaydı. Bunun yerine daha çok, ECB’nin küresel finansal şoku ele almadaki eylemlerine odaklanılmıştı. ECB, diğer majör merkez bankaları ile paralel olarak kısa vadeli faiz oranlarını düşürmüş ve böylece piyasaya Avro cinsinden kapsamlı likidite sağlamıştır. Ayrıca Avrupa bankalarının dolar cinsinden likidite erişimini kolaylaştırmak için döviz takası düzenlemelerine girmiştir (Constancio, 2012, s.116; Lane, 2012, s.55). Krizle birlikte hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde büyüme oranlarındaki düşüşe bağlı olarak ekonomik durgunluk yaşanmıştır. En başta Yunanistan olmak üzere; İspanya, İtalya, İrlanda, Belçika ve Portekiz gibi daha birçok ülke borç sarmalı içine girmiştir. Kriz sürecinde daralma yaşayan ekonomiler için birçok kurtarma paketi açıklanmış ve söz konusu ülkelerin krizden çıkması sağlanmaya çalışılmıştır.

Grafik. 1. (PIIGS) Ülkelerinin Toplam Kamu Borçları/GSYİH

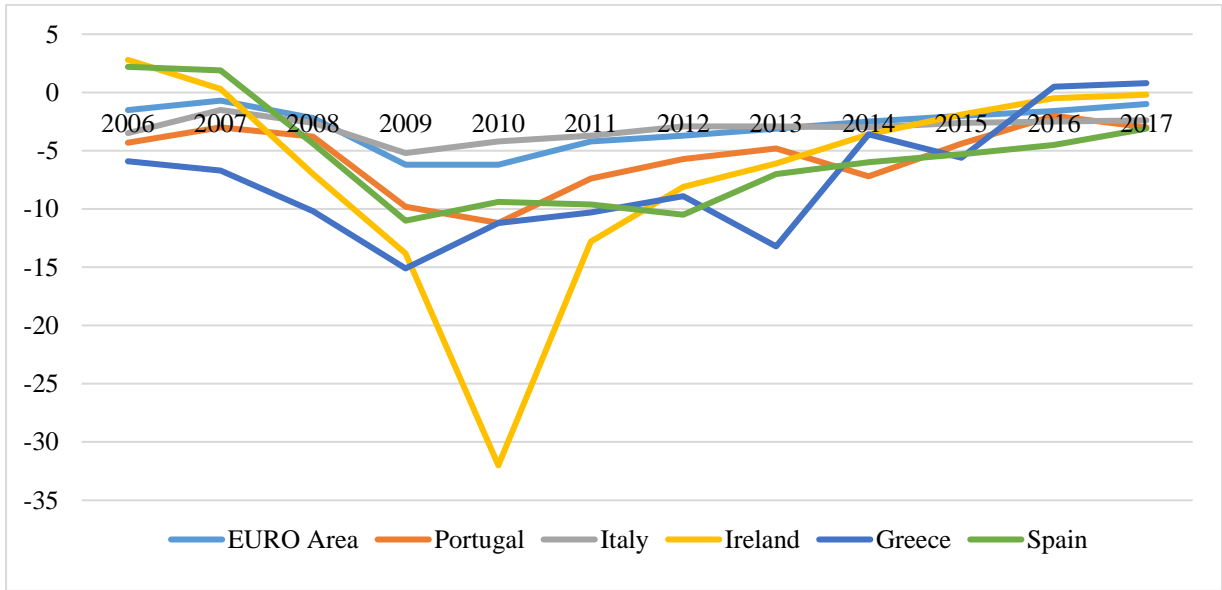


Kaynak: OECD

Küresel finans krizinin AB’ye olan etkisini, özellikle kamu maliyesine ilişkin rakamlarda açıkça görebiliriz. Toplam kamu borcunun GSYİH oranına bakacak olursak, birçok Avrupa Birliği ülkesinin Maastricht Kriterlerine uymadığı görülür. Maastricht kriterlerine göre Kamu Borç Stoku/GSYİH oranının yüzde 60’ı geçmemesi gerekmektedir. Aynı şekilde Bütçe Açığı/GSYİH oranı da %3’ü geçmemelidir (Dabrowski, 2009, ss.15-18; Wood, 2012, s. 33). Grafik.1’de de görüleceği üzere, krizin yoğun olarak hissedildiği Portekiz, İtalya, İrlanda, Yunanistan ve İspanya

(PIIGS) gibi ülkelerde Kamu Borç Stoku/GSYİH oranı küresel finans kriziyle birlikte yaklaşık iki katına çıkmıştır. Borç krizinin yoğun olarak hissedildiği PIIGS ülkelerinde Yunanistan, oransal olarak en fazla kamu borç stokuna sahip ülke konumundadır. İrlanda'nın ise son yıllarda toplam kamu borcunun/GSYİH'ya oranında gerileme görülmüştür. Buna rağmen söz konusu oranın PIIGS ülkeleri için hala yüksek seyrettiği söylenebilir. Dolayısıyla başta PIIGS ülkeleri olmak üzere birçok Avrupa ülkesinde sürekli artış gösteren kamu borçları ve bütçe açıkları neticesinde Euro Bölgesi için kamu disiplini sağlamaya yönelik oluşturulan Maastricht kriterlerinin önemsenmediği görülmüştür. Özellikle Almanya ve Fransa gibi merkez ülkelerin diğer ülkelerin uyguladığı kriterleri görmezden gelmeleri bu durumun oluşmasında etkili olmuştur.

Grafik. 2. (PIIGS) Ülkeleri ve Avrupa Birliği'nin Bütçe Açıkları/GSYİH



Kaynak: Eurostat

Sonuç olarak ortaya çıkan yüksek düzeyde kamu açıkları PIIGS ülkelerini, Avrupa'nın geri kalanındaki bankalara büyük oranda borçlu kılmıştır. Bu şekilde, ülkelerin artan kamu borcu ve bütçe açıkları küresel finans kriziyle birlikte sürdürülemez boyutlara ulaşmıştır (Roubini, 2012, s.293). Bağımsız bir para politikası yürüten ECB'nin kriz süresince, birlik içerisindeki farklı ülke ekonomilerindeki farklı ekonomik gelişmeler için yürüttüğü ekonomi politikalarının başarılı olduğu söylenemez. Özellikle, birlik içerisinde para ve maliye politikalarında görülen uyumsuzluk, ekonomi politikalarının uyumlaştırılmasını zorlaştırmış ve sürecin borç kriziyle sonuçlanmasına neden olmuştur. Bu türden ekonomik gelişmeler hükümetleri piyasaya daha çok müdahil kılmıştır. Nitekim mali çalkantı yaşayan ülkelerin risklilik düzeyi artmış ve söz konusu durum bono

spread'lerinin genişlemesine yol açmıştır. Spread'lerde görülen artış dış borç maliyetlerini yükseltmiş ve bu da gerekli finansman teminini zorlaştırmıştır. Tüm bu gelişmeler karşısında piyasalardaki çalkantı durmamış ve Merkez bankaları piyasada aktif bir oyuncu rolüne bürünmüştür.

3. Majör Merkez Bankalarının Küresel Krize Tepkisi

2008 küresel finans krizinden bu yana hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke merkez bankaları bilançolarını önemli ölçüde değiştirmiştir. Gelişmiş ülke merkez bankaları bu noktada daha belirgin bir rol oynamıştır. Özellikle ABD, İngiltere, Japonya ve Avrupa Birliği gibi paraları rezerv para olma özelliği gösteren gelişmiş ülkelerin merkez bankaları, kriz sırasında ve sonrasında piyasalara agresif biçimde müdahale ederek krizin etkilerini hafifletmeye çalışmıştır.

Merkez bankaları kısa vadeli faiz oranlarını üzerinden, borçlanma senetlerini alıp satarak para politikası uygularlar. Bu alım satım işlemleri hem kısa vadeli faizleri hem de para tabanını değiştirir (ekonomideki para ve banka rezervlerinin miktarı). Örneğin, bir merkez bankası para tabanını esasen iki yolla genişletebilir: piyasadan tahvil satın almak veya piyasaya tahvil satmak. Tahvil almak, halkın tahvillerini azaltır ve ekonomideki döviz ve banka rezervlerini artırır. Bu geleneksel para politikası, ekonomiyi varlık fiyatları (faiz oranları dahil) ve kredi kanalı yoluyla etkiler. Böylece merkez bankaları kısa vadeli menkul kıymetler satın alarak, para tabanını genişletme yoluna gidebilirler. Düşük faiz oranlarına bağlı olarak varlık fiyatlarının yükselmesi ve hisse senedi fiyatlarının artması, sonrasında tüketimi ve yatırımları uyarabilir. Bununla birlikte, kısa vadeli menkul kıymetlerin satın alınmasına bağlı olarak faiz oranlarının sıfır seviyelerine inmesi hane halkını daha çok borçlanmaya ya da yatırım yapmaya teşvik etmeyebilir. Diğer bir deyişle para tabanının tek başına artması tüketimin ve yatırımların uyarılması için yeterli değildir. Hane halkı bu durumda tasarruflarını ekonomiye kanalize etmemeyi tercih edecektir. Böylece parasal bir genişleme faiz oranlarını daha fazla düşüremeyecek ve bu durumda para politikası işlevsiz kalacaktır. Likidite tuzağı olarak adlandırılan böylesi bir durumda merkez bankalarının yalnızca para miktarını genişletmek veya faiz oranlarına odaklanarak ekonomiyi canlandırması beklenemez (Fawley ve Neely, 2013, ss.53-54).

Hem küresel finans krizinin hem de Avrupa Borç Krizi'nin yıkıcı etkilerini azaltmak amacıyla merkez bankaları geleneksel para politikası kuramı çerçevesinde öncelikle faiz indirimlerine gitmiştir. Ancak söz konusu önlemlerin yeterli olamaması sonucunda, majör merkez

bankaları niceliksel gevşeme (Quantitative Easing) olarak da bilinen politikaya yönelmişlerdir (Mishkin, 2011, ss.58-60; Vural, 2013). Quantitative Easing (QE) programı çerçevesinde majör merkez bankaları bankalara borç verme ve enflasyonu artırmayı amaçlayan programlar sürdürmüştür. Majör merkez bankaları, (QE) programına devlet tahvili alarak başlamıştır. Söz konusu bankaların bilançoları bir dereceye kadar, ipoteğe dayalı menkul kıymetler ve yatırım amaçlı şirket tahvilleri gibi diğer menkul kıymetleri içermekteydi. Piyasaya yüklü miktarda likidite sağlayan ve geleneksel olmayan para politikası önlemleri olarak da bilinen bu yöndeki politikaların temel amacı ekonomiye para enjekte edip toplam harcamaları yeniden arttırmaktır. Merkez Bankası bunu özel sektörden finansal varlık satın alarak yapmaktadır. Ne var ki, FED'in uygulamaya koyduğu (QE)₁ ve (QE)₂ varlık alım programları finansal sistem aracılığı ile reel ekonominin canlandırılmasında başarılı olamamıştır. Her (QE) programında artan miktarda yeni varlık alım programı uygulanması öngörülmüştür. Ancak iktisadi faaliyetlerdeki canlanma kısmen de olsa kendini (QE)₃ programında göstermiştir (Shiratsuka, 2010, ss. 80-84; Peersman, 2011, s. 6; Joyce vd. 2012, ss. 272-274; Bauer ve Neely, 2013, s.1). Tüm bu gelişmeler FED'in bilançosunu neredeyse 4 katına çıkartmıştır. Nitekim 2008 - 2014 arasında, 3 kez (QE) programı uygulayan FED son zamanlarda bilançosunu azaltmaya başlamıştır. 2014 yılının sonlarında ise net varlık alımlarını durdurmuş ve ekonomik toparlanmanın yeterince güçlü olduğunu belirtmiştir.

Küresel ölçüde etkili olan dört majör merkez bankası (QE)'i kavramsallaştırma ve uygulama konusunda farklılıklar göstermiştir. Özellikle finansal krizin yoğun olarak yaşandığı dönemlerde söz konusu merkez bankalarının krize verdikleri tepkiler, hem hız hem de kapsam bakımından benzersizdir. Önce 2000 yılının başlarında Japonya; ardından ABD, İngiltere, Japonya ve Euro bölgesi, 2007-09 mali krizinden sonra daha az geleneksel para politikaları izlemeye başlamıştır. Bu dönemde özellikle BOJ, yıllık % 2'lik enflasyon hedefini kalıcı olarak geçinceye kadar parasal tabanını genişletmeye devam etmiştir (Fawley ve Neely, 2013, s.52; Sheard, 2017, ss.21-22). Merkez bankalarının geleneksel kısa vadeli faiz oranları aracının etkili olmaması, büyük merkez bankalarını normalden daha fazla risk almaya itmiş ve zaman zaman bazı önemli alanlarda fiili piyasa yapıcılara haline dönüştürmüştür.

Tablo. 1. Majör Merkez Bankalarının Krize Karşı Almış Olduğu Önlemler Seti

	FED	ECB	BOJ	BOE
Politika faiz oranlarını çok düşük seviyelere çekmek	x	Defacto	x	x
Finansal kurumlara likidite sağlamak	x	x	x	x
Finansal piyasaların daha geniş kesimlerine doğrudan müdahalede bulunmak	x	x	x	x
Uzun vadeli devlet tahvili alımı	x		x	x
Belirli kurumları desteklemek	x		x	x

Kaynak: Minegishi ve Cournède (2010)

Majör merkez bankalarının krize karşı aldıkları para politikası önlemleri farklı şekilde sınıflandırılabilir. Krize bağlı olarak majör merkez bankaları, politika faizlerini sıfır seviyelerine indirmiştir. Krizin ilk aşamasında merkez bankaları enflasyon endişesiyle faizleri düşürme konusunda isteksiz davransa da krizin derinleşmesiyle politika faizlerini hızlı bir şekilde düşürmeye başlamıştır. Düşük faiz oranları, bankalar için daha düşük fonlama maliyetine yol açması beklenir. Ancak para piyasalarının krizin başlarında işlevsiz hale geldiği söylenebilir. Zira piyasa katılımcıları, karşı taraf riskine karşı oldukça ihtiyatlı davranmış ve birçok bankanın likidite biriktirmesi ile piyasadaki işlem hacmi önemli ölçüde azalmıştır. Dolayısıyla, politika faiz oranlarının art arda düşmesine rağmen para piyasasındaki söz konusu bu karışıklık, para politikası aktarım mekanizmasının faiz kanalını bozmuştur (Minegishi ve Cournède, 2010, ss.8-12).

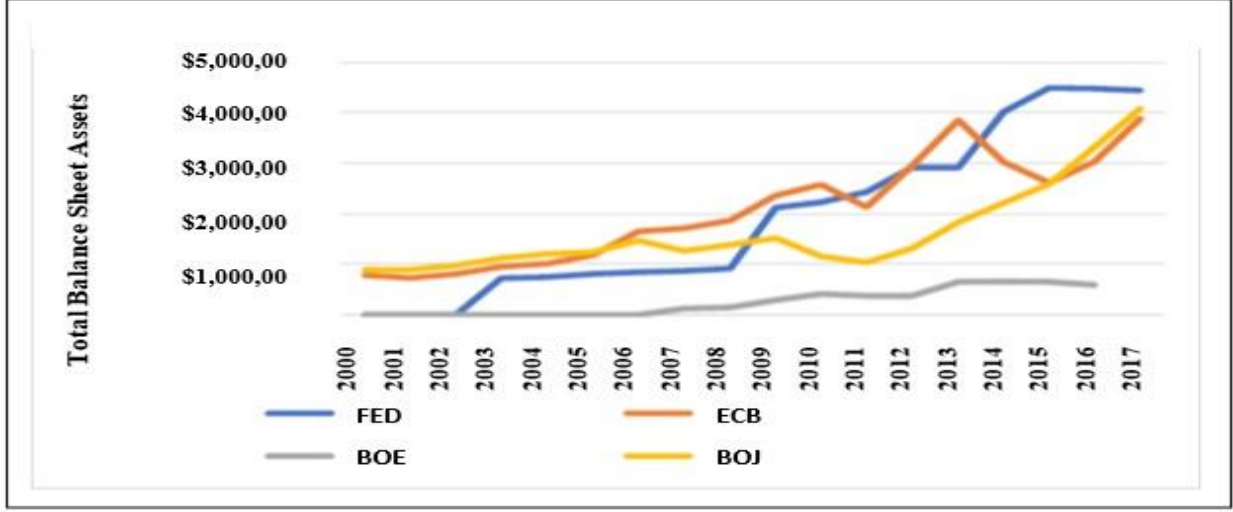
Tablo. 2. Niceliksel Genişlemenin Konsepti

	Programa verilen isim	Varsayılan parasal aktarım kanalı	Bilançonun en fazla odaklanılan kısmı
BOE	Niceliksel genişleme	Para arzında artış	Pasif tarafı
BOJ			
10/2010-3/2013	Varlık satın alımı	Portföyün yeniden denge etkisi	Aktif tarafı
4/2013-	Niceliksel ve niteliksel genişleme	Para arzı/portföyün yeniden dengeleme etkisindeki artış; vadeli ve risk primlerinin düşürülmesi; halkın enflasyon beklentilerini yükselterek reel faiz oranları düşürmek	Aktif ve pasif tarafı
ECB	Genişletilmiş varlık satın alma programı	Faiz oranlarının vade yapısı üzerinde aşağı yönlü baskı	Aktif tarafı
FED	Geniş ölçüde varlık satın alımı	Portföyün yeniden denge etkisi; getiri eğrileri üzerinde aşağı yönlü baskı/vade priminin düşmesi	Aktif tarafı

Kaynak:<https://www.hks.harvard.edu/sites/default/files/centers/mrcbg/programs/senior.fellows/HKSSheardQEstudyGroup23Oct2018.pdf>

Tüm bu gelişmeler majör merkez bankalarının bilanço varlıklarını şişirmiştir. Grafik 3'ten de görüleceği gibi başta FED bilançosu olmak üzere tüm majör merkez bankalarının krizle birlikte bilançoları artmıştır. Özellikle FED ve ECB'nin bilançoları kriz öncesi dönemde yaklaşık 800 milyar dolar seviyelerinde seyrederken, kriz sonrasında yaklaşık 4,5 trilyon dolara ulaşmıştır. Diğer taraftan BOJ'un bilançosu da krizden sonra yaklaşık 4 kat artış göstermiştir. Tüm bu gelişmeler, kriz döneminde majör merkez bankalarının uygulamış olduğu genişletici para politikalarının bir sonucu olarak görülür.

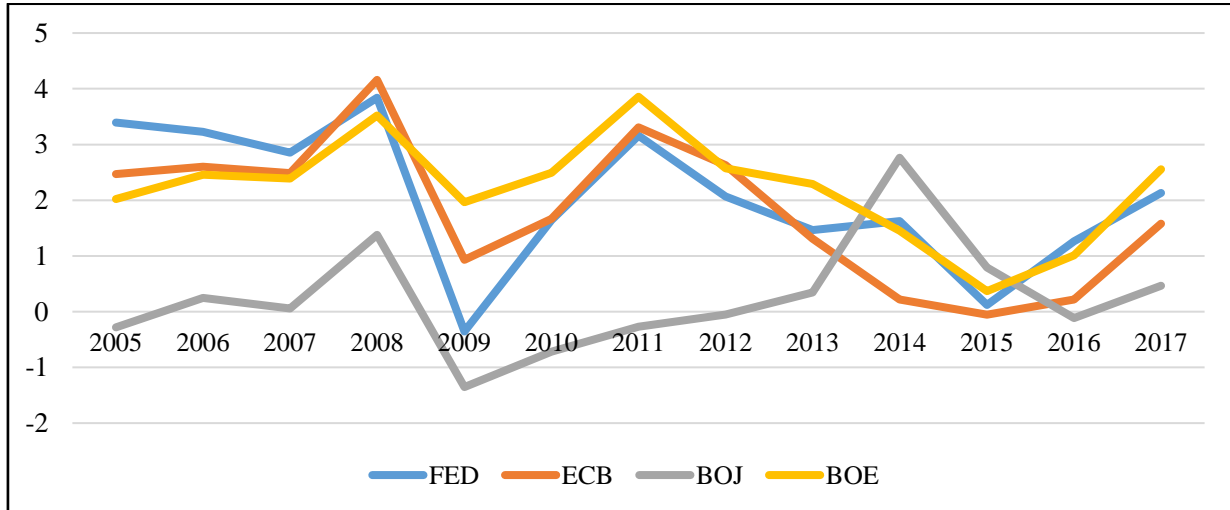
Grafik 3. Majör Merkez Bankalarının Toplam Varlıkları (\$)



Kaynak: FRED (Federal Reserve Economic Data)

2008 küresel finans krizinden bu yana faiz oranlarındaki düşüş ve enflasyon beklentileri para politikasının daha az etkili olup olmadığı konusunda tartışmalara neden olmuştur. Düşen faiz oranlarına rağmen yeterli talep artışı olmaması tartışmanın temelini oluşturmaktadır. Özellikle ekonomik daralma yaşayan ülkeler için bu husus öncelik haline gelmiştir. Japonya gibi uzun yıllar deflasyon yaşayan ülkeler açısından böyle bir zorluk daha fazla hissedilmektedir.

Grafik 4. Majör Merkez Bankalarının Enflasyon Oranları (%)



Kaynak: World Bank

Kriz öncesinde dünyada yaygın olarak, merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlama amacını benimsedikleri bir para politikası çerçevesi kabul görmekteydi. Diğer bir deyişle fiyat

istikrarını sağlamak, merkez bankalarının temel amacını oluşturmaktadır. Diğer taraftan, küresel krizle birlikte genişletici para politikalarının revaçta olması ve faiz oranlarının sıfır düzeylerine indirilmesi gelişmiş ülkelerde enflasyon oranlarını çok değiştirmemiştir. Hâlbuki merkez bankaları geleneksel para politikası araçları ile faiz kanalı üzerinden ekonomik durgunlukla mücadele eder. Yani, düşen faiz oranları sayesinde kredilerin tüketicilere ve yatırımcılara gitmesi beklenir. Bu şekilde, daralan ekonomik talebi bankalar üzerinden kredi kanalı ile yeniden canlandırmanın mümkün hale gelmesi beklenir. Ancak düşük faiz oranları belirli bir süreden sonra daraltıcı para politikasında olduğu gibi bankaların verdiği kredi arzını azaltarak daraltıcı etki yapabilmektedir. Özellikle Avrupa Merkez Bankası tarafından borç krizi sonrasında uygulanan düşük faiz oranları Avro bölgesi bankalarının daha az borç vermesine neden olmuştur. Söz konusu gelişme, kredi talep artışını engellemiştir (Goodhart, 2015; Brunnermeier ve Koby, 2016, ss.1-5; Heider, 2018, s.5; Altavilla vd., 2018). Gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının uygulanan genişletici politikalara rağmen enflasyon oranları düşük düzeylerde kalmışsa da, ülkelerin borçluluk düzeyleri artışının önüne geçilememiştir.

4. Küresel Krizde Uygulanan Para Politikası Stratejilerinin Başarısı

Ekonomik konjonktürün genişleme dönemleri talebin yükseldiği, üretim ve istihdam düzeyinin arttığı dönemlerdir. Ters durumda ise yani ekonomik faaliyetlerin daraldığı ve talebin azaldığı dönemler ise ekonomide konjonktürün daraldığı dönem olarak bilinir. İkinci durum, ekonomide kriz ortamının belirginleştiği dönemdir. Bu dönemde mali kuruluşlar risk düzeylerinin artışına bağlı olarak, faizleri yükseltip borç kullanırmak konusunda isteksiz davranırlar. Bu noktada politika yapıcılar devreye girmekte ve ekonomik krizler karşısında bir takım önlemler almaya çalışmaktadırlar. Ancak ülkelerin almış olduğu ekonomik önlemler beklenen sonuçları istenildiği gibi vermeyebilir.

Küresel finans krizi merkez bankalarının rollerini büyük ölçüde etkilemiş ve değiştirmiştir. Bu kapsamda piyasalara verilen yüksek miktardaki likidite ve varlık ve kredi piyasaları üzerindeki doğrudan ve dolaylı müdahaleler, merkez bankalarına son küresel krizde biçilen rollerden biridir. Genellikle kriz dönemlerinde önerilen politikalar, ülkelerin yapılarına göre para ve maliye politikalarından oluşmaktadır. Konuya merkez bankaları açısından bakacak olursak uygulanan politikaların ekonominin geneli üzerinde ne derecede etkili olduğu önem kazanacaktır. Para politikası tarafında alınan kararlar incelendiğinde krizin çözümüne tamamen yardımcı olduğu

söylenemez. Küresel kriz sırasında alınan önemler ve sonrasında yaşanan gelişmeler bu durumu doğrular niteliktedir. Nitekim küresel kriz boyunca sifıra yakın seyreden politika faiz oranları ekonomik canlanmayı sağlayamamış ya da kısmen sağlamıştır.

Merkez bankalarının küresel dünyadan bağımsız hareket etmesi, günümüz ekonomik koşulları itibariyle pek mümkün görünmemektedir. Diğer bir ifadeyle, mali piyasaların geldiği yer itibariyle, para politikası yürütücülerinin gittikçe daha bağımsız bir politikası izlememelerinin pek mümkün olmadığı anlaşılmaktadır. Zira majör merkez bankaları tarafından uygulanan genişlemeci parasal politikalar sonucunda ortaya çıkan küresel likidite bolluğu, yatırımcıları daha yüksek getiri elde eden ülkelere yöneltmektedir. Dolayısıyla küresel kriz sonrası majör merkez bankalarının gerçekleştirmiş olduğu parasal genişleme, sermaye hareketlerine bağlı olarak, ulusal ekonomiler kadar başka ekonomilere de kaymıştır. Özellikle faiz oranları daha yüksek olan gelişmekte olan ülkeler, parasal genişlemeden kaynaklı olarak dolaylı sermaye akımlarından yararlanmışlardır.

Diğer taraftan gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının kısa vadeli faiz oranları ile beklentileri yönlendirerek varlık fiyatlarındaki şişkinliği kontrol altına almaları mümkün olsa da, aynı durum gelişmekte olan ülkeler için daha zor bir hal almıştır. Zira gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımları para ve kredi genişlemesine, yerel paranın değerlenmesine ve faiz oranlarının düşmesine yol açmaktadır. Bu gelişmeler ise finansal ve finansal olmayan varlık fiyatlarını arttırmaktadır (Balmumcu, 2013, s.44) Başta FED olmak üzere, majör merkez bankaları açısından önemli zorluklardan birisi de, para politikalarının yeniden normalleşme eğilimine girmesidir. Zira FED'in para politikalarını faiz artışına bağlı olarak normalleştirmeye döndürmesi, gelişmekte olan ülkelerde sermaye çıkışlarına, hisse senedi fiyatlarında düşüşlere ve dolayısıyla döviz kurlarının değer yitirmesine bağlı olarak likidite kıtlığına yol açabilir (Kawai, 2015, s.25).

Başta FED olmak üzere, önemli merkez bankalarının kriz süresince uygulamış olduğu parasal genişleme ya da faiz oranlarındaki düşüşler, ekonominin reel tarafına kanalize olmakta güçlük çekmiştir. Öte yandan ekonomistler para politikasının etkisizliğinden bahsederken likidite tuzağını öne sürerler. Likidite tuzağına göre para arzındaki artışlar faizleri daha fazla düşürmeyecek ve bu aşamadan sonra ekonomiye kanalize edilen likiditenin ekonomik canlanmaya bir katkısı olmayacaktır. Bu noktadan sonra bireyler ellerine geçen likiditenin bir çoğunu tasarruf edecek ve daha az harcama yapacaklardır. Böylesi bir ekonomik ortamda hane halkının kredi talebinde de azalma görülecektir (Roubini, 2012, ss.152-155). Nitekim özel sektörün finansman

sıkıntılarının olduğu bir dönemde para politikası kanalıyla ekonominin reel tarafının gelişmesini sağlamaya çalışmak pek mümkün olmamıştır. Özellikle düşük faiz oranları yatırımcıların kendi getiri oranlarını arttırmak için daha agresif yatırım riski almalarına neden olabilmektedir (Erol ve Erol, 2015, s.60).

FED'in 2000'li yılların ilk yarısında genişletici para politikası izlemesi sonucunda artan likidite bolluğu, Amerikan finans kurumlarının piyasaya yeni mortgage ürünleri sürmesine ve finansal yatırımların çoğunu mortgage fonlarına kaydırmasına yönlendirmiştir. Söz konusu menkul kıymetleştirme süreci, mortgage fonlarının piyasa değerlerinin reel değerlerinin üzerine çıkmasına yol açarak mortgage balonlarının oluşmasına neden olmuştur. Konut fiyatlarının 2006 yılında düşmeye başlaması ile birlikte, finansal piyasalarda başlayan sermaye çıkışları mortgage fonlarının reel değerlerini hızla düşürmüştür. Bu durum ABD'de mortgage fonlarına yatırım yapan finansal kurumların zararlarının katlanmasına neden olmuştur (Erarslan ve Bayraktar, 2012, s.44). Dolayısıyla FED'in küresel finans krizi öncesinde izlemiş olduğu politika yaklaşımlarının küresel krizin çıkışında etkili olduğuna yönelik farklı bir görüş de bulunmaktadır. Bu açıdan bakıldığında FED'in küresel kriz öncesi yürüttüğü genişletici para politikaları, ABD'de konut talebini artırmış ve fiyatlarının yükselmesine neden olmuştur. Diğer bir ifadeyle FED'in kriz öncesi izlemiş olduğu para politikası yaklaşımları konut piyasalarında balonların ortaya çıkmasına neden olmuş olmuştur (Bernanke, 2010, ss.1-3).

FED'in kriz süresinde uygulamış olduğu parasal genişleme 2014 yılında son bulmuştur. FED, bu dönemden itibaren faiz artırımlarına başlamış ve vadesi dolan tahvilleri mali kurumlara geri vererek piyasadaki likidite çekmeye başlamıştır. Diğer majör merkez bankaları ise faiz artırımına gitmeden kısmen de olsa piyasaya likidite sağlamaya devam etmiştir. Diğer taraftan uzun süre düşük faiz oranlarına alışan finansal piyasalar, merkez bankaların faiz oranlarını yeniden arttırmaya başlamasıyla bir panik ortamına sürüklenebilir. Zira, niceliksel gevşeme düşük faiz oranlarına bağılı olarak, piyasaların merkez bankası politikalarına olan duyarlılıklarını arttırmış ve karar almalarında bağımlı hale getirmiştir. Bu kapsamda, özellikle son yıllarda majör merkez bankaları piyasaları yönlendirirken uyguladığı iletişim politikaları üzerinden ekonomik oyunculara sinyal vermeye çalışmaktadır. Bu şekilde merkez bankaları, radikal kararlar alarak piyasaları yanlış yönlendirmenin önüne geçmeye çalışmaktadır. Ancak öte yandan, başta FED olmak üzere, majör merkez bankaların piyasadaki likiditeyi azaltması dış finansman açısından dışarıya bağılı

gelişmekte olan ülkeleri ciddi biçimde etkileyecek ve bu durumda gelişmekte olan ülkelerin çekiciliği azalacaktır.

Sonuç ve Değerlendirme

2008 küresel finans krizi on yıldan fazla bir süredir tartışılmaya devam etmekte ve etkileri hala sürmektedir. Küresel krizden itibaren uygulanan para politikası iki şekilde gelişme göstermiştir. Birincisi, geleneksel para politikaları çerçevesinde faiz oranları hemen hemen tüm ülkelerde aşağı yönlü bir trend izlemiş ve bu konuda majör merkez bankaları küresel dünyaya öncülük etmiştir. Ancak majör merkez bankalarının faiz oranlarını sıfır düzeyine çekmesine rağmen ekonomik iyileşme yeterince sağlanamamıştır. İkincisi ise, merkez bankalarının geleneksel olmayan para politikalarına başvurmalarıdır. Bu çerçevede majör merkez bankaları küresel krizin yıkıcı etkilerini azaltmak için piyasadan tahvil satın alımı başlatmış ve karşılığında piyasaya likidite vererek parasal genişleme yoluna gitmiştir. Neticede, kriz süresince yaşanan parasal genişleme, tüm dünyada merkez bankalarını daralan küresel ekonomik talebi yeniden canlandırmak ve deflasyon sürecinden kurtarma politikasına dönüşmüştür. Ancak merkez bankalarının kriz boyunca uygulamış olduğu parasal genişleme ve faiz oranlarındaki düşüşler, finansal sisteme ve oradan da ekonominin reel tarafına yeterince kanalize olmamıştır. Zira kriz neticesinde piyasalarda belirsizlik artmış ve bankaların kredi verme konusunda isteksizliği artmıştır.

Her ülkelerin ekonomik koşullarının farklı olmasından dolayı ülkeler ekonomik krizler karşısında farklı tepkiler verebilmektedir. Bundan dolayı, ülkelerin izlemiş olduğu ekonomi politikaları kapsamında tek bir doğru olduğu söylenemez. Küresel finans krizi ve Avrupa borç krizinde, merkez bankalarının uyguladığı politikalar arasında bir takım farklılıklar olsa da, genellikle benzer politikaları benimsemişlerdir. Bu kapsamda uygulanan düşük politika faiz oranlarının, bankalar için daha düşük fonlama maliyetine yol açması beklenirdi. Ancak para piyasaları kriz süresince tam olarak işlevini yerine getirememiştir. Zira piyasa katılımcıları, karşı taraf riskine karşı oldukça ihtiyatlı davranmış ve birçok bankanın likidite biriktirmesi ile piyasadaki işlem hacmi önemli ölçüde azalmıştır. Majör merkez bankaları politika faiz oranlarını art arda düşürmesine rağmen para piyasalarındaki karışıklıklar ve bankaların kredi vermedeki isteksizliği, ekonominin talep cephesini hareketlendirmede yeterince etkili olamamıştır.

Diğer taraftan, küresel krizle birlikte genişletici para politikalarının revaçta olması ve faiz oranlarının sıfır düzeylerine indirilmesi gelişmiş ülkelerde enflasyon oranlarını yeterince yükseltmemiştir. Halbuki merkez bankaları geleneksel para politikası araçları üzerinden ekonomik durgunlukla mücadele eder. Diğer bir ifadeyle düşen faiz oranları sayesinde kredilerin tüketicilere ve yatırımcılara gitmesi beklenir. Bu şekilde, daralan talebi bankalar üzerinden kredi kanalı ile yeniden canlandırmak mümkün hale gelebilirdi. Ancak düşük faiz oranları belirli bir süreden sonra daraltıcı para politikasında olduğu gibi bankaların verdiği kredi arzını azaltarak daraltıcı etki yapabilmektedir. Özellikle Avrupa Merkez Bankası tarafından borç krizi sonrasında uygulanan düşük faiz oranları Avro bölgesi mali kurumların daha az borç vermesine neden olmuştur.

Son dönemde, özellikle ABD'deki ekonomik büyüme ve enflasyon gibi verilerin beklentilere uygun gelmesi, kriz boyunca uygulanan ekonomik politikaların değişmesine neden olmuştur. Zira FED, izlemiş olduğu ekonomik senaryolar doğrultusunda (%5 işsizlik ve % 2 enflasyon hedefi), 10 yıldan fazla bir süredir uyguladığı düşük faiz politikasından vazgeçmiş ve faizleri arttırmaya başlamıştır. Öte yandan diğer majör merkez bankaları için aynı şey söylenemez. Nitekim ECB, BOE ve BOJ merkez bankaları para politikası operasyonlarına devam etmektedir. Ekonomik veriler ışığında son yıllarda küresel ekonomide bir toparlanma yaşandığı söylenebilir. Fakat FED ve diğer majör merkez bankalarının küresel canlanmaya istinaden faiz arttırımına gitmeleri ekonomik birimlerin beklentilerinde değişikliğe neden olabilir. Parasal bir sıkılaştırmanın piyasalarda yeni risklere ve balonlara yol açmamasına dikkat edilmesi gerekir. Zira mevcut konjoktüre yeniden yoğun ekonomi politikalarının devreye girmesi ekonomideki belirsizlikleri arttırıp koşulların yeniden tersine dönmesine sebep olabilir. Bu yönde gelişebilecek olaylar dizisi ekonomiye politika yapıcıların daha fazla müdahale etmesine yol açacak ve bu da var olan belirsizlikleri gittikçe arttıracaktır.

Kaynakça

- Acharya, V. V., Eisert, T., Eufinger, C., and Hirsch, C. W. (2018). "Whatever it takes: The real effects of unconventional monetary policy". *SAFE*, Working Paper, No. 152.
- Altavilla, C., Boucinha, M., and Peydró, J. L. (2018). "Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment". *Economic Policy*, 33(96), 531-586.
- Arezki, Rabah, Candelon B. and A. N. R. Sy, (2011), "Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers: Evidence from the European Debt Crisis", *CESifo*, Working Paper, No. 3411
- Balmumcu, Ö. (2013). "Küresel Finans Krizi Ekseninde Para Politikası Tartışmaları". *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 4(2), 32-55.
- Bauer, M. D., and Neely, C. J. (2014). "International channels of the Fed's unconventional monetary policy". *Journal of International Money and Finance*, 44, 24-46.
- Brunnermeier, Markus K. and Yann Koby.,(2018), "The Reversal Interest Rate". *NBER*, Working Paper No. 25406
- Chinn, M. D. and Frieden, J. A. (2012). "The Eurozone in Crisis: Origins and Prospects". *La Folette School Working Paper*, 21(2). 1-11.
- Constancio, V., (2012). "Contagion and the European debt crisis". *Financial Stability Review*, 16, 109-121.
- Dabrowski, M. (2010). "The global financial crisis: Lessons for European integration". *Economic Systems*, 34(1), 38-54.
- Eraslan, C., and Bayraktar, Y. (2012). "Konut Balonlarının Oluşumunda Fed'in Rolü Ve Küresel Krizden Çikartılacak Bazı Dersler". *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 62(2), 38-59.
- Erol, E. D., and Erol, İ. (2015). "Küresel Finans Krizi ve Sonrasında Dünya Merkez Bankalarının Para Politikası Stratejileri". *Uluslararası İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 1(1), 54-65.
- Fawley, B. W. and Neely, C. J. (2013). "Four Stories Of Quantitative Easing". *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 95(1), 51-88.
- Goodhart, C, (2015). "Why Monetary Policy Has Been Comparatively Ineffective?", *The Manchester School*, 20-29.
- Heider, F., Saidi, F. and Schepens, G. (2018). "Life below zero: Bank lending under negative policy rates". *ECB Working Paper*, No. 2173
- Joyce, M., Miles, D., Scott, A., and Vayanos, D. (2012). "Quantitative easing and unconventional monetary policy—an introduction". *The Economic Journal*, 122(564), 271-288.
- Karaş, Z., (2017). "2008 Küresel Krizi Sırasında Merkez Bankaları Tarafından Uygulanan Geleneksel Olmayan Para Politikaları", *Journal of International Social Research*, 10(48). 630-639.
- Kawai, M. (2015). "International Spillovers of Monetary Policy: US Federal Reserve's Quantitative Easing and Bank of Japan's Quantitative and Qualitative Easing". *ADB Working Paper*, No. 512.

- Lane, R. P. (2012). "The European Sovereign Debt Crisis". *Journal of Economic Perspectives*, 26(3), 49–68.
- Minegishi, M., and Cournède, B. (2010). "Monetary Policy Responses To The Crisis And Exit Strategies". *OECD Economics Department Working Papers*, No. 753
- Mishkin, S. F., (2011). "Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis." *Journal of Economic Perspectives*, 25(1), 49–70.
- Mishkin, S. F., (2012), *Macroeconomics, Policy and Practice*, Pearson.
- Peersman, G., (2011). "Macroeconomic Effects Of Unconventional Monetary Policy In The Euro Area". *ECB Working Paper*, No. 1397
- Roubini, N. (2012). "*Kriz Ekonomisi: Dünya Ekonomisinin Çöküşü ve Geleceği*", Çev.İşıl Tezcan, Pegasus Yayınları, İstanbul.
- Sheard, P. (2018). "A QE Q&A: Everything You Ever Wanted To Know About Quantitative Easing, Standard & Poor's Ratings Services", Economic Research.
- Sheard, P. (2018). "Quantitative Easing – Explaining It and Dispelling the Myths", https://www.hks.harvard.edu/sites/default/files/centers/mrcbg/programs/senior.fellows/HKS_SheardQEStudyGroup23Oct2018.pdf
- Shiratsuka, S. (2010). "Size And Composition Of The Central Bank Balance Sheet: Revisiting Japan's Experience Of The Quantitative Easing Policy". *Monetary and Economic Studies*, 28(3), 79-105.
- Vural, U. (2013). "Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi". *Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, TCMB,
- Wood, S., (2012). "The Euro Crisis". *Policy*, 28(1), 32-37.