

## **EKONOMİK İSTİKRARSIZLIK ORTAMINDA MERKEZ BANKALARININ UYGULADIĞI PARA POLİTİKALARI VE TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**Erişah Arıcan\***

**Güçlü Okay\*\***

### **Özet**

Ülkelerin ekonomik büyüme, istihdam artışı, ödemeler dengesi ve fiyat istikrarı gibi makroekonomik amaçlarını gerçekleştirebilmeleri için para aktarımını, piyasadaki para hacmini, paranın elde tutma maliyetini ve diğ er finansal koşulları etkilemeye dayalı kararları içeren ve merkez bankalarınca uygulanan politikalar bütünü“para politikaları” olarak tanımlanmaktadır. Bu açıdan ekonomi literatüründe para politikaları farklı teorilerle açıklanmaya çalışılmaktadır.

Tarihsel süreçte ülkeler ekonomik hedeflerine ulaşmaya çalışırken merkez bankalarının işlevleri ve araçları da değı şmiş ve çeşitlenmiştir. Banknot ihraç edebilme tekeline sahip olan merkez bankalarının nihai yüklenici görevini üstlenmiş olmaları ekonomik ve finansal istikrardaki rollerini ve aynı zamanda önemlerini arttırmıştır.

Merkez bankaları 2008 yılında yaşanan global krizden önce çoğunlukla fiyat istikrarını hedefleyen para politikalarını tercih etmiş, krizin ardından ise para politikalarının finansal ve makroekonomik istikrarı da kapsamı zorunluluk kazanmıştır. Yalnızca fiyat istikrarı odaklı bir para politikası ve görece olarak daha kısa süreli bir enflasyon hedeflemesi uygulaması merkez bankalarına etkin bir risk gözlem imkânı sunmamaktadır. Bu nedenle para politikası uygulamalarında alternatif yaklaşımlar önem kazanmaya başlamış ve tüm dünyada makro finansal risklerin azaltılması hususunda merkez bankalarının rolü giderek önemli hale gelmiştir. Günümüzde merkez bankalarının enflasyon hedefleri çerçevesinde uyguladıkları sıkı para politikaları özellikle talebi, dolayısıyla dünya ticaretini olumsuz yönde etkilemektedir. Son yıllarda merkez bankalarının fiyat istikrarı hedefi doğrultusunda aldıkları önlemlerin ekonomik istikrarı sağlamada ne derece başarılı olduğu tartışılmaktadır. Dünyada talebin daraldığı, büyüme hızının düştüğü, ekonomilerin küçüldüğü kriz dönemlerinde ülke merkez bankalarının uygulayacakları istikrarlı ve etkin politikaların önemi büyüktür.

**Anahtar Kelimeler:** *Küresel kriz, rekabetçi kur politikaları, merkez bankaları, para politikası, ekonomik istikrar.*

---

\* Prof. Dr., Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Yüksekokulu. erisaharicanli@yahoo.com

\*\* Dr., Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Yüksekokulu.

## **MONETARY POLICIES OF CENTRAL BANKS DURING ECONOMIC INSTABILITY AND TURKISH CASE**

### **Abstract**

“Monetary policies” are defined as a total of policies which consist of influencing the money transfer, volume of money, cost of retention and other financial conditions and are applied by central banks to carry out such objectives like economic growth, increase in employment, balance of payments and price stability. There are many money policies given in literature in the different perspective of theories.

In the historical process, while the countries’ were trying to achieve their economic targets, the functions and the instruments of central banks were changed and varied. The central banks have become the lenders of last resort by having the right of monopoly to export banknotes, so the role and the importance of the central banks have also raised in providing economic and financial stability.

Before the global crisis in 2008, monetary policy aimed at price stability often preferred, the monetary policy after the crisis also compulsively include the financial and macroeconomic stability. Only a monetary policy focused on price stability and the relatively short-term inflation targeting central banks have the opportunity does not provide an effective risk monitoring. Therefore, alternative approaches to monetary policy began to gain importance and the role of central banks all over the world has become increasingly important in reducing macro-financial risks. Nowadays, in terms of central banks’ rigid monetary policies especially affect the world trade and the measures taken to be useful in the battle with the economic crisis are discussed. In times of crisis, the importance of central banks’ stable and efficient policy implementations increases while the aggregate demand is contracting, the pace of economic growth is decreasing and the economies are getting smaller.

**Keywords:** *Global crisis, competitive rate policies, central banks, monetary policies, economic stability.*

## GİRİŞ

Küresel kriz sonucunda ekonomileri istikrarsızlaşan ülkeler, para politikalarının belirleyicisi ve uygulayıcısı olan merkez bankaları vasıtasıyla yeni çözüm arayışlarına girmiş ve alternatif para politikalarını yürürlüğe sokmuşlardır. Küresel krizden diğer ülkelere oranla daha az etkilenen Türkiye ekonomisinde de Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) 2010 yılı itibariyle krizin olumsuz etkilerini hafifletmek amacıyla yeni politikaları hayata geçirmeye başlamıştır. Dünya ekonomisinin genelini sarsan krizde ülkelerin bütçe açıkları artmış, ekonomik büyüme yavaşlamış ve borç stoku yükselmiştir. Benzer sorunlarla mücadele eden TCMB gerek enflasyon hedeflemesi gerek fiyat istikrarı gerekse de finansal istikrarı gözetmiştir. 2011 yılından itibaren TCMB tarafından uygulanan para ve kredi politikaları finansal ve makroekonomik riskleri azaltarak ekonomik istikrarın sağlanmasına yönelik önemli etkilerde bulunmuştur. Enflasyon oranı düşmeye devam ederken ekonomik büyüme az da olsa devam etmiştir. TCMB son dönemde uyguladığı para politikası ile politika faizi, döviz ve altın için zorunlu karşılık uygulaması ve faiz koridoru gibi yeni araçlar yürürlüğe konmuş, ayrıca çeşitli aktarım mekanizmaları ile küresel risklerin doğurduğu sıkıntıların önüne geçmeye çalışmıştır.

Bu çalışma finansal istikrarsızlık sürecinde ülke merkez bankalarının uyguladıkları para politikalarını inceleyerek, politikaların başarısını değerlendirmeyi amaçlamaktadır. Bu doğrultuda ilk bölümde para politikası kavramsal açıdan incelenmiş ve para politikası kuramlarına yer verilmiştir. Bu bölümde ayrıca geleneksel ve geleneksel olmayan para politikası araçları ele alınarak ülke ekonomilerine olan olası etkileri aktarılmıştır. İkinci bölümde ise küresel krizle beraber ortaya çıkan ekonomik buhran süreci, rekabetçi kur politikaları ve borç krizi üzerinde durulmuş, ülke ekonomileri açısından etkileri tartışılmıştır. Bu bölümde ayrıca kriz süreci sonrası başta ABD ve AB Merkez bankaları olmak üzere gelişmiş ve gelişmekte olan ülke merkez bankalarına yer verilmiş ardından TCMB'nin kriz sonrası uygulamaları vurgulanmıştır. Çalışmanın sonuç bölümünde ise genel bir değerlendirme yapılmıştır.

## **Para Politikalarının Kavramsal ve Kuramsal Çerçevesi**

### **Para Politikasının Tanımı ve Önemi**

Tanım olarak para politikası, ülkelerin ekonomik büyüme, istihdam artışı, ödemeler dengesi ve fiyat istikrarı amaçlarını gerçekleştirebilmek için paranın tedarikini, hacmini elde tutma maliyetini ve diğer finansal koşulları etkilemeye dayalı kararları içeren ve merkez bankalarınca uygulanan politikalar bütünüdür (Lindsey & Wallich, 1996: 508). Para Politikası, para arzını kontrol eden merkez bankalarının ekonomik büyüme ve istikrarı sağlamak için öncelikli olarak faiz oranını gözettiği bir süreçtir (Yevati & Sturzenegger, 2010: 4215). Ülkeden ülkeye farklılık gösteren para politikaları, bütün ülke ekonomilerinde makro büyüklükleri etkileyerek makroekonomik istikrar politikaları ile örtüşmekte ve genel olarak enflasyonist ya da deflasyonist şartlara göre farklılık arz etmektedir (Yücememiş, 2011: 3). Son yıllarda fiyat istikrarının temel hedef olduğu para politikalarında resesyonist beklentiler olması halinde genişletici, enflasyonist kaygıların geçerli olması halinde ise daraltıcı para politikaları tercih edilmektedir. Buna göre para arzının genişletilmesi ve faiz oranlarının düşürülmesi genişletici politikaların temelini oluştururken tersi durumlarda ise para arzı kısılarak faiz oranları yükseltilmekte ve dolayısıyla daraltıcı politikalar uygulanmaktadır.

Tarihsel süreçte para politikaları ülkelerin ekonomik hedeflerine dayalı olarak değişime uğramış, merkez bankalarının işlevleri ve araçları da farklılıklar göstermiştir. Merkez bankacılığı faaliyetlerinin başladığı ilk zamanlarda savaş koşullarında temel olarak paranın iç ve dış değerinin korunması sorumluluğunu taşıyan merkez bankaları, 18. yüzyılda banknot ihraç edebilme tekeline sahip olmuş, aynı zamanda son likidite mercii olmaları da para politikalarının önemini arttırmıştır. Merkez bankaları para politikası uygulamalarında zamanla çok sayıda hedefi dikkate almaya başlamış, ancak bazen beklenen ekonomik büyümeye destek sağlamadığı gibi, enflasyonist bir sürece de sebebiyet verdiği görülmüştür (Kartal, 2013: 187).

1970’li yıllardan itibaren merkez bankaları para politikası stratejilerinde yaygın olarak fiyat istikrarını sağlamayı öncelikli hedef olarak kabul etmiş, böylece para merkez bankalarının piyasaya müdahale etmek ve

çeşitli hedefleri gerçekleştirmek için kullandıkları temel bir araç olmuştur. Bu nedenle para, özellikle finansal piyasalarda meydana gelen olumsuz durumlarla mücadele hususunda etkin bir şekilde kullanılmaktadır. Bu doğrultuda merkez bankalarınca likidite ve faiz oranları üzerine alınan kararları kapsar nitelikteki para politikaları, ekonomik birimlerin aldıkları kararlara doğrudan etki ederek nihai amaçların ülke ekonomileri açısından sağlanmasını temin etmektedir. Ayrıca, etkin ve güvenli bir demeler sistemi yönetimini gerçekleştirmek, mali sistemi regüle etmek, finansal sistem istikrarını sağlamak ve sürdürülebilir kılmak gibi eitli temel fonksiyonları kapsamasa açısından da önem arz etmektedir (Parasız, 2007: 221).

## **Para Politikası Kuramları**

Geçmişten günümüze dünya merkez bankalarınca uygulanan para politikaları eitli nedenlerle değişiklikler göstermiştir. Ekonomik toplu durum, siyasi değişimler ve uluslararası etkileşimler gibi birçok nedene bağlı olan bu değişiklikler temelde üç kurama göre şekillenmiştir. Literatürde Klasik teori, Keynesyen görüş ve Monetarist bilim adamlarının bakış açısıyla farklı para politikalarına yer verilmektedir.

### ***Klasik Teoriye Göre Para Politikası***

Say Kanunu ve Paranın Miktar Kuramı zerine kurulu olan Klasik düşünce, her arz kendi talebini yaratır söyleminden hareketle ekonomide hiçbir zaman işsizlik problemi ya da düşük tüketim sorununun olmayacağını savunmaktadır (Clower, 2004: 92). Buna göre teknolojinin etkisi yok sayıldığında ekonominin potansiyel üretimi mevcut işgücü hacmi ile sermaye malları stokuna bağlı olmakta ve söz konusu üretim fonksiyonu, bir ekonomide üretilebilecek mal ve hizmet miktarı üzerinde belirleyici rol oynamaktadır. Ekonominin tam istihdam düzeyinde olacağını üretilen her bir birim mal ve hizmete karşı ortaya çıkacak taleple ilişkilendiren Say, Adam Smith ile birlikte piyasada oluşacak dengesizliklerin ücret ve fiyatların esnekliği sayesinde ortadan kalkacağını işaret etmektedir. O dönemin kötümser iktisatçılarından olan Malthus ise diğer

meslektaşlarından farklı olarak işsizliğin ortaya çıkabileceği görüşünü savunmuştur. Ona göre yaratılan gelirin bir kısmının tasarruf edilmesi durumunda üretilen tüm mal ve hizmetler satılamayacak ve bu durumda üreticiler üretimi kısarak işsizliğe neden olacaklardır. Bu düşünce ileri ki dönemde Keynes tarafından da rağbet görmüştür (Akçay, 1997: 5).

Sabit sermaye yatırımlarının tamamının tasarruflarla finanse edilebileceğini savunan klasik iktisatçılar bu noktada faizin anahtar bir rol oynayarak tasarruflar ile yatırımlar arasında bir denklik sağlayarak ekonomide tam istihdam yaratabileceği görüşüne sahip olmuşlardır. Diğer bir ifade ile faiz oranları uzun dönemde halkın tasarruf yapmasını teşvik ederken girişimcileri de yatırım yapmaya koşullamaktadır. Ancak kısa dönemde bu etki geçerli değildir (Uluatam, 1987: 225).

Paranın Miktar Kuramı'na göre para ekonomide bir örtü rolü oynayarak fiyatlar genel düzeyini etkilemektedir. Buna göre para arzındaki bir artış sadece mal ve hizmetlerin fiyatlarını artırmakta ancak üretim, istihdam ve faiz oranları aynı kalmaktadır. Dolayısıyla paranın ekonominin reel kesimi üzerindeki etkisi nötrdür.

Paranın miktar kuramına göre para arzındaki bir değişme fiyat seviyesinde aynı oranda bir değişmeye yol açacaktır. Para talebi faiz oranlarından bağımsız olduğundan, para politikası yardımıyla para talebini etkilemek mümkün olmayacaktır. Klasik görüşe reel faiz oranları kavramını ekleyen Fischer, klasik tasarruf ve yatırım dengesinin olabilmesi için nominal faiz oranının beklentisel enflasyona bağlı olarak değiştiğini, reel faiz oranının ise aynı kalacağını savunmaktadır (Parasız, 1994: 400).

Özetle klasik kuramda para politikasının genel olarak etkisiz olduğu ifade edilmektedir. Ancak iyi bir para politikasının tam istihdamın sağlanmasında ücret-fiyat mekanizmasının yükünü azaltacağı da göz ardı edilmemiştir. Dolayısıyla klasik teoriye göre para politikasının ekonominin üzerinde az da olsa bir etkisi olduğu kabul edilmektedir.

### ***Keynesyen Teoriye Göre Para Politikası***

Keynesyen görüşe göre, üretim düzeyi toplam mal ve hizmet talebi tarafından belirlenmektedir. Bu açıdan klasik iktisatçılarla benzerlik

gösteren Keynes görüş, kısa dönemde fiyatlar ile faiz oranlarındaki dalgalanmaların ekonomik faaliyetlerin düzeyini tam istihdam seviyesine doğru götürmeyebileceği hususunda klasik iktisatçılardan ayrılmaktadır. Diğer bir ifade ile ekonomideki denge, eksik istihdamda da kurulabilmektedir (Korkmaz ve Diğerleri, 2012: 2).

Toplam talebi oluşturan tüketim, yatırım ve devlet harcamaları gibi unsurlar üzerinde duran Keynesyen görüş, harcamalarda meydana gelen bir değişikliğin çarpan mekanizması yoluyla gelir düzeyini etkileyeceğini savunmuştur. Bu görüşe göre enflasyona sebebiyet vermeyecek şekilde toplam talebi tam istihdam seviyesine çekmek olanaklı olup bu noktadan sonra toplam talepteki artışların fiyatları yükseltmesi sebebiyle enflasyonist bir etkiye neden olacağı ileri sürülmüştür (Parasız, 2011: 93).

Keynesyen görüş, faiz oranlarının para arz ve talebi tarafından belirlendiğini savunmakta ve bu noktada klasik görüşten ayrılmaktadır. Daha önce klasik iktisatçılar para arz ve talebinin sadece fiyat düzeyini belirlediğini savunmuşlardır. Keynesyen iktisatçılar ise para arzındaki herhangi bir değişimin faiz oranlarını değiştirdiğini, paranın mübadele, ihtiyat ve spekülasyon güdeleri ile talep edildiğini ve bu sebebiyetle para talebinin faiz oranlarına karşı duyarlı hale geldiğini ileri sürmüşlerdir. Böylece para politikası vasıtasıyla reel ekonominin etkilenebileceği öngörülmüştür.

Keynesyen görüşe göre para arzındaki değişimin faiz oranlarına etkisi ne kadar büyük olursa, para politikasının milli gelir üzerindeki etkisi o oranda fazla olmaktadır. Buradaki temel görüşe göre, faiz oranlarındaki değişimler, yatırımları etkileyerek milli gelirin yükselmesine neden olmaktadır. Keynes, bunun yanında faiz oranları ile ekonomide istikrarın her zaman sağlanamayacağını da belirtmiştir. Likidite tuzağı adı verilen duruma göre; para talebi belli bir faiz oranında faiz oranlarındaki değişimlere karşı duyarsızlaşarak ekonomide beklenen hareketi gerçekleştiremeyecektir (Krugman, 2008: 1).

Keynesyen iktisatçılar miktar kuramının tersine, istihdam düzeyi kavramına öncelik vermişlerdir. Para arzı ile toplam harcamalar arasında basit ve önceden belirlenebilir bir ilişkinin olmadığını kabul eden efektif para talebine dikkati çekmektedirler. Buna göre basit ve önceden belirlenebilir bir davranış değişkeni olarak tüketim harcamaları ele alınmakta ve gelir-harcama çoğaltanı, tam istihdama ulaşma sürecinde önemli hale gelmektedir (Yıldırım ve Diğerleri, 2008: 151).

Keynesyen görüş, klasik iktisatçılara benzer şekilde tam istihdamın sağlanmasında para politikasının önemsiz olduğunu ifade etmekle beraber ekonomiye asıl etki eden unsurun maliye politikaları olduğu savunmaktadır. Ancak klasik görüşten farklı olarak Keynesyen görüş, eksik istihdam düzeyinde de ekonomide dengenin var olabileceğini iddia etmektedir.

### ***Monetarist Teoriye Göre Para Politikası***

Friedman'ın miktar teorisini 1950'li yıllarda modernleştirerek gündeme gelen monetaristler, modern miktar teorisi ile birlikte para politikalarının maliye politikalarına göre ekonomiler üzerinde daha etkili olduğu görüşünü savunmuşlardır (Yay, 2001: 205). Bu görüşe göre para arzı, kısa vadede ekonomik faaliyetlerin başlıca belirleyicisi olmakta ve ekonomide eksik istihdam olabileceği ileri sürülmektedir. Ayrıca bu görüş, paranın üretim miktarı üzerinde etkili olabileceği noktasında miktar teorisine karşı daha esnek bir yaklaşım izlemektedir.

Parasalcı yaklaşım, klasik teoriye benzer varsayımlarının yanında çeşitli yeni varsayımlarda da bulunmuştur. Buna göre para arzının sadece fiyat düzeyini değil, kısasürelide olsa toplam ekonomik faaliyetleri etkileyeceğini öngörmüştür. Ayrıca Keynes gibi ekonominin eksik istihdamda olabileceğini kabul ederken, para arzındaki bir artışın, ekonominin eksik istihdamda olması halinde üretim hacmini artırabileceğini savunmuşlardır. Ekonominin tam istihdamda olması durumunda klasik görüşü destekleyen parasalcılar, yine de Say Kanunun'dan sapmışlardır. Buna göre Smith'in görünmeyen el mekanizması ekonomiyi hala tam istihdama doğru yöneltmektedir. En önemli monetaristlerin başında gelen Friedman, paranın dolaşım hızının öngörülebilir olduğunu kabul etmektedir (Fischer, 1989: 156).

Monetaristler, devletin ekonomiye müdahalelerinin enflasyonist bir etki yaratacağını ileri sürerken, dengenin doğal bir yolla oluşana kadar beklenmesi gerektiğini savunmuşlardır. Dolayısıyla devletin ekonomi üzerindeki müdahaleleri gereksiz ve zararlıdır. Öyle ki ekonomi tam istihdama doğru ilerlerken, para arzında işsizliği azaltmak amacıyla yapılacak artışların geri tepeceği ifade edilmiştir. Çünkü bireyler para arzında meydana gelen artışları doğrudan fiyatlara yansıtarak ekonomik açıdan olumsuz sonuçlar doğurabilir (Johnston & Saad-Filho, 2004: 4).



## Para Politikası Araçları

### *Para Politikasının Genel Araçları*

Para politikasının geleneksel araçları olarak kabul edilen ve merkez bankalarına rezerv para arzını belirleme imkânı veren para politikasının genel araçları rezerv, arz ve talep dengelerinin yeniden oluşturulmasında interbank ve para piyasası faiz oranlarının değişmesine yol açmakta ve böylece merkez bankalarının piyasadaki likiditeyi belirlemesini ve fonların piyasada etkin dağıtımını sağlamaktadır. Bu araçlar, merkez bankasının piyasalara bir aracı gibi nüfuz ederek işlem yapmasını sağlayan, karar verme yetkisini ise piyasalara bırakan araçlardır (Lipsey & Steiner, 1978: 645-655). Literatürde dolaylı (piyasa bazlı) para politikası araçları olarak da tanımlanan bu araçlar 3 başlık altında değerlendirilir (Akçay, 1997: 17):

- Açık Piyasa İşlemleri (APİ)
- Reeskont Politikası
- Zorunlu Karşılıklar

Merkez bankaları APİ ve reeskont politikaları ile parasal tabanın<sup>1</sup>, zorunlu karşılıklar ile para çarpanının<sup>2</sup> büyüklüğünü denetlemeye çalışırlar (Yücememiş, 2011: 7-8).

### **Açık Piyasa İşlemleri**

APİ, merkez bankalarının para miktarını ve ekonominin likiditesini kontrol altında tutmak için hazine bono ve devlet tahvillerini alıp satması işlemi olarak tanımlanmaktadır. Özel sektör ihraçlarını bu alım-satımların dışında tutan sistem bu sayede para politikası araçlarının ekonomik koşullara uygun bir biçimde uygulanmasını temin eder (Orhan & Erdoğan, 2005:

<sup>1</sup> Para tabanı; dolaşımdaki para, banka nakit rezervleri ve Merkez Bankası'ndaki zorunlu karşılıkların toplamıdır.

<sup>2</sup> Para çarpanı, parasal tabandaki değişimlerin para arzı üzerindeki etkisini gösteren bir kat sayıdır.

64). Merkez bankaları APİ işlemleri ile piyasadaki likiditeyi çekmek için piyasadan bono ve tahvil satın almakta, para arzını genişletmek için ise bono ve tahvil satışı yapmaktadır. Böylece dolaylı olarak piyasadaki para miktarı kontrol altında tutulmaktadır.

APİ, defansif ve dinamik olmak üzere iki farklı uygulama şekline sahiptir. Defansif uygulanan APİ savunmaya yönelik olup dinamik APİ ise ofansif nitelikte işlemleri içermektedir. Savunmaya yönelik APİ mevduat kurumlarının rezervlerini belli bir düzeyde tutmayı amaçlarken parasal tabanda meydana gelebilecek değişmelere neden olabilecek unsurlara karşı bir savunma sağlar. Bu sayede piyasadaki para arzında bir istikrar elde edilir. Ofansif APİ ise parasal tabanı değiştirmeye yönelik olup böylece ekonominin gidişatını değiştirme amaçlanır (Barth, 2002: 144).

APİ çeşitli avantajlara sahiptir. Buna göre APİ yoluyla merkez bankaları piyasadaki işlem hacminin tümünü kontrol edebilmekte, gerek vadesel açıdan gerekse de işlem büyüklüğü açısından esneklik sağlanmaktadır. Ayrıca uygulama kolaylığına sahip olan APİ, fazla bürokratik bir yapı gerektirmemekte ve merkez bankalarının yaptığı hataları anında düzeltme imkânı vermektedir (Paya, 1998:154-155).

### **Reeskont Oranları**

Tanım olarak yeniden iskonto anlamına gelen reeskont, geleneksel para politikası araçlarının ikincisidir. Bu tanıma göre bankalarca iskonto edilmiş ya da banka portföyünde bulunan bir senedin vadesi dolmadan önce kırdırılması sonucunda bankaların rezerv ihtiyaçları karşılanabilmektedir (Maxwell & Farhi, 1979: 286-292). Merkez bankaları reeskont politikasıyla bankalara önemli bir rezerv kaynağı sunarken karşılığında bir faiz talep eder. Bu faiz oranına “reeskont oranı” denir.

Reeskont politikası ile enflasyonist dönemlerde reeskont oranları arttırılarak piyasadaki para çekilerek parasal daralma sağlanır. Resesyon durumlarında ise reeskont oranları düşürülerek parasal genişlemeye katkı yapılır. Dolayısıyla reeskont politikaları bankaların kaydi para yaratma imkanlarını ve rezerv parayı etkilemektedir.

Günümüzde sıkça kullanılmayan bir araç olan reeskont politikaları, API ile kıyaslandığında daha geniş bir coğrafyayı etkileyebilen bir etkiye sahiptir. Buradaki temel sebep API'nin öncelikle önemli para ve sermaye piyasalarının bulunduğu yerlere etki ederken ülke geneline yayılmasının uzun zaman alabilmesidir (Paya, 1998: 304).

### **Zorunlu Karşılıklar**

Zorunlu karşılık uygulaması, bankaların mevduatlarında oluşacak ani ve aşırı azalışlara karşı mevduat sahiplerinin sisteme olan güvenini devam ettirmek ve para arzını kontrol etmek için bankaların bilançodaki bazı kaynaklarının belli bir oranının çoğunlukla nakit ve faizsiz olarak merkez bankası nezdinde bloke edilmesidir (Akçay, 1997: 19). Bir nevi gizli vergi etkisi yaratan bu uygulama neticesinde piyasadaki likidite istenildiğinde çekilmekte istenildiğinde ise arttırılabilmektedir. Buna göre zorunlu karşılıklar arttırılarak para arzı kısıılırken zorunlu karşılıklar düşürülerek piyasadaki para arzı arttırılmaktadır. Diğer bir ifade ile merkez bankaları, zorunlu karşılık oranını arttırarak banka çarpanını küçültüp zorunlu karşılık oranını düşürerek banka (mekanik) çarpanını büyütürken banka kesiminin yaratabileceği mevduat miktarını değiştirebilmektedir (Sloman, 2000: 551-553).

Zorunlu karşılık uygulamasına kamu sektörüne kaynak yaratmak ve kredi dağılımını etkilemek için de başvurulabilmektedir. Ayrıca merkez bankası nezdinde bloke edilen bu zorunlu karşılıklar bir nevi sigorta görevi görerek mudiler açısından risk algısını azaltmaktadır (Yücememiş, 2011: 12).

Zorunlu karşılık oranlarındaki çok küçük oynamalarda bile para stokunda büyük değişimler olabilmektedir. Dolayısıyla para arzında arzu edilmeyen durumlara neden olabilen bu para politikası aracı, merkez bankalarınca sıklıkla tercih edilmemektedir. Zorunlu karşılıkların para çarpanının istikrarını bozmayacak şekilde belirlenmesi zaruridir (McConnell & L. Brue, 1996: 300).

### ***Kriz Dönemlerinde Uygulanan Para Politikası Araçları***

Global krizden önce çoğunlukla fiyat istikrarını hedefleyen para politikaları tercih edilirken, krizin ardından söz konusu para politikalarının finansal ve makroekonomik istikrarı da kapsamı zorunluluk kazanmıştır (TCMB Enflasyon Raporu, 2013: 107). Yalnızca fiyat istikrarına odaklı bir para politikasının aynı zamanda görece olarak daha kısa süreli bir enflasyon hedeflemesine sahip olması merkez bankalarına etkin bir risk gözlem imkânı sunmamaktadır. Bu nedenle para politikası uygulamalarında alternatif yaklaşımlar önem kazanmaya başlamış ve tüm dünyada makro finansal risklerin azaltılması hususunda merkez bankalarının rolü giderek önemli hale gelmiştir (C. Kent & Robson, 2010: 34).

Merkez bankaları para politikası uygulamaları ile kısa vadeli faiz oranlarını kullanarak temel amaçları olan fiyat istikrarını sağlamayı hedeflemektedir. Bu doğrultuda merkez bankaları, kısa vadeli faiz oranları vasıtasıyla mal ve hizmet talebine ve enflasyona etkide bulunarak ekonomiyi etkilemektedir. Kriz ortamlarında, geleneksel para politikası araçları merkez bankalarının amaçlarına ulaşmasında yeterli olmamaktadır (Smaghi, 2013: 2). Bunun sebeplerinden ilki, nominal faiz oranlarının sıfır düzeyinin altına çekilememesi nedeniyle kriz dönemlerinde ihtiyaç duyulan parasal hızlandırıcıların yalnızca geleneksel olmayan para politikası araçları ile işlerlik kazanabilmeleridir. İkinci neden ise geleneksel olmayan para politikalarının nominal faiz oranı sıfırın üstünde olsa dahi etkin sonuçlar verebilmesidir.

Çok geniş bir yelpazede çeşitli araç ve önlemler paketini kapsayan geleneksel olmayan para politikaları, genellikle 5 alt başlıkta irdelenmektedir. Bu kapsamda;

- Miktar Genişlemesi
- Kredi Genişlemesi
- Faiz Taahhüdü Politikası
- Zorunlu Karşılık Oranı Uygulaması
- Faiz Koridoru Politikası yer almaktadır (Vural, 2013: 21).

## **Miktar Genişlemesi**

Global krizin ardından birçok ülke merkez bankası politika faiz oranlarını düşürerek likidite sıkışıklığı yaşayan birimlere kredi tahsis etmişlerdir. Faiz oranları sıfıra yaklaşmasına rağmen yeterli likiditenin sağlanamadığı hallerde ise merkez bankaları alternatif bazı önlemlerle likidite sağlamayı hedeflemişlerdir. Bu nedenle faiz oranı temel politika aracı olmaktan çıkarak yerini paranın miktarına bırakmıştır.

Merkez bankaları miktar genişlemesi politikası vasıtasıyla çoğunlukla varlık alımları yaparak piyasaya yüklü miktarda para enjekte etmektedirler. Söz konusu alımlar, kısa vadeli finansal varlık alımları ya da uzun vadeli devlet tahvilleri şeklinde gerçekleşmekte, kimi zaman ise varlığa dayalı menkul kıymetler, bu alımlar içinde merkez bankalarınca tercih edilmektedir. Miktarsal genişleme süreçlerinde alınan varlıklar geleneksel politikaların kullanıldığı zamanlara kıyasla çok daha fazla miktarda olmaktadır (NRI, 2013: 5). Kriz dönemlerinde devlet iç borçlanma senetlerinin haricinde özel sektör ihraçlarının da merkez bankaları tarafından satın alınması, özel sektör harcamalarını arttırarak ekonomiyi daha fazla canlandırmakta ve piyasadaki likiditeyi olumlu yönde etkilemektedir. Özel sektör ihraçları ile şirketler daha ucuza borçlanabilmekte, diğer yandan ise ticari bankalar artan mevduatları kredi olarak yine ekonomiye yönlendirerek borçlanma maliyetini düşürmektedirler (Vural, 2013: 21).

## **Kredi Genişlemesi**

Geleneksel olmayan para politikası araçlarından olan kredi genişlemesinde piyasadaki menkul kıymetlerin likidite sorunu ortadan kaldırılarak ve kaynakların etkin dağıtımını sağlanarak vadeli ticari menkul kıymetler dorudan satın alınmaktadır (Perrera, 2013: 19). Burada temel amaç, fonksiyonelliğini kaybetmiş piyasaların yeniden faaliyete geçirilmesi ve/veya regüle edilerek likidite sıkışıklığının ve risk priminin azaltılmasıdır. Bu şekilde ekonomideki finansal aktivitelerin tekrar olağan haline dönebileceği düşünülmektedir. Miktar genişlemesinden farklı olarak kredi genişlemesinde merkez bankası bilançolarının kompozisyonu değiştirilmekte ve doğrudan para yaratmak yerine ticari menkul kıymetler

merkez bankalarınca satın alınarak piyasa likiditesi yükseltilmektedir.

Sözgelimi kredi genişlemesi yapmak isteyen merkez bankaları kısa vadeli hazine bonolarını ihraç edip elde ettikleri fonlarla vadeli ticari menkul kıymetleri satın almaktadırlar. Böylece yalnızca bilanço kompozisyonunu değiştiren merkez bankaları, vade ve bilanço büyüklüğünü değiştirmeden piyasadaki riskli menkul kıymetlere bir likidite sağlanmış olurlar. Diğer bir ifade ile merkez bankaları risksiz menkul kıymetlerle riskli menkul kıymetleri değiş tokuş ederek piyasada kredilerin hem maliyetini hem de uygunluğunu olumlu yönde etkilemektedirler. Merkez bankaları riskli varlık alımı yapınca öze sektör için söz konusu menkul kıymetlerin arzı daralmakta, bu durum ise kağıdın fiyatını yükseltip getirisini düşürmektedir. Özellikle riskli varlıklar için talebin mevcut olmadığı hallerde merkez bankalarının bu alımları piyasadaki kredileri daha cazip getirmektedir. Aynı zamanda bu tür politika araçları merkez bankalarının sahip olduğu varlıklarda bir çeşitlendirme imkânı sağlar (Morgan, 2013: 4). Bilanço büyüklüğü değişmeden yapılan bu tür çeşitlendirmeler merkez bankası portföyündeki riskin dağıtımı için en uygun yollardan biri olarak görülmektedir. Ayrıca bu tür para politikası araçları, fon aktarım mekanizmasının etkin olmadığı kriz dönemlerinde piyasalara doğrudan borç verme görevini de yerine getirirler. Böylece kredi maliyetleri düşerken, kredi piyasalarının daha fonksiyonel olması sağlanır (Morgan, 2013: 34).

### **Faiz Taahhüdü Politikası**

Diğer bir para politikası aracı olan faiz taahhüdü politikası, politika faiz oranının merkez bankalarınca belirli bir süre düşük seviyede sabit tutulacağına taahhüt edilmesidir. Böylece merkez bankaları ekonominin yönü ve kısa dönemde faiz oranları ile ilgili özel sektörün beklentilerini kullanarak ülkenin ekonomisini istediği yönde etkileyebilmektedir (Vural, 2013: 27).

Faiz taahhüdü politikasının yumuşak karnı olan enflasyon oranı, faiz taahhüdü bir politika aracı olarak kullanıldığı sürece merkez bankalarının dikkat etmeleri gereken bir husustur. Şöyle ki; düşük faiz taahhüdü talebi arttırıp enflasyonist bir baskı oluşturabilmektedir. Bu durumda merkez bankaları taahhütlerini çiğneyip faiz oranlarını yükseltirlerse merkez bankalarının itibarında bir zedelenme meydana gelebilecektir.

## **Zorunlu Karşılık Uygulaması**

Son yıllarda fiyat istikrarını temel hedef olarak gören merkez bankaları, zorunlu karşılık oranının kullanımını önemli ölçüde azaltmış, ancak küresel kriz sonrasında bu tür uygulamalar giderek merkez bankalarınca daha fazla rağbet görerek özellikle gelişmekte olan ekonomilerde sıklıkla kullanılan bir politika halini almıştır.

Tanım olarak zorunlu karşılıklar, başta bankalar olmak üzere finansal kurumların kredi olarak kullanılabilecekleri mevduat, menkul değerler ve yurt dışı borçlanma imkânlarına karşılık olarak merkez bankasında tutmak zorunda oldukları kaynaklardır (Önder, 2005: 86). Bu araçlarla merkez bankaları para arzını kontrol edebilmekte ve özellikle kriz dönemlerinde kredi büyümesinin belli sınırlar içinde tutulması açısından önem arz etmektedir. Kriz dönemlerinde kredi büyümesi devam ederse ekonomideki riskler artacaktır. Bu nedenle para arzının merkez bankalarınca kontrol altında tutulması gereklidir.

Günümüzde kredi piyasalarının kontrolsüz genişlemesinin engellenmesi hususunda zorunlu karşılıklar önemli bir belirleyicidir. Para arzı hacminin kontrolü dışında merkez bankalarının likidite yönetimine katkı sağlayan ve istikrarlı kısa vadeli faiz oranlarının tahsisi hususunda da fayda sağlayan zorunlu karşılıklar, bazen ekonominin canlandırılması için azaltılmaktadır.

## **Faiz Koridoru Uygulaması**

Merkez bankalarınca nadiren kullanılan faiz koridoru aracı, küresel kriz sonrası giderek önem kazanan bir politika olmuştur. Üçlü faiz sisteminin geçerli olduğu bu uygulamada, borç verme faiz oranı, politika faiz oranı ve borç alma faiz oranı gibi kavramlar dikkat çekmektedir. Borç verme faiz oranı geçici likidite sıkışıklığına bir çözüm oluştururken, likidite fazlası olan bankalar borç alma faiz oranı üzerinden merkez bankalarında paralarını değerlendirebilmektedir. Diğer önemli kavram olan faiz koridoru ise merkez bankalarının gecelik borç verme ve borç alma faiz oranları arasındaki bandı ifade etmektedir. Bu doğrultuda politika faiz oranı da bu koridorun orta noktasını işaret etmektedir (TCMB Kriz Sonrası Para Politikası, 2012: 8).

Faiz koridoru sisteminin amacı gecelik faiz oranını belli bir seviyede tutabilmektir. Merkez bankaları müdahaleci görünmek istemediklerinde direkt politika faizini belirlemek yerine faiz koridorunda daralma ve genişlemeler yaparak piyasalardaki döviz kurlarını kontrol edebilmektedirler. Diğer bir ifade faiz oranları üzerinde“ince ayar” yapılmaktadır (TCMB Kriz Sonrası Para Politikası, 2012: 9). Faiz koridoru politikası ile amaçlanan hem gelecekteki belirsizlikleri ortadan kaldırmak hem de konjonktüre bağılı olarak gelişen ve değışen koşullar altında faiz oranı hususunda esnek davranabilmektir.

## **Küresel Kriz Sonrası Merkez Bankalarınca Uygulanan Korumacı Para ve Kur Politikaları**

ABD’de 2008 yılında mortgage krizi ile patlak veren ve küreselleşmenin etkisiyle tüm dünyaya yayılan küresel kriz toplam talep ve dünya ticaret gerilemiştir. Tüm dünyayı böylesine bir krize yönelten nedenlerin başında;

- Ülkeler arası dengesizlikler,
- Likidite bolluğı,
- Denetim ve gözetim süreçlerindeki zayıflıklar gelmektedir (Pınar & Uzunoğlu, 2013: 3).

Gelişmiş ülkelerde resesyon yaşanırken, gelişmekte olan ekonomiler büyüme oranları sert bir şekilde düşmüştür. Kriz sürecinde milli gelir içinde ihracat payı yüksek olan ülkeler bu durumdan en çok etkilenen ülkeler olurken, özellikle Avrupa Birliğı’nde (AB) birçok ülke ekonomik açıdan küçülmüştür. Başta AB üyesi olan Yunanistan olmak üzere İspanya, İtalya, İrlanda, Belçika ve Portekiz gibi ülkeler borç krizi ile karşı karşıya kalmış (T.C. Başbakanlık Avrupa Birliğı Genel Sekreterliğı, 2011: 3). Ve birçok kurtarma paketi bu ülkeler için bir zorunluluk haline gelmiştir. Karakteristik olarak kriz dönemlerinde artan bu tür korumacı yaklaşımlar son küresel krizde de kendini hissettirmiştir. Genel olarak yabancı mallara karşı iç piyasada üretilen malların ticaretini teşvik eden korumacı yaklaşımlar beraberinde ithalat yasaklarını, miktar sınırlamalarını, yüksek gümrük vergi ve harçlarını, döviz tahsisi sınırlamalarını getirmiş, ayrıca bu süreçte yerli şirketlere finansman desteğı sağlanmıştır.



Kriz sonrası süreçte karşılaşılan bir diğer önemli olgu ise ülkeler arası rekabetçi kur politikalarının uygulanmasıdır. Esasen dünya ticaretinde genel bir durgunluk dönemine girilmesi sonucunda uygulanan rekabetçi kur politikaları 1930'lu yıllarda ortaya çıkmıştır. Bir nevi kur savaşı olarak da ifade edilebilen rekabetçi kur politikaları, ekonomik olarak kötü durumda olan bir ülkenin uluslararası ticaret ortağı olan diğer bir ülke üzerinden kur yoluyla fayda sağlaması anlamına gelmektedir. Böylece ulusal para biriminin değerini düşürerek ihracatı artırma, buna bağlı olarak işsizliği azaltma ve sonrasında milli geliri artırma çalışmaları rekabetçi kur politikaları olarak tanımlanmaktadır (VOB Haber Bülteni, 2010: 34). Bu süreçte dünya ticaretindeki daralma rekabetçi kur politikalarını yeniden gündeme taşımıştır.

Literatürde rekabetçi kur politikalarının uygulanması çeşitli nedenlere bağlanmıştır:

- Devam eden küresel resesyon,
- Azaltılamayan işsizlik oranları,
- Parasal ve mali genişlemenin istenildiği kadar gerçekleşmemesi,
- İç pazarı göz ardı eden ülkelerin dış pazarda rekabetçi stratejiler uygulaması,
- Ülkelerin döviz rezervini artırma arzusu (rezerv para ağırlıklı olarak dolar olduğundan, piyasadan dolar toplanır. Böylece diğer para birimlerinin de arzı artmaktadır) (Pınar & Uzunoğlu, 2013: 6).

Resesyonun özellikle gelişmiş ülke ekonomilerinde ve ABD ekonomisinde derinlemesine yaşanıyor olması ve gevşek para politikası uygulamalarının belli bir zaman zarfında bu probleme çözüm olamaması rekabetçi kur politikalarının uygulanmasına neden olmuştur (VOB Haber Bülteni, 2010: 36). En son kur savaşları 2012 yılında, değişen Japonya başbakanının söylemleri ile başlamıştır. Bu söylemleri takiben Japon Merkez Bankası enflasyon hedefini % 2'ye çıkarmış ve bu hedefe ulaşınca kadar devlet tahvili satın alınacağını beyan etmiştir. Bu amacın gerçekleşmesi halinde Japonya negatif faiz oranlarına sahip olacak ve son on yılda Yen'i güçlü kılan pozitif faiz oranlarından vazgeçecektir. Bu durum dünya ekonomisinde ciddi bir sıkıntıya yol açmıştır (Çolak, 2010: 35). Bu sıkıntıdaki temel neden, yabancı paralar karşısında değer kaybeden Yen'in özellikle AB'nin

dünya ticaretindeki rekabet avantajını azaltıyor olmasıdır. Dolayısıyla AB, Japonya ile ekonomik açıdan sıkıntılı bir döneme girmiş ve aralarında “kur savaşları” başlatmıştır. Diğer taraftan Çin kur savaşlarının ikinci cephesi olarak öne çıkmıştır (Günay & Kesimli, 2001: 82). Kriz öncesi para birimi Yuan’ı dolara endeksleyen Çin, doların değer kaybetmesiyle avantaj sağlayarak mallarını uluslararası ticarete tercih edilir hale getirmiştir. Bu süreçte ABD, Çin’den para birimini daha değerli hale getirmesini talep etmiş, böylece Çin’den yaptığı ithalatı kısıtlamayı planlamıştır. Fakat Çin rekabet avantajını kaybetmek istememiş ve devam eden süreçte ise dolara endekli olan para birimini serbest bırakmıştır.

Bu süreçte Amerikan Merkez Bankası (Federal Reserve System – FED), ABD ekonomisini canlandırmak ve ekonomik durgunluk ile savaşmak amacıyla miktar genişlemesini tercih etmiştir. 2011 yılı itibariyle parasal genişlemenin miktarı 2,3 trilyon doları bulmuş ve doların değer kaybı artmıştır. Birbirini takip eden ikinci ve üçüncü genişlemelerle piyasada dolar miktarı artmış, Euro karşısında dolar değer kaybetmiştir.

Dünyada bir takım ülkeler rekabetçi kur politikaları uygularken, bu duruma karşı en kırılgan bölge AB bölgesi haline gelmiştir. Bunun nedeni parasal birlikte Avrupa Merkez Bankası’nın (European Central Bank – AMB) kurlara yönelik bir müdahalede bulunma şansının az olmasıdır. Parasal genişlemeye borç krizi endişesiyle çekinceli bakan AMB, hatta kriz sonrası süreçte finansal kurumların likidite sorununu çözmek için başvurmuş olduğu parasal genişlemeden bile geri dönme eğilimine girmiştir. Bu doğrultuda çoğu AB bankası daha evvel AMB’den almış oldukları kredileri vaktinden önce ve düşük faizlerle geri ödeme arzusunda olmuşlardır. Bu durum Euro’nun değer kazanmasına zemin hazırlamıştır. Dolayısıyla ciddi bir çelişki içine düşen AB, bir taraftan ekonomisini canlandırmak istemekte ancak uyguladığı politikalarla Euro’nun değer kazanmasına neden olarak kendi ekonomisini olumsuz bir sürecin içine sokmaktadır.

Özetle bakıldığında;

- Japonya Merkez Bankası’nın Yen’in değerini kısa sürede düşürmüş olması diğer ülkelere kabul görmemiştir.
- FED doların Euro karşısında düşük değerde olmasını tercih etmektedir.

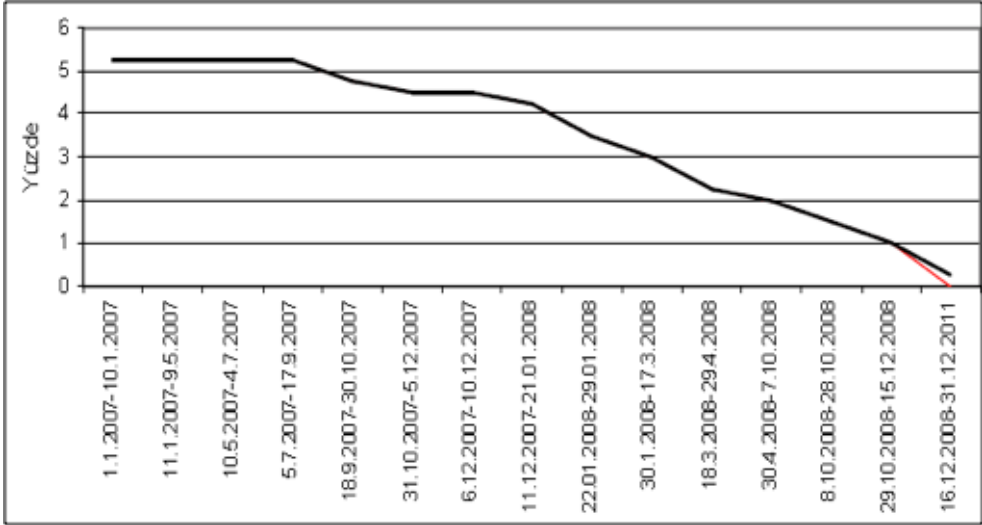
- AMB ise, euro-dolar paritesinin 1.30-1.25 seviyesinde olmasını tercih etmektedir.
- 2012 yılsonu itibariyle ABD'nin mal ticaretini geçen Çin'in 2015 yılsonu itibariyle ise ABD mal ve hizmet ticaretinin toplamını da geçeceği düşünülmektedir (Pınar & Uzunoğlu, 2013: 7).

## **Amerikan Merkez Bankası'nın Uyguladığı Para ve Kur Politikaları**

Küresel finansal kriz sürecinde FED, çeşitli zorluklarla karşılaşmış olmakla birlikte üç temel zorluk ülkeyi ciddi şekilde etkilemiştir:

- Bilanço kısıtı,
- Geleneksel borç finansmanın da problemlili borç alanların mevcut olması,
- Geleneksel olmayan borç finansmanında teminata dayalı uygun olmayan ve/veya sorunlu uygulamalar ülke ekonomisini olumsuz yönde etkilemiştir (Hilton & Mcandrews, 2010: 3).

Genişletici para politikasını bankalara, piyasa yapıcılara ve diğer finansal kurumlara karşı uygulamak isteyen FED böylece krize bağlı oluşan likidite kısıtını önlemek istemiştir. Ancak bu durum, ülkenin faiz politikası uygulamalarını güçleştirmiştir. 2008 yılının sonlarına kadar devam bu olumsuzluk zorunlu karşılıklara faiz ödemesi uygulamasının başlamasıyla hafiflemiştir. Bu süreçte faizlerin belli seviyelerin altına düşmesini engellemek isteyen FED, piyasayı fonlamış ve çoğu zaman varlık alımları gerçekleştirmiştir. Özellikle krizin başlangıcında piyasaya enjekte edilen fazla likiditeyi toplamak amacıyla açık piyasa işlemleri doğrultusunda devlet tahvili ihraç eden FED bilanço kısıtıyla karşı karşıya kalmıştır.



**Grafik 2.1: Hedeflenen Federal Fon Oranları**

**Kaynak: FED.**

Kriz sırasında FED, pozitif federal fon hedefi ve bilanço büyüklüğünün sonucu olarak borç verme programları tarafından bir kısıkaca girmiştir. Bu süreçte borç verme programlarının FED'in menkul kıymet toplamına eşit olması, borç verme programlarından kaynaklanan likiditenin sterilizasyonu açısından potansiyel sorunları işaret etmiştir. Bu nedenle 17 Eylül 2008'de FED'in Amerikan Hazinesi'nden seri tahvil alımı yapması kararlaştırılmıştır. Bu destekleyici finansman programı sayesinde %2 seviyesinde olan federal fon hedefi 8 Ekim 2008 tarihinde %1,5'e gerilemiştir (Bkz. Grafik 1).

FED, 2009-2012 dönemi ve takriben 2012 yılı ortalarına kadar 400 milyar USD'lik kısa vadeli devlet tahvili satmayı amaçlamış ve böylece bilançosunda bulunan menkul kıymet portföyündeki senetlerin vadesini uzatma eğilimi içine girmiştir. Ayrıca bu varlıkların satımından elde edilecek fonlarla da uzun vadeli tahvil alacağını açıklamıştır. Bunun nedeni piyasada para arzını azaltarak uzun vadeli faizlerin aşağı çekilmesinin hedeflenmiş olmasıdır. Uzun vadeli faizlerde düşüş gerçekleştiği takdirde de bu durumun piyasaları rahatlatmak suretiyle toparlanmayı desteklemesi öngörülmüştür (Federal Reserve, 2013).

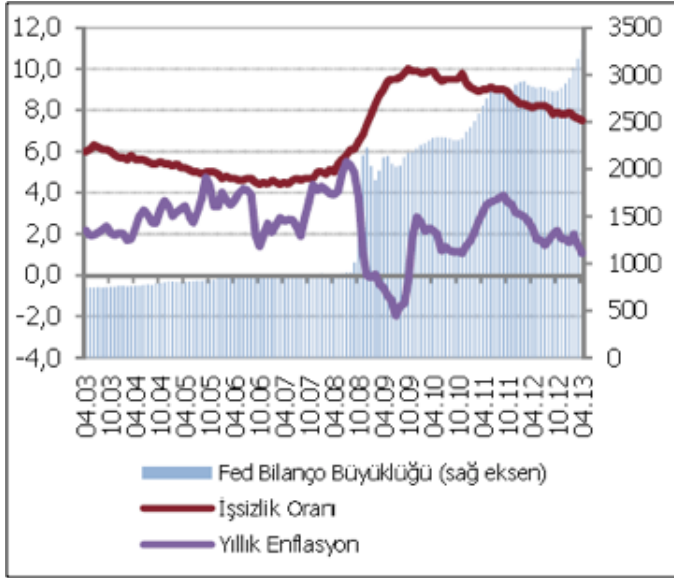
Günümüzde çoğu merkez bankası iskonto penceresi uygulamalarını

çok fazla tercih etmemektedirler (Koçyiğit, 2009: 8). Ancak FED'in menkul kıymet portföyü, iskonto işlemleri ve otonom faktörlerce belirginleşmektedir. Otonom faktörler FED'in elinde olmayan emisyon ve Hazinesinin FED nezdinde tuttuğu hesaptaki değişmeler gibi faktörlerdir. FED kurulduğunda temel para politikası olan iskonto penceresi, zamanla yerini açık piyasa işlemlerine bırakmıştır (Federal Reserve Bulletin, 1993: 479). İskonto penceresi tanım olarak FED'in, ticari bankalar ve diğer mevduat kuruluşlarına sağladığı kredi imkânıdır. Böylece iki temel fonksiyona işlerlik kazandıran FED, öncelikle likidite sıkışıklığını önlemeyi amaçlamakta ve bireysel mevduat kurumlarına likidite olanağı vermektedir. FED 2008 yılından itibaren iskonto penceresi kapsamında piyasaya ciddi destekler sağlamıştır (85 milyar USD).

Bir diğer para politikası aracı olan zorunlu karşılıklar, Amerikan finansal sisteminde Guvernörler Kurulu tarafından belirlenmektedir. Buna göre FED, zorunlu karşılığa tabi net tutara göre % 3 ve % 10 oranlarında artan zorunlu karşılık oranları kullanılmaktadır. Bu kapsamda, zorunlu karşılık yükümlülük tutarının bir kısmı zorunlu karşılık uygulamasından muaftır. Guvernörler Kurulu % 3 zorunlu karşılığa tabi minimum ve maksimum tutarı belirlemektedir. Bu maksimum tutarın üstündeki zorunlu karşılığa tabi net işlem tutarı %10'luk zorunlu karşılık oranına göre hesaplanmaktadır. FED'in kriz ortamında kullandığı diğer araçlar ise aşağıdaki şekilde sıralanabilir (Kara, 2012: 45-47):

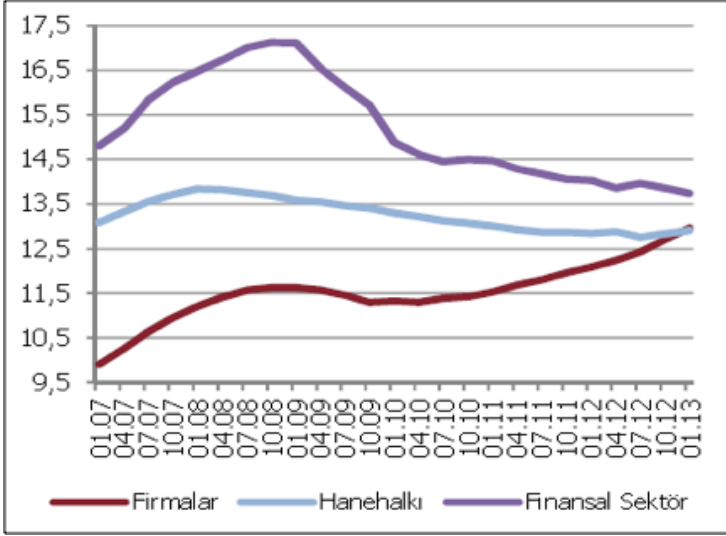
- Para Piyasası Yatırımcı Fon İmkânı
- Varlığa Dayalı Finansman Bonosu Para Piyasası Karşılıklı Fon Şirketleri Likidite İmkânı
- Finansman Bonosu Fonlama İmkânı
- Piyasa Yapıcısının Kredi İmkânı
- Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme İmkânı
- Vadeli İhale İmkânı
- Ayrıca FED, 19 Eylül 2008 tarihinden itibaren Fannie Mae, Freddie Mac ve Federal Ev Kredileri Bankaları tarafından ihraç edilmiş kısa vadeli yükümlülükleri alma kararı almıştır.
- FED büyük ölçekli varlık alımları da gerçekleştirmiştir.

ABD’de uzun zamandır süregelen işsizlik problemi ve orta vadede enflasyonun düşmeyeceği beklentileri nedeniyle FED, miktar genişlemesine dayalı gevşek para politikasını tercih etmektedir. Miktar genişlemesi ve düşük faiz politikasını 2015 yılına kadar sürdürme eğiliminde olduğunu açıklayan FED, 2012 Aralık ayında işsizliğin % 6,5’un altına düşmemesi ve enflasyonunun %2,5’un üstüne çıkmaması halinde mevcut faiz politikasını değiştirmeyeceğini belirtmiştir (TCMB Finansal İstikrar Raporu, 2013: 3).



**Grafik 2.2: ABD’de Enflasyon, İşsizlik ve FED Bilanço Büyüklüğünün Değişimi (% ,Milyar \$)**

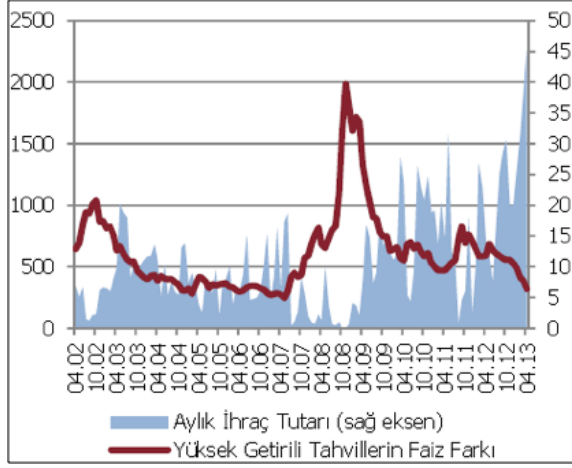
**Kaynak: FED**



**Grafik 2.3: ABD’de Hane halkı, Firmalar ve Finansal Sektör Borçlarının Gelişimi (Trilyon \$)**

**Kaynak: FED**

Kriz sonrasında geleneksel olmayan yeni nesil para politikaları neticesinde FED bol ve ucuz bir şekilde likidite sağlamaktadır. Bu likidite, firmalara uzun vadeli borçlanma iştahı aşılarken bir yandan da piyasada yatırımcılar açısından riskli görülen varlıklara olan talebi de arttırmakta ve finans piyasalarına daha fazla fonun aktarılmasını sağlamaktadır (TCMB Finansal İstikrar Raporu, 2013: 3)



**Grafik 2.4: ABD'de Firmaların Yüksek Riskli Tahvil İhraçlarının Gelişimi  
(Baz puan, Milyar \$)**

**Kaynak: IMF**

Ancak bu durum, küçülen bankacılık sistemi nedeniyle kredi riskinin bankacılık sektörünün dışına kaymasına ve doğru kredi fiyatlandırmasının yapılamamasına sebep olabilecektir. Dahası, uzun vadeli faiz oranlarına bağlı piyasa riski ile beraber artan kredi riski finans piyasalarındaki toplam riski arttırarak finansal istikrarı olumsuz yönde etkileyebilecektir.

### **AMB'nin Uyguladığı Para ve Kur Politikaları**

1 Ocak 1999'da Avrupa Para Birliği'nin üçüncü aşamasına geçilmesiyle birlikte AMB, AB'deki "tek para politikası"nın tek sorumlusu olmuştur. Nihai amacı fiyat istikrarı olan tek para politikası doğrultusunda Maastricht Antlaşması'nın 105 (1) maddesine göre AMBS'nin esas amacının da fiyat istikrarı olduğu belirtilmiştir (TCMB, 2013). AMB para politikası



stratejisinin çerçevesinde fiyat istikrarının nicel tanımı ve fiyat istikrarına yönelik risklerin iki sütunlu yaklaşımla analizi yer almaktadır. AMB fiyat istikrarını euro alanında “Harmonize Edilmiş Tüketici Fiyat Endeksine (The Harmonised Price Index-HICP)” göre yıllık enflasyonun orta vadede yüzde 2’nin altında olması şeklinde belirlemiştir. Bu hedefe ulaşmak için AMB’nin iki farklı stratejisi bulunmaktadır:

1- Kısa ve orta vadeli risklerin incelendiği ekonomik analiz (kapsamında güncel, ekonomik ve finansal gelişmeler ile fiyat istikrarına yönelik analizler yer alır)

2- Parasal analiz. (kapsamında ekonomik analize nazaran daha uzun perspektifli olarak parasal ve kredi gelişmelerinin takibi, enflasyona etkilerinin incelenmesi ve geniş tabanlı para arzı (M3)’deki gelişmelerin gözlemlenmesi yer alır)

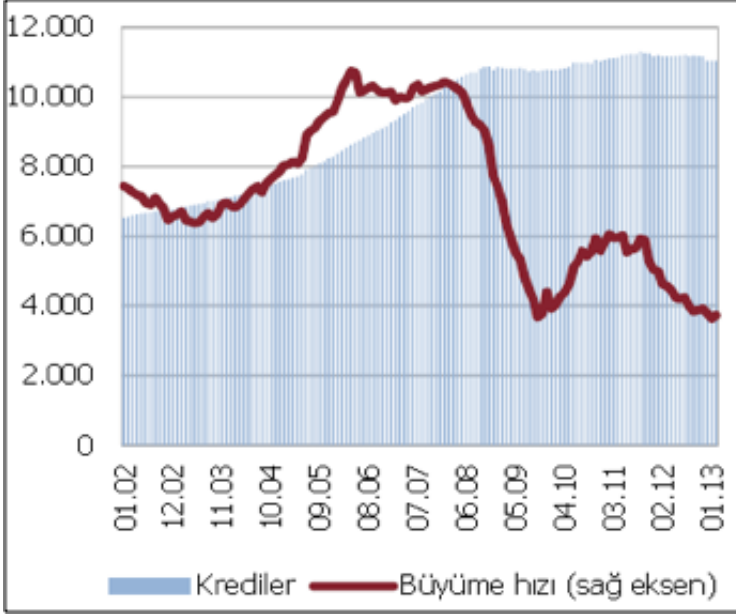
Bu doğrultuda kriz öncesi AMB para politikası stratejisinin ilkeleri, enflasyonist beklentileri sıkı bir şekilde çıpalayarak gelişmeleri inceleyip takip etmektedir.

Küresel krizin ilk sinyallerinin ardından 2007 yılının sonlarında merkez bankacılığı açısından önemli bir gösterge olarak kabul edilen uzun vadeli açık piyasa işlemlerinden kaynaklanan alacakların bilanço büyüklüğüne oranı, kısa vadeli açık piyasa işlemlerinden kaynaklanan alacakların bilanço büyüklüğüne oranının üzerine çıkmıştır. Buna göre 2010 yılının son çeyreği ile 2011 yılsonu arası kısa vadeli açık piyasa işlemlerinin bilanço büyüklüğüne oranı % 5-10 arasında seyretmişken, uzun vadeli açık piyasa işlemlerinin bilanço büyüklüğüne oranı % 15-20 arasında gerçekleşmiştir. Küresel kriz sürecinde diğer bir uygulama olan swap (takas) anlaşmalarının euro alanı dışındaki ülkelerle yaptığı anlaşmalar olup neticesinde euro borçlarının toplam bilanço büyüklüğüne oranı arttırmış, fakat 2010 yılı sonunda kriz öncesi seviyelere gerilemiştir. Kriz sürecinde AMB, 2007-2008 yılları arası iki temel uygulama yürürlüğe koymuştur. İlk uygulama,

her ay düzenlenen üç ay vadeli uzun-dönem finansman operasyonlarının yanında üç ay vadeli repo ihaleleri düzenlenmesine yöneliktir. İkinci uygulama ise geleneksel araçlar içinde yer alamayan altı ay vadeli uzun-dönem finansman operasyonlarına yöneliktir (Kara, 2012: 18-20). Yaşanan bankacılık ve kamu borç krizleri nedeniyle kredi mekanizması bozulan ve güçlü bir mali konsolidasyon uygulamak zorunda kalan Euro Bölgesi'nde 2012 yılının ikinci yarısında alınan politika kararları sayesinde ekonomik faaliyetlerdeki daralma yavaşlamıştır (TCMB, 2013:3). Ancak İspanya ve İtalya gibi birçok gelişmiş AB üyesi ülkede, zayıf talep koşulları, ağır mali sıkılaştırma programları ve krediye ulaşmadaki kısıtlı imkânlar nedenleriyle bu bölge ülkeleri için ekonomik büyüme güçleşmiştir.

Ekonomilerde risk algısı ne kadar düşürülürse düşürülsün, piyasada aktarım mekanizmasındaki problemler sebebiyle yürürlüğe konan tedbirlerin çoğu zaman ekonomiye yarar sağlamadığı bilinmektedir. Bu çerçevede AB bankalarının etkin gözetim ve denetim işlerinin tek bir çatı altında AMB bünyesinde yürütülmeye başlanması, ayrıca ortak bir mevduat sigorta sisteminin tatbiki ve bankalara direkt olarak AB tarafından likidite enjeksiyonunun yapılabilmesi olması aktarım mekanizmalarının daha iyi işlemesi için önemli bir adım olmuştur. Tüm bu gelişmeler AB ekonomik istikrarı açısından da önemli gelişmeler olarak göze çarpmaktadır. Söz konusu reformlarla bankacılık sisteminin zamanla daha etkin, verimli ve karlı çalışması hedeflenmiştir. Gerek varlık kalitesi gerekse de karlılık bakımından çeşitli kriterleri yakalaması hedeflenmiştir.

AB, yaşadığı büyük çaplı bankacılık krizleri ve kamu borç sıkıntısı sebebiyle kredi mekanizması açısından önemli yaralar almış ve ciddi bir mali konsolidasyona girmek zorunda kalmıştır. Alınan politika kararlar ile ekonomik daralması nispeten küçülen AB; zayıf talep koşulları ve kredi imkânlarının azlığı gibi sorunlarla mücadele etmeye devam etmektedir.



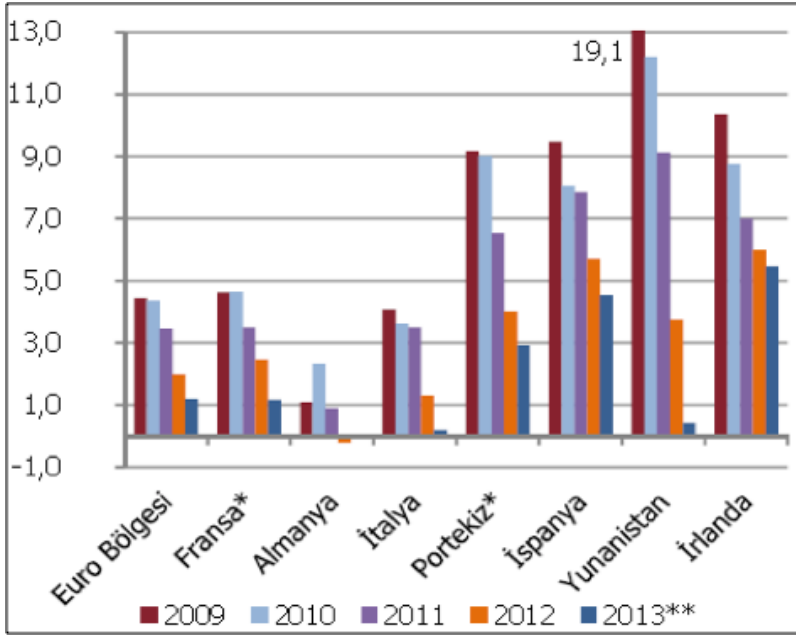
**Grafik 2.5: AB Bankacılık Sektörü Kredileri (Milyar €, %)**

**Kaynak: AMB**

Avrupa Merkez Bankası'nın almış olduğu para politikası tedbirlerine ve politika yapıcılar tarafından alınan yapısal reform kararlarına karşın Euro Bölgesi'ndeki parçalı finansal yapı devam etmektedir. Parasal birliğin parçalanmasına ilişkin endişeler 2012 yılı 3. çeyreğinde açıklanan şarta bağlı doğrudan tahvil alım programı sayesinde ortadan kalkarak çevre ülkeleri kamu borçlanma maliyetleri açısından olumlu yönde etkilemiştir (TCMB, 2013: 3-4). Diğer tarafta bu ülkelerde gerek hane halkının gerekse de özel sektörün içinde bulunduğu yüksek kaldıraca ek olarak AB bankacılığının küçülme sürecine girmesi ve birlik ülkeleri arasındaki finansal ayrışma, toplam kredileri azaltmaktadır. Dolayısıyla yatırım ve tüketim harcamalarının finansmanı konusunda sıkıntılar nedeniyle yakın gelecekte çevre ülkelerin düşük büyüme, yüksek faiz ve bütçe açığı döngüsünden kurtulmaları zor görülmektedir.

AMB'nin 2012 Ağustos ayında ilan ettiği koşullu tahvil alım programı sayesinde kamunun borçlanma maliyeti azalmıştır. Böylece kamu borçlarının sürdürülebilirliğine dair oluşan endişeler kısa süreli de olsa son bulmuş ve Avrupa Komisyonu tarafından önerilen mali akit<sup>3</sup> 2013 yılı başında yürürlüğe konularak bütçe açıklarına sınırlama getirilmiştir. Ayrıca bu sınırın aşılması durumunda otomatik düzeltme mekanizmaları hayata geçirilmiştir.

Mali sıkılaştırma sayesinde bütçe açıkları azalan birçok AB ülkelerinde kamu borcu/GSYİH oranı halen yüksek seyretmektedir. Ayrıca bu ülkelerde iktisadi faaliyetlerin daralmasının yanısıra yüksek faize karşı verilen daha belirgin bir borç kaldıracına neden olmaktadır.



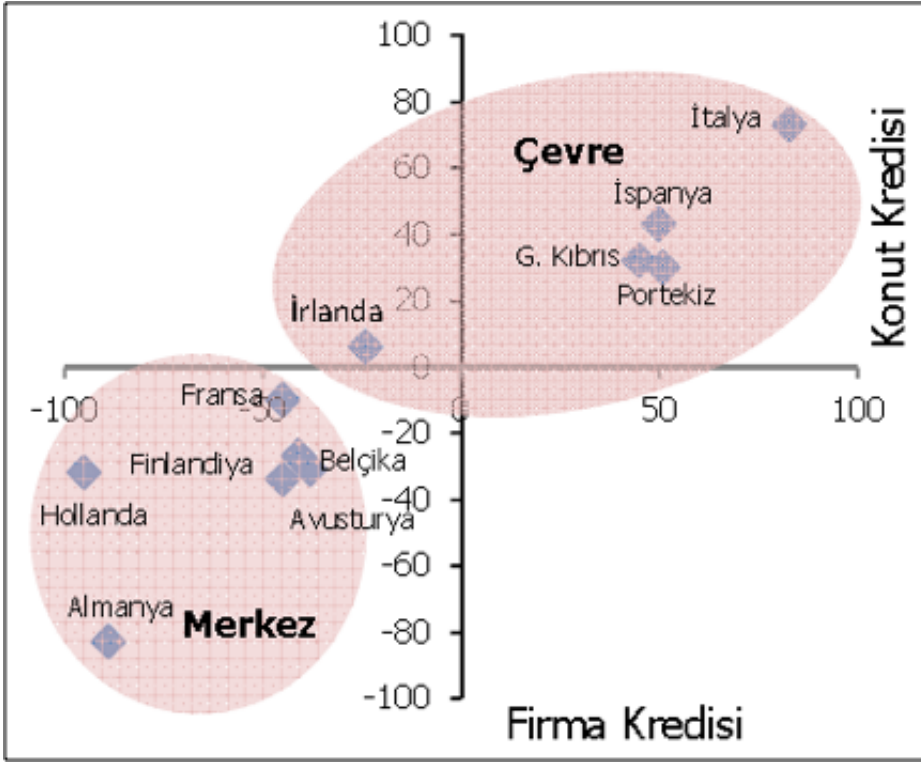
**Grafik2.6: AB Ülkeleri Yapısal Bütçe Açığı/GSYİH (%)**

**Kaynak: IMF**

\* Tahmin, \*\* Öngörü

<sup>3</sup> Gelecekte kamu borçluluğu kaynaklı sorunların tekrar yaşanmaması için Avrupa Komisyonu tarafından önerilen ve AB üyesi 25 ülke tarafından imzalanarak yürürlüğe girmiştir.

AMB, enflasyon beklentilerinin düşük olması nedeniyle para politikasındaki gevşemeyi devam ettirirken para aktarım mekanizmasının etkinliği parçalı finansal yapıya bağlı olarak sekteye uğramaktadır. Dolayısıyla günümüzde AB finansal birliğinin yeniden güçlü bir şekilde sağlanması ve parçalı finansal yapının önüne geçilmesi hususunda 2012 yılında çeşitli reform kararları alınmıştır. Buna göre AB bankacılık sistemi içindeki tüm bankalar AMB altında toplanırken ortak bir mevduat sigorta sisteminin hayata geçirilmesi, ayrıca AB bankalarına Avrupa İstikrar Mekanizması kaynaklarından direkt olarak likidite temini imkânı gibi reformlar düşünülmüştür.



**Grafik 2.7: AB Banka Kredisi Faiz Oranlarında Değişim  
(Aralık 2010 – Ocak 2013)**

**Kaynak:** IMF Global Financial Stability Report 2013.

AMB, AB içindeki bankaların likidite durumlarının görece olarak düzeldiğini ve özellikle çevre ülkelerdeki mevduat tabanının güçlendiğini belirterek düşük faiz politikasının tam anlamıyla başarılı olabilmesi için ülkeler arası finansal piyasalardaki çok parçalı yapının azaltılarak bankaların güçlenmesine önem vermektedir. Bu doğrultuda Ekim 2012 yılında Liikanen Raporu<sup>4</sup> yayınlanmıştır. Liikanen Raporuna göre AB bankalarının kendi nam ve hesaplarına yaptıkları riskli hazine işlemlerinin mevduat bankacılığı faaliyetlerinden ayrılması ve böylece sektördeki risk olgusunun ayrı bir tüzel kişiliğe devredilerek yönetilmesi öngörülmüştür. Bu durum, aynı tüzel kişilik altında yatırım ve mevduat bankacılığını beraber barındıran evrensel bankacılık modelinin<sup>5</sup> terk edilmesi anlamına gelmekte olup bankacılık sektörü tarafından ağır eleştiriler almıştır. AB Komisyonu halen bu reformu tartışmaktadır.

AMB son dönemde faiz oranlarını değiştirmeyerek %0.5’de sabit tutmuştur. Ayrıca tarihinde ilk defa kredilerdeki ve ekonomik büyüme görünümündeki zayıflığı gerekçe göstererek, politika faiz oranlarına yönelik uzun vadeli bir öngörü vermiştir. AMB’nin tabiriyle faizler “gerektiği kadar uzun bir süre için” düşük tutulacak ve ayrıca % 0.5 olan politika faizi bir taban olarak kabul edilmeyecektir. Böylece AMB, diğer daha uzun vadeli faiz oranlarını da dolaylı olarak aşağıya düşürmeyi planlamıştır. Gelecekte politika faiz oranlarında yaşanabilecek olan bir düşüş, negatif mevduat oranlarının gerçekleşmesine yol açabilecekken AMB, bu duruma teknik olarak hazırlık olduklarını belirtmiştir.

<sup>4</sup> Daha etkili bir bankacılık sektörü için Basel, AB ve ulusal düzeyde otoritelerin sunduğu tasarı ya da kurallara yönelik tavsiyeler ve eklemelerin bulunduğu Rapor, Ağustos 2013 itibarıyla henüz bankacılık reformuna ilişkin düzenleme taslağı haline gelmemiş olup taslağın Kasım 2013 çıkarılması beklenmektedir.

<sup>5</sup> İşletme finansmanını, sermaye piyasası ve yabancı para araçlarını ve hizmetlerini kapsayan çok geniş faaliyet alanlarını içine alan bankacılık sistemidir. Bünyesinde mevduat ve yatırım bankacılığını beraber ihtiva eder.

## **Bazı Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülke Merkez Bankalarına İlişkin Para ve Kur Politikaları**

Gelişmekte olan ülke ekonomileri kriz sonrası 2013 yılında daha iyi bir performans ortaya koymuşlardır. Bu performansın göreceli olarak daha iyi olmasında 3 temel faktörden söz edilebilir. Bu faktörler; gelişmekte olan ülkelerde artan iç talep, uygun finansman koşullarının genişlemesi ve dış talepteki canlanma olarak ifade edilebilir. Bu süreçte küresel risk algısının da azalmasıyla ivme kazanmaya başlayan gelişmekte olan ekonomilerde özellikle varlık fiyatları yükselmeye başlamıştır. Enerji ve gıda fiyatlarında istikrar sağlansa da diğer taraftan iç ve dış talepteki artışa bağlı olarak enflasyonist baskı yaratılmıştır. Enflasyondan korunma noktasında üzerinde durulması gereken bir diğer önemli husus da yabancı sermaye akımlarıdır. Gelişmekte olan ülkelere yönelik artan sermaye akımları döviz kurunda çeşitli oynaklıklara sebebiyet vererek enflasyonun kontrolünü zaman zaman zorlaştırmaktadır. Bunun yanısıra son dönemde gelişmekte olan ülke ekonomilerinde kamu borç oranı azalmaya başlamıştır. Bu durum söz konusu ülkelerde maliye politikaları açısından daha esnek politikaların uygulandığını göstermektedir. Gelişmiş ekonomilere göre daha ihtiyatlı davranan gelişmekte olan ülkeler, özellikle küresel dalgalanmalara bağlı olarak kısa ve orta vadede büyümenin yavaşlaması ve borç kaldırıcındaki potansiyel artışlara karşı korumacı stratejiler uygulamaktadırlar.

Örneğin Japonya, deflasyon ve durgunluk ile mücadele sürecinde geçen uzun bir dönemin ardından hayata geçirdiği bir takım reformlarla bu sıkıntılı dönemi aşmayı hedeflemiştir (Özdemir, 2009: 24). Özellikle 2012 sonrasında %2'lik enflasyon hedeflemesi, büyük hacimli miktar genişlemesi ve artan kamu harcamalarını kısa vadede iç ve dış talebi arttırmak için ekonomi gündemine alan Japonya, ülke ekonomisini canlandırmayı amaçlamıştır. Ancak böyle bir ekonomik canlandırma programının

finansman maliyetlerini arttırarak borç tedariklerindeki istikrarı ortadan kaldırmasından endişe edilmektedir. Japonya bu noktada diğer gelişmiş ekonomilerden farklı olarak çok daha yüksek miktarda iç borçlanma senedi ihraç ettiğinden daha riskli bir ekonomi olarak görülmektedir. Bunun yanında büyük çaplı miktar genişlemesinin Japon ulusal para biriminde yol açtığı değer kaybı, diğer ülke ekonomileri açısından bir dezavantaj oluşturan rekabetçi bir devalüasyonu ortaya çıkarmıştır. Söz konusu durum dünya ticareti açısından önemli bir risk unsuru olarak değerlendirilmiştir.

Çin Merkez Bankası da geleneksel olmayan para politikası araçlarını sıkça kullanmıştır. Buna göre öncelikli olarak Çin Merkez Bankası kısa vadeli likidite desteği ve ters repo işlemleri yaparak miktar genişlemesini tercih etmiştir (Vural, 2013: 38). Ayrıca zorunlu karşılık oranlarını 2011 yılından itibaren farklılaştırılmış olarak uygulanmaya başlanmıştır. Böylece Çin Merkez Bankası farklı risk düzeylerine sahip bankalara farklı zorunlu karşılık oranları uygulamasını tatbik ederek büyümesi ve risklerin önlenmesi için daha esnek bir mekanizma oluşturarak küresel krizin olumsuz etkilerini azaltmaya çalışmıştır. Çin Merkez Bankası diğer bir para politikası uygulaması olarak bankalara verdiği kredilerin vadelerini de uzatmışlardır. Genelde üç ay ya da altı ay olan kredi veya repo işlemlerinin vadeleri bir yıla uzatılarak bankaların vadesel olarak rahatlamaları sağlanmıştır. Bunlara ek olarak Çin, IMF ile gerek para politikası gerekse de mali politikalar doğrultusunda anlaşmalar yapmış, bu sayede IMF bonolarını satın alabilme imkânına sahip olmuştur (Vural, 2013: 49).



**Tablo 2.1: Kriz Sonrası Ülkelerde Uygulanan Politika Tedbirleri**

Ülke Grupları	Alınan Tedbirler	Mevduat Garantileri	Yurtiçi Likidite Kolaylığı	Bankalarda Yeniden Sermayelendirme	Bankaların Borçlanmalarına Devlet Garantisi	Kredi Garantileri	Kamulaştırma/ Fona Devir	Politika Falz Oranında Değişiklik	Döviz Kuru Müdahalesi	Zorunlu Karşılık Oranlarında Değişiklik	Swap Kanalı	IMF	Genişletici Maliye Politikası
AB-15	Almanya	X	X	X	X	X		X			X		
	Fransa		X	X	X	X		X			X		
	İngiltere	X	X	X		X	X	X			X		
	İtalya	X	X	X		X		X			X		
	İspanya	X				X		X					
	Hollanda	X		X				X					
	İsveç	X	X					X			X		
	Belçika	X					X	X					
	Avusturya	X		X		X		X					
	Danimarka	X						X			X		
	Yunanistan	X											
	Finlandiya								X				
Diğer Gelişmiş Ülkeler	Portekiz	X	X					X					
	İrlanda	X			X		X	X					
	ABD	X	X	X	X	X	X	X			X		
	Japonya		X					X			X		
	Kanada		X					X			X		
	Avustralya	X	X		X			X			X		
	İsviçre	X	X	X				X			X		
	Norveç		X								X		
Gelişmekte Olan Ülkeler	Singapur	X									X		
	Yeni Zelanda	X						X			X		
	Çin		X					X					
	Brezilya		X					X	X	X	X		X
	Rusya	X	X	X	X		X						
	Hindistan		X					X	X				
	Meksika		X					X	X		X		X
	Güney Kore		X	X	X			X	X		X		
	Türkiye		X					X		X			
	Arjantin		X					X	X	X			X
	Güney Afrika							X					
	Hong Kong							X					
	Pakistan											X	
	Romanya		X										X
	Ukraine											X	
Macaristan	X	X			X		X				X		
Hırvatistan	X												
Sırbistan								X			X		
Letonya						X		X		X	X		
Estonya	X												

**Kaynak:** Umut Vural, Geleneksel Olmayan Politikaların Yükselişi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Tezi, 2013.

Çin ve Hindistan gibi çoğu gelişmekte olan ülke merkez bankaları reel politika faizlerini halen kriz öncesi seviyelerin oldukça altında tutmaktadır. Buna rağmen 2012 yılının Haziran ayından itibaren yabancı sermaye akımlarında ciddi bir artış yaşanmaktadır. Bu gibi ülkelerce ortaya konan makro düzeydeki ihtiyati politikalar ile kredi genişlemeleri kontrol altına alınmış, ayrıca cari denge sağlanmaya çalışılarak ekonomi belli bir risk seviyesinde tutulmuştur. Bununla beraber düşük borçlanma maliyetleri ve artan yabancı sermaye yatırımları, gelişmekte olan ekonomilerde borç kaldıracını ve yabancı para pozisyonlarını arttırdığından kırılgan bir yapıya neden olmuştur. Özellikle yüksek faiz oranı ve döviz kuru oynaklıkları yaşanan zamanlarda ekonomik sıkıntılara sebep olan bu kırılganlık alınan tedbirlerle en aza indirilmeye çalışılmıştır.

Kriz sonrası gelinen noktada özellikle gelişmiş ülkelerde yaşanan para ve kredi tedariki konularında yaşanan sıkıntılar nedeniyle genişletici para politikaları Çin, Japonya ve Hindistan gibi ülkelerde ekonomik performanstaki bozulmayı belli bir düzeyde tutmuştur. Ancak yine bu durum gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde hedeflenen ivmeyi de sağlayamamıştır. Bu ülkelerde artan sermaye girişleri gelişmiş ülkelerdeki risksiz sermaye yatırımlarını azaltarak kriz öncesi seviyelere indirmiştir. Bu dönemde dış borçlardaki artış ülkelerin borçluluk oranlarını arttırmış, sermaye hareketlerindeki oynaklıkla birleşerek finansal istikrarı tehdit eder nitelik kazanmıştır. Bu nedenle gelişmekte olan ülke ekonomileri açısından koruyucu tedbirlerin bekası önem arz etmektedir. Dolayısıyla gerek iç piyasalara gerekse de dış piyasalara ait sistematik risklerin yakından takibi gerekmektedir. Ayrıca aşırı borçlanmanın önüne geçilerek finansal kurumların mali yapılarının güçlendirilmesi alınması gereken diğer önemli tedbirlerdir. Böylece likit bir finansal sistem ve istikrarlı bir ekonomik gelişim sürdürülebilir hale gelebilecektir.

## **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Para ve Kur Politikaları**

Küresel kriz sonrası zayıflayan ekonomilerdeki birçok olumsuz durum merkez bankalarını alternatif çıkış yollarına yöneltmiştir. Özellikle artan risk algısına ek olarak kısa vadeli fon kaynak maliyetlerindeki volatilité en önemli sıkıntı olarak göze çarpmıştır. Bunlara ek olarak merkez bankalarının

finansal istikrara daha fazla yönelmeleri, geleneksel araçların yanında alternatif para politikası araçlarını da gündeme getirmiştir. Bu doğrultuda TCMB, 2006’da başlattığı fiyat istikrarı doğrultusundaki enflasyon hedeflemesine ek olarak 2010 yılı sonu itibariyle finansal istikrarı da temel hedef olarak ele alıp bu hedef doğrultusunda para politikası araçlarını kullanmaya başlamış, diğer yandan ise finansal istikrarı zedeleyici risk unsurlarını dikkatlice takip etmeye çalışmıştır (TCMB 2013 Yılı Para ve Kur Politikası, 2012: 2).

**Tablo 2.2: Para Politikası Çerçevesi**

	<b>Eski Dönem (2010 Öncesi)</b>	<b>Yeni Dönem (2010 Sonrası)</b>
<b>Amaçlar</b>	Fiyat İstikrarı	Fiyat İstikrarı Finansal İstikrar
<b>Araçlar</b>	Faiz Politikası	Yapısal Araçlar Konjonktürel Araçlar • Politika Faizi • Likidite Yönetimi • Faiz Koridoru

**Kaynak:** TCMB, 2013 Yılı Para ve Kur Politikası, 2012, s.2.

Finansal piyasalardaki kriz sonrası artan risk olgusu doğrultusunda riskler çeşitli unsurlara göre farklılık göstermektedir. Buna göre genişleyici para politikaları, risk algılamalarındaki ani farklılaşmalar ve giderek oynaklaşan sermaye piyasaları bu unsurlardan en önemlileri olarak göze çarpmaktadır. Kriz sonrası küresel likidite hareketleri sonucunda birçok ülkede olduğu gibi Türk ekonomisinde de volatil bir sermaye, döviz ve kredi piyasası oluşmaktadır. Giderek büyüyen kredi piyasasının yanısıra TL’nin aşırı değer kazanması da makroekonomik istikrarı engellemektedir.

**Tablo 2.3: Toplam Kredilerin Küresel Kriz Sonrası Seyri (Bin TL.)**

Yıllar	Toplam Krediler
2008	491.396.996
2009	589.925.978
2010	746.906.164
2011	864.116.422
2012	983.558.890
2013	1.129.048.747

**Kaynak:** TCMB

**Tablo 2.4: TÜFE Bazlı Reel Efektif Döviz Kuru  
(Hareketli Ortalama, 2003=100)**

Yıllar	Döviz Kuru Endeksi
2008	123.19
2009	114.60
2010	126.94
2011	112.32
2012	116.74
2013	117.27

**Kaynak:** TCMB.

TCMB, söz konusu risklerin azaltılması ve piyasa istikrarının sürdürülebilir kılınması için bir takım yeni para politikası araçlarını yürürlüğe koymuştur. Bunlardan ilki olan faiz koridoru uygulaması daha önce de değinildiği üzere faiz oranlarındaki oynaklığın en azından belli bir bantta tutulması açısından önem arz etmektedir. Bilindiği üzere gecelik borç verme ve borç alma faizinin arasında kalan bant olan “faiz koridoruna” ek olarak, TCMB ayrıca piyasayı bir haftalık repo aracılığıyla fonlamaktadır. Bu nedenle bir hafta vadeli repo fonlama faizi “politika faizi” olarak tanımlanmaktadır (TCMB Yıllık Rapor, 2011, 2012: 46).

**Tablo 2.5: TCMB Faiz Oranları (%)**

Tarih	Gecelik (O/N) (Faiz Koridoru)		Geç Likidite Penceresi (LON)*	
	Borç Alma	Borç Verme	Borç Alma	Borç Verme
19.12.2008	15	17.5	11	20.5
20.11.2009	6.5	9	2.5	12
17.12.2010	1.5	9	0	12
21.10.2011	5	12.5	0	14.5
21.11.2012	5	9	0	11.75
17.05.2013	3.5	6.5	0	10.25
24.07.2013	3.5	7.25	0	10.25
21.08.2013	3.5	7.75	0	10.25

Kaynak: TCMB.

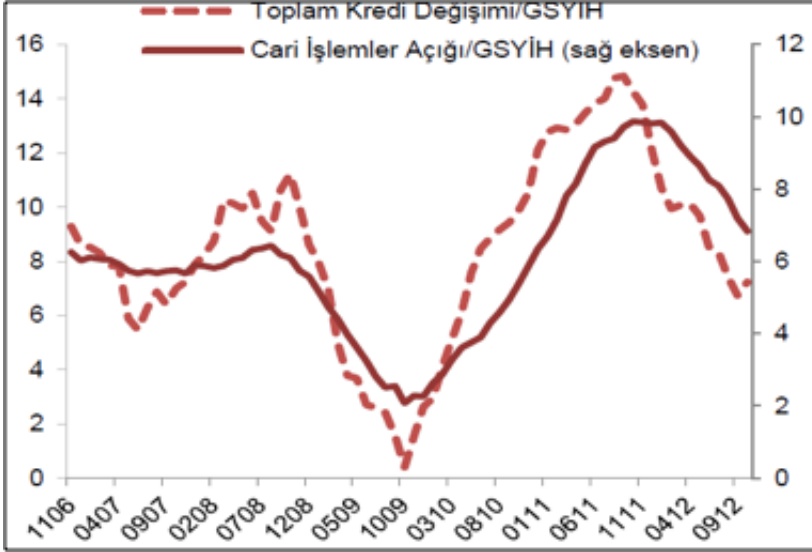
**Tablo 2.6: TCMB Faiz Oranları (%)**

Tarih	Politika Faizi (Bir Haftalık Repo Faizi)	
	Borç Alma	Borç Verme
20.05.2010	-	7
17.12.2010	-	6,5
21.01.2011	-	6,25
05.08.2011	-	5,75
19.12.2012	-	5,5
17.04.2013	-	5
17.05.2013	-	4,5

Kaynak: TCMB.

Diğer bir politika aracı olan likidite yönetiminde ise Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM), TCMB tarafından aşırı oynak fon piyasalarının ekonomide yarattıkları olumsuzluklar ortadan kaldırılmaya çalışılmıştır. Böylece Türk bankaları, Türk lirası zorunlu karşılıkların bir bölümünü döviz ve altın cinsinden tutabilmeye başlamışlardır (TCMB 2013 Yılı

Para ve Kur Politikası, 2012: 5). Ayrıca zorunlu karşılık oranları mevduat vadelerinin uzamasını sağlayabilmek amacıyla kısa vadede daha yüksek, uzun vade de ise daha düşük düzeyde belirlenmiştir (Bkz. Tablo 7 ve Tablo 8). TCMB bu politikalarla aşırı değerlenme baskısını gidermiş, aynı zamanda da kredi vadelerinin de uzamasını teşvik etmiştir (TCMB Enflasyon Raporu, 2013: 3). Kredi vadelerinin uzaması ve Türk lirasındaki aşırı değerlenmenin azalması ile ihracat artışının ve ekonomik büyümenin yolu açılmıştır. Aynı zamanda zorunlu karşılık oranları, likidite politikası, aktif risk ağırlıkları, genel provizyonlar ve kredi/değer oranı gibi politika araçları kullanılarak faiz koridoru aşağı yönlü genişletilmiş ve kısa vadeli piyasa faizlerinin dalgalı seyrine müsaade edilmiştir.



**Grafik 2.8: Kredi Stokunun ve Cari İşlemler Açığının GSYİH'ya Oranı**

Kaynak: BDDK, TCMB.

**Tablo 2.7: TCMB Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranları (%)**

TEBLİĞ NO	ORAN										YÜRÜRLÜK DEVRESİ
2002/1	6,0										10.05.2002 - 15.12.2005
2005/1	6,0										16.12.2005 - 01.10.2009
2009/7	5,0										02.10.2009 - 30.09.2010
2010/9	5,5										01.10.2010 - 11.11.2010
2010/10	6,0										12.11.2010 - 06.01.2011
	Vadesiz, İhbarlı Mevduatlar, Özel Cari Hesaplar	1 Aya Kadar Vadedeli Mevduat/ Katılma Hes.	3 Aya Kadar Vadedeli Mevduat/ Katılma Hes.	6 Aya Kadar Vadedeli Mevduat/ Katılma Hes.	1 Yıla Kadar Vadedeli Mevduat/ Katılma Hes.	1 Yıl ve 1 Yıldan Uzun Vadedeli Mev./ Katılma Hes., Birikimli Mev./ Katılma Hes.	Özel Fon Havuzları	1 Yıla Kadar Vadedeli Diğer Yükümlülükler (1 yıl dâhil)	1-3 Yıl Arası Vadedeli Diğer Yükümlülükler	3 Yıldan Uzun Vadedeli Diğer Yükümlülükler	
2010/13	8,0	8,0	7,0	7,0	6,0	5,0	(**)		8,0		07.01.2011 - 03.02.2011
2011/2	12,0	10,0	9,0	7,0	6,0	5,0	(**)		9,0		04.02.2011 - 31.03.2011

2011/5	15,0	15,0	13,0	9,0	6,0	5,0	(**)	13,0	01.04.2011- 28.04.2011
2011/6	16,0	16,0	13,0	9,0	6,0	5,0	(**)	13,0	29.04.2011- 29.09.2011
2011/12	16,0	16,0	12,5	9,0	6,0	5,0	(**)	11,0	30.09.2011- 27.10.2011
2011/13	11,0	11,0	11,0	8,0	6,0	5,0	(**)	11,0	28.10.2011- 31.01.2013
2013/2	11,25	11,25	11,25	8,25	6,25	5,0	(**)	11,25	01.02.2013- 28.02.2013
2013/3	11,5	11,5	11,5	8,5	6,5	5,0	(**)	11,5	01.03.2013-

**Kaynak: TCMB.**

**Tablo 2.8: TCMB Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranları (%)**

TEBLİĞ NO	ORAN								YÜRÜRLÜK DEVRESİ
2002/1	11,0								10.05.2002 - 27.11.2008
2008/7	9,0								28.11.2008 - 29.04.2010
2010/5	9,5								30.04.2010 - 05.08.2010
2010/7	10,0								06.08.2010 - 30.09.2010
2010/9	11,0								01.10.2010 - 28.04.2011



	Vadesiz Ve İhbarlı DTH, Yabancı Para Özel Cari Hesaplar Ve Vadesiz Kıymetli Maden Depo Hesapları İle 1 Aya Kadar, 3 Aya Kadar, 6 Aya Kadar Ve 1 Yıla Kadar Vadelî DTH /Yabancı Para Katılma Ve Kıymetli Maden Depo Hes.	1 Yıl Ve 1 Yııldan Uzun Vadelî DTH/Yabancı Para Katılma Ve Kıymetli Maden Birikimli DTH/Yabancı Para Katılma Ve Kıymetli Maden Depo Hes.	Özel Fon Havuzları	1 Yıla Kadar Vadelî Diğer Yükümlülükler (1 Yıl Dâhil)	1-3 Yıl Arası Vadelî Diğer Yükümlülükler	3 Yııldan Uzun Vadelî Diğer Yükümlülükler
2011/6	12,0	11,0	(**)	12,0	11,5	11,0
2011/7	12,0	10,0	(**)	12,0	10,0	9,0
2011/9	11,5	9,5	(**)	11,5	9,5	8,5
2011/11	11,0	9,0	(**)	11,0	9,0	6,0
2012/15	11,5	9,0	(**)	11,5	9,5	6,0
2013/2	12,0	9,0	(**)	12,0	10,0	6,0
2013/3	12,5	9,0	(**)	12,5	10,5	6,0
2013/7	13,0	9,0	(**)	13,0	11,0	6,0

Kaynak: TCMB.

(\* ) 2002/1 sayılı Tebliğ'de zorunlu karşılıkların 3 puanlık kısmı bloke olarak tesis edilmiştir.

(\*\*) Vadesine karşılık gelen oranlar

(\*\*\*) Zorunlu karşılıkların yüzde 3 puanlık kısmı ortalama olarak tesis edilmiştir.

(\*\*\*\*) Altın depo hesapları zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklere 14 Ekim 2011 tarihinden itibaren dâhil edilmiştir.

TCMB'nin uyguladığı geleneksel ve geleneksel olmayan politikalar neticesinde yukarıda belirtildiği gibi TL'deki aşırı değerlenmenin önlenmiş olması ve sonrasında da kredi büyümesinin makul oranlara çekilmesiyle "kredi stokundaki değişim/GSYİH" oranı finansal istikrar seviyelerine indirilmiş ve cari dengede olumlu bir görünüm sağlanmıştır (Bkz. Grafik 8). TCMB, uyguladığı sıkı para politikası ile döviz kurundaki aşırı değer kaybını ortadan kaldırmıştır.

**Tablo 2.9: Kriz Sonrası Temel Makro Ekonomik Göstergelerdeki Gelişim**

Makro Ekonomik Göstergeler	Yıllar						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013t	2014t
Büyüme (GSYH; %)	0.7	-4.8	9.2	8.8	2.2	3.5	4.1
Enflasyon (TÜFE, dönem sonu)	10.1	6.5	6.4	10.4	6.2	6.8	7.1
Cari Denge (milyar \$)	-40.4	-12.2	-45.4	-75.1	-47.7	-55.0	-62.6
Cari Denge (GSYİH'ye oran olarak)	-5.5	-2.0	-6.2	-9.7	-6.1	-6.4	-6.9
Dış Ticaret Dengesi (milyar \$; TÜİK tanımı)	-69.9	-38.8	-71.7	-105.9	-84.1	-95.9	-107.7
Enerji Faturası (net, milyar \$)	40.7	26.0	34.0	47.6	52.4	54.2	58.5
Doğrudan Yabancı Yatırımlar (milyar \$; net)	17.2	7.1	7.6	13.7	8.5	12.0	14.0
Döviz Kuru (TL/\$; yılsonu, Aralık ortalaması)	1.54	1.50	1.52	1.87	1.78	1.90	1.94
MB O/N Faiz Oranları (yılsonu; basit; %)*	15.00	6.50	6.50	5.75	5.50	5.00	6.00
Gösterge DİBS Faizi (yılsonu; bileşik, %)	16.5	8.9	7.1	11.0	6.2	7.5	8.0
Merkezi Hükümet Faiz Dışı Fazlası (GSYH'ya oran olarak)	3.5	0.0	0.7	1.9	1.4	1.2	0.5
Merkezi Hükümet Bütçe Dengesi (GSYH'ya oran olarak)	-1.8	-5.5	-3.6	-1.4	-2.0	-2.2	-2.4
Merkezi Hükümet Brüt Borç Stoku (GSYH'ya oran olarak)	40.0	46.3	43.1	39.9	37.5	36.6	35.7

\* 2010 yılı itibari ile 1 haftalık repo faizi.  
t: yıl sonu tahmini.

**Kaynak:** Murat Üçer, Yeni Bir Dünyanın Eşiğinde Ekonomik Görünüm, Deloitte Raporu, Haziran 2013, s.8.

TCMB, koyduğu hedefler doğrultusunda 2012'nin ilk yarısında sıkı para politikasını sürdürmüş, yılın ikinci yarısında ise enflasyon hedeflemesine bağlı olarak para politikası aşamalı olarak daha destekleyici bir şekle sokulmuştur. Dolayısıyla yılın ikinci yarısı piyasaya likidite verilerek kısa vadeli fonlar için faiz oranları alt banda doğru yönlendirilmiştir. Daha sonraki aşamada AMB'nin aldığı kararların uluslararası riskleri azaltması ve daha etkin kullanılan rezerv opsiyon mekanizması sayesinde faiz koridorunun üst sınırı da kademeli olarak aşağıya çekilebilmiştir. Ardından politika faiz oranını sınırlı oranda indiren TCMB, böylece uluslararası sermaye akımlarının ortaya çıkarabileceği potansiyel riskleri azaltmış, zorunlu karşılıklar hususunda ise kısmi sıkılaştırıcı uygulamalara gitmiştir (TCMB Finansal İstikrar Raporu, 2013: 15). (Bkz. Tablo 7 ve Tablo 8).

**Tablo 2.10: Kriz Sonrası Beklenen ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları (TEFE-%)**

Yıllar	Hedef	Gerçekleşme
2008	4	10.1
2009	7.5	6.5
2010	6.5	6.4
2011	5.5	10.4
2012	5	6.2
2013	5	7.88
2014	5	-

**Kaynak:** TCMB

Özetle 2011 yılından itibaren uygulanan para, kredi ve kur politikaları finansal ve makroekonomik riskleri azaltarak ekonomik dengenin olumlu sinyaller vermesini sağlamışlardır. Bu süreçte enflasyon oranları ve hedef değerleri düşmüş, diğer yandan ise dengeleme süreci ve ekonomik büyüme devam etmiştir (Bkz. Tablo 8 ve Tablo9).

Küresel krizden çıkış sürecinde TCMB gerek fiyat istikrarı gerekse de finansal istikrarı birlikte gözetken bir para politikasını tercih etmiştir (Serel & Bayır, 2013: 73). Bu dönemde geleneksel olmayan para politikası araçları öne çıkmış; faizi, zorunlu karşılık uygulamaları ve faiz koridoru

gibi yeni araçlar kullanılmış, ayrıca çeşitli fonlama stratejileri ile küresel risklerin doğurduğu sıkıntıların önüne geçilmeye çalışılmıştır.

## **SONUÇ VE DEĞERLENDİRME**

Ekonomik istikrarsızlık sonrasında birçok ülke, yaşadıkları kötü tecrübeler nedeniyle daha korumacı politikaları tercih etmeye başlamışlardır. Artan bu korumacılık eğilimi beraberinde rekabetçi kur politikası tehdidini getirmiş ve dünya ticareti bu durumdan olumsuz yönde etkilenmiştir. Bunun en önemli nedeni uluslararası serbest ticaret modelinden daha konservatif bir ticaret modeline olan geçiş eğilimidir. Bu durum dünya ekonomisinde başlı başına bir değişimi ifade etmektedir. Bu değişim küresel çapta önemli etkileri beraberinde getirmiş, bu nedenle merkez bankaları sert önlemler almışlardır. Küresel krizin ardından bu tür sert uygulamaların gerçekten de doğru çıkış yolu olup olmadığı günümüzde sıkça tartışılmaktadır. Bu nedenle gelecekte ortaya çıkabilecek muhtemel sonuçların çok iyi bir şekilde irdelenip, uygulanacak politikaların ona göre belirlenmesinde fayda vardır. Böylece dünya ticaretinde sürdürülebilir bir istikrar ve küresel ekonomilerde nispi düzeltilmeler sağlanabilecektir.

Küresel ekonomilerde ve dünya ticaretinde böylesi dönüşümlerin yaşandığı bir süreçte üzerinde durulması gereken en önemli nokta ülkeler arası yaratılacak olan sinerjidir. Ülkelerin birbirinden bağımsız kararlar almak yerine krize karşı tüm ekonomileri düzelterek ve derleyecek ortak bir davranış biçiminin ortaya konulması önem taşımaktadır. Bu çerçevede ülkeler arası koordinasyonun kurulması ve ortak hedefler doğrultusunda, ülke ekonomilerine özel politika ve araçların belirlenmesi oldukça önemlidir. Böylece küresel ticareti derinden etkileyen kur savaşlarının önü de kesilebilecektir.

Rekabetçi kur politikaları kadar önemli olan diğer bir husus da küresel resesyon ortamıdır. Ülkeleri durgunluktan kurtaracak şekilde ticaret hacimlerinin artırılması ve döviz kurlarına etkin müdahalelerin yapılması hedeflenebilir, fakat kurlara olan sürekli müdahaleler tam olarak çözüm yolu değildir. Bu nedenle asıl önemli olan ülkelerin gelir düzeyinin ve istihdam oranlarının artırılmasıdır. Diğer bir ifade ile ülkeler içsel dinamiklerine dikkat ederek ekonomik büyüme ve istikrarı sürdürülebilir kılmalıdır.

Özellikle TCMB, küresel piyasalarda yaşanan istikrarsızlığın ardından finansal istikrarı sağlamak ve ekonomik büyümenin sürdürülebilir olması noktasında piyasaya geleneksel para politikası araçları yanında geleneksel olmayan araçlar ile de müdahale etmiştir. Böylece piyasadaki risk algısını azaltarak yerli ve yabancı yatırımcılar açısından güven ortamının tesisi sağlanmış, sermaye çıkışı engellenerek cazip bir ortam oluşturulmaya çalışılmıştır. Bu durum, ülke ekonomik büyümesi ve istihdamı açısından da olumlu bir izlenim yaratarak piyasaya güven vermektedir.

## **KAYNAKÇA**

### **Kitaplar**

- [1] Akçay, Memduh Aslan (1997), **Para Politikası Araçları: Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar**, DPT(2483).
- [2] Başbakanlık Avrupa Birliği Genel Sekreterliği (2011), “Avrupa Birliği’nde Küresel Finansal Krize Karşı Alınan Önlemler ve Birliğin Rekabet Gücünün Arttırılmasına Yönelik Girişimler: ‘Euro Rekabet Pakti’”, Ankara.
- [3] Fischer, Douglas (1989), **Money Demand and Montary Policy**, University of Michigan Press.
- [4] Johnston, Deborah ve Alfredo Saad-Filho (2004), **Neoliberalism - A Critical Reader**, Pluto Press.
- [5] Lindsey, David E. ve Henry C. Wallich (1996), **The New Palgrave. A Dictionary of Economics**, Ed. John Eatwell, Murray Milgate ve Peter Newman. Volume III. ABD: Macmillan Press, s. 508.
- [6] Lipsey, Richard G., P. O. Steiner (1978), **Economics**, Fifth Edition, Harper International Edition.
- [7] Maxwell, J. Fry ve Miriam Rodrik Farhi (1979), **Money and Banking in Turkey**, No.171, Bosphorus University Pub.
- [8] McConnell, Campbell R. ve Stanley L. Brue (1996), **Macroeconomics**, 13th ed. McGraw Hill, ABD.

- [9] Orhan, Osman Z. ve Seyfettin Erdoğan (2005), **Para Politikası**, 1.baskı, Avcı Ofset, İstanbul.
- [10] Özdemir, K. Azim.(2009), “Para Politikası, Parasal Büyüklükler ve Küresel Mali Kriz Sonrası Gelişmeler”, **Central Bank Review**, TCMB Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü, Issue: 9/2, ISSN: 1303-0701.
- [11] Parasız, İlker (2007), **Finansal Kurumlar ve Piyasalar**, Bursa: Ezgi Kitapevi.
- [12] Parasız, İlker (2011), **Keynesyen ve Keynes Sonrası Makro Ekonomi**, 1. Baskı, Ezgi Yayınları.
- [13] Parasız, İlker (1994), **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, 5. Baskı, Ezgi Yayınları, Bursa.
- [14] Paya, Merih (1998), **Para Teorisi ve Politikası**, 2.b, Filiz Kitabevi, İstanbul.
- [15] Sloman, John (2000), **Economics**, London: Pearson Education.
- [16] TCMB (2012), **Küresel Kriz Sonrası Para Politikası**, Çalışma Tebliği, No:12/17.
- [17] Uluatam, Özhan (1987), **Makroiktisat**, 6. Baskı, Savaş Yayınları, Ankara.
- [18] Yıldırım, Kemal; Karaman, Doğan ve Taşdemir , Murat (2008), **Makroekonomi**, Ekonomi Kitapları Dizisi, Seçkin Yayıncılık.
- [19] Yücememiş, Başak Tanınmış (2011), **İstikrarda Para Politikalarının Rolü**, Derin Yayınları.

## **Makaleler**

- [1] Çolak, Ömer Faruk (2010), “Küresel Finansal Sistemde Yeniden Yapılanma ve Kur Savaşları”, **İktisat ve Toplum Dergisi**, S(2), 32-39.
- [2] Hilton, S. ve J. Mcandrews (2010), “Challenges and Lessons of the Federal Reserve’s Monetary Policy Operations During The Financial

Crisis”, **Sixth AMB Central Banking Conference Approaches to Monetary Policy Revisited – Lessons From The Crisis**, AMB. s.3.

[3] Kartal, Fikret (2013), “Merkez Bankası Bilançosu ve Parasal Büyüklüklerin Gelişimi”, **Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, C27(3), 185-203.

[4] Korkmaz, Murat; Selami Güney; Nur Dilbaz Alacahan (2013), “Türk Devlet Bütçe Giderlerinin Bir Uygulama ile İncelenmesi”, **Uluslararası Hakemli Beşeri ve Akademik Bilimler Dergisi**, C1(1), 1-16.

[5] Pınar, Övgü ve Hande Uzunoğlu (2013), “Dünya’da Kur Savaşları Alarmı”, **İzmir Ticaret Odası Ar-ge Bülten**, s. 3-9.

[6] Serel, Alpaslan ve Musa Bayır (2013), “2008 Finansal Krizinde Para Politikası Uygulamaları: Türkiye Örneği”, **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi**, S19. s.59-80.

[7] Sezgin, Zafer (2012), “Küresel Krizin İkinci Perdesi: 2011 Avrupa Borç Krizi”, **İşletme Araştırmaları Dergisi**, 4/2 2012. s. 141-150.

[8] Yay, Gülsün Gürkan (2001), “Chicago Okulu. Milton Friedman ve Monetarizm”, **Liberal Düşünce**, Güz. s.196-207.

[9] Yeyati, Eduardo Levy.Federico Sturzenegger (2010), “Monetary and Exchange Rate Policies”, **Handbook of Development Economics**, Vol5, s.4215-4281.

### **Sürelî Yayınlar**

[1] Bloxham, P. C. Kent ve M. Robson (2010), “Asset Prices, Credit Growth, Monetary and Other Policies: An Australian Case Study”, **Reserve Bank Of Australia Research Discussion Papers**, No: 6.

[2] Clower, Robert W. (2004), “Trashing J.B. Say: The Story of a Mare’s Nest. in Velupillai, K. Vela”. **Macroeconomic Theory and Economic Policy: Essays in Honour of Jean-Paul Fitoussi**, Routledge, s. 88-98.

[3] Federal Reserve Bulletin (1993).

- [4] Günay, Süleyman Gökhan ve İffet Görkey Kesimli (2001), “Global Ekonomik Krizin İnşaat Sektörüne Etkisi”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, s. 81-102.
- [5] TCMB (2013), **2013 Enflasyon Raporu-II**, [http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/emu/AMB\\_ve\\_EMU.pdf](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/emu/AMB_ve_EMU.pdf)
- [6] TCMB (2012), 2013 Yılı Para ve Kur Politikası.
- [7] TCMB (2013), **Finansal İstikrar Raporu**, S16.
- [8] TCMB (2012), Yıllık Rapor 2011.
- [9] Üçer, Murat (2013), “Yeni Bir Dünyanın Eşiğinde Ekonomik Görünüm”, **Deloitte Raporu**.
- [10] Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (2010), “Vobjektif”, **VOB Haber Bülteni**, Sayı:17.

### **Tezler**

- [1] Kara, Alper (2012), **Küresel Finansal Krizde Merkez Bankalarının Bilanço Yönetimi Kapsamında Türkiye Örneği ve Alternatif Yöntemler**, (Uzmanlık Tezi), Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- [2] Koçyiğit, Dilek (2009), **Olağan ve Olağandışı Durumlarda Kullanılan Para Politikası Araçları ve Likidite Yönetim Stratejileri**, (Uzmanlık Tezi), Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- [3] Önder, Timur (2005), **Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması**, (Uzmanlık Tezi), Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2005.
- [4] Vural, Umut (2013), **Geleneksel Olmayan Politikaların Yükselişi**, (Uzmanlık Tezi), Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü.

### **İnternet Kaynakları**

- [1] Federal Rezerv Sistemi Governörler Kurulu (2011), “Vade Uzatma Programı ve Tekrar Yatırım Politikası”. Çevrimiçi erişim bağlantısı: <http://>



[www.federalreserve.gov/monetarypolicy/maturityextensionprogram.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/maturityextensionprogram.htm).  
(Erişim tarihi: 28.08.2013).

[2] Krugman, Paul (2008), “Optimal Fiscal Policy in Liquidity Trap”, Çevrimiçi erişim bağlantısı: <http://www.princeton.edu/pkrugman/optimalg.pdf>. (Erişim tarihi: 26.08.2013).

[3] L. Smaghi (t.y.), “Conventional and Unconventional Monetary Policy”, BIS Review 52. Çevrimiçi erişim bağlantısı: <http://www.bis.org/review/r090429e.pdf>. (Erişim tarihi: 28.08.2013).

[4] Morgan, P. (2013), “The Role and Effectiveness of Unconventional Monetary Policy”. Çevrimiçi erişim bağlantısı: <http://www.adbi.org/files/2009.11.11.wp163.role.unconventional.monetary.policy.pdf> (Erişim tarihi: 27.08.2013).

[5] NRI (2009), “Perspectives of Unconventional Monetary Policy”, Tokyo, s.5. Çevrimiçi erişim bağlantısı: <http://www.nri.com/global/opinion/sdfmp/message.pdf>, (Erişim tarihi: 28.08.2013).

[6] Perrera (2010), “Monetary Policy in Turbulent Times: Impact of Unconventional Monetary Policies”. Çevrimiçi erişim bağlantısı: [http://www.cbsl.gov.lk/pics\\_n\\_docs/10\\_pub/\\_docs/IRC/2010/Unconventional\\_Monetary\\_Policies\\_Full.pdf](http://www.cbsl.gov.lk/pics_n_docs/10_pub/_docs/IRC/2010/Unconventional_Monetary_Policies_Full.pdf). (Erişim tarihi: 27.08.2013).

[7] TCMB (2013), Çevrimiçi erişim bağlantısı: [http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/emu/AMB\\_ve\\_EMU.pdf](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/emu/AMB_ve_EMU.pdf), (Erişim tarihi: 30.08.2013).

