

Küresel Kriz Sürecinde Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ekonomilerde Para Politikaları¹

The Monetary Policy of Advanced and Emerging Countries in the Global Crisis Process

İbrahim ÖRNEK²
Burak UĞUR³

ÖZET

2008 küresel krizinde iktisat politikasında para politikasının önemi artmış ve yeni para politikası araçları geliştirilmiştir. Bu çalışma, bu sürecin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde uygulanan para politikalarına etkilerini ve uygulanan yeni para politikalarının ekonomi üzerindeki etkilerini açıklamayı amaçlamaktadır.

Elde edilen sonuçlar, FED'in aldığı önlemlerin finansal piyasalarda istikrar sağladığını, ancak ABD'de deflasyonu önlese de fiyat istikrarını sağlamakta yeterli olmadığını, büyüme ve tam istihdam hedeflerindeyse başarılı olduğu, ECB'nin aldığı önlemlerin ise büyüme ve tam istihdam üzerinde etkili olmadığını göstermiştir. TCMB tarafından uygulanan yeni para politikası bileşiminin ise finansal istikrar alanında genelde başarılı olduğu ancak fiyat istikrarı alanında istenilen sonuca ulaşamadığı görülmüştür.

Anahtar Kelimeler: Küresel Kriz, Para Politikası, TCMB, FED, ECB.

ABSTRACT

After global crisis in 2008, the monetary policies has gained great importance and new ways have been improved for the monetary policies. In this study, the effects of the new monetary policies exerted in both developed and developing countries are being explained with its both economic and other aspects.

According to the results, although the precautions that have gotten by FED have ensured the stability in financial markets and succeeded in development and full employment, prevented the deflation in USA, they haven't been enough to ensure the stability in pricing. Additionally, the precautions which have gotten by ECB have demonstrated that they haven't been effective in development and full employment. Also, it is said to be that the mixture of new monetary policy which is applied by CBT was generally successful in the financial stability but it miscarried with regard to the stability of pricing.

Keywords: Global Crisis, Monetary Policy, Central Bank of Turkey, FED, ECB.

¹ Bu çalışma Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü tarafından kabul edilen "Küresel Kriz Yönetiminde Para Politikalarının Etkinliği" isimli yüksek lisans tezinden hazırlanmıştır.

² Prof.Dr., KSÜ, İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, Kahramanmaraş / Türkiye, iornek@hotmail.com

³ Arş.Gör., KSÜ, İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, Kahramanmaraş / Türkiye, burakugur89@hotmail.com

1.GİRİŞ

Bu çalışmanın amacı, küresel kriz sürecinde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde uygulanan para politikalarını ele almaktır. Çalışmada gelişmiş ekonomi olarak Amerika Merkez Bankası (FED) ve Avrupa Merkez Bankası (ECB); gelişmekte olan ekonomi olarak ise Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)'nin para politikası uygulamaları ele alınmaktadır. Bu bağlamda, çalışmada FED'in küresel kriz sürecindeki para politikası üzerinde durulacak ve ECB'nin para politikasına değinilecektir. Ayrıca TCMB'nin para politikası ve sonuçları ele alınacaktır.

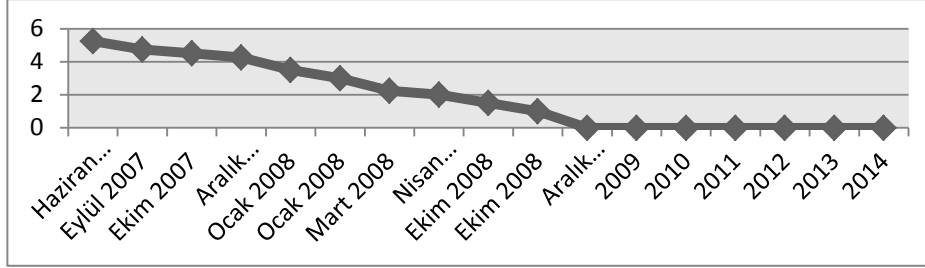
2.FED'in Küresel Kriz Sürecinde Para Politikası

Temel amacı fiyat istikrarını ve tam istihdamı sağlamak olan FED, Amerikan ekonomisi canlandığında enflasyondaki artışın önünü almak amacıyla politika faizini yükseltmekte, Amerikan ekonomisi yavaşladığında ise -ki bu GSYİH, işsizlik ya da enflasyon oranına yansiyacaktır- federal fon hedef oranını düşürmektedir. FED 2008 küresel krizinde çoklu amacının yanında, araç kapsamını da Tablo 1'de görüldüğü gibi çeşitlendirmiştir. Bu tablo'da FED'in yeni ve eski para politikası stratejisinin amaçları ve araçları gösterilmektedir.

Tablo 1. FED'in Para Politikası Stratejisi (Yazar tarafından oluşturulmuştur).

	<i>ESKİ YAKLAŞIM</i>	<i>YENİ YAKLAŞIM</i>
AMAÇLAR	FİYAT İSTİKRARI TAM İSTİHDAM	FİYAT İSTİKRARI TAM İSTİHDAM
ARAÇLAR	Politika Faizi	Politika faizi, niceliksel genişleme, kredi genişlemesi, sözle yönlendirme

Şekil 1'de FED'in politika faizinin seyri gösterilmiştir. Şekil de görülebileceği gibi, Federal Açık Piyasa Kurulu (FOMC) %5,25 düzeyinde olan politika faizini 2007 Eylül ayından başlayarak kademeli olarak düşürmüştür. 16 Aralık 2008'e gelindiğinde federal fon hedef faizi yüzde 0 ile 0,25 aralığına düşmüştür. O tarihten bu yana FED federal fon faizinin bu aralıkta kalmasına izin vermektedir (Özatay, 2013, s.132). Örneğin 31.03.2014 tarihinde bankalar arasında yapılan işlemlerde gerçekleşen faiz (federal fon oranı) yüzde 0,06 düzeyinde gerçekleşmiştir (Federal Reserve Bank of New York, 31.03.2014, <http://www.newyorkfed.org>). Politika faiz oranlarındaki indirimin temel 2 nedeni; durgunluğa girme ihtimaline karşı yatırımı ve tüketimi teşvik etmek ve asimetrik bilgi sebebiyle birbirine borç vermekten çekinen bankaların sistemik riske yol açmaması için bankalar arası borçlanma faiz oranını düşürmektir (BDDK, 2008, s.72).



Şekil 1. FED'in Politika Faizinin Gelişimi (1991-2014, %) (Global-rates, 14.01.2013, www.global-rates.com)

Amerikan ekonomisinde faiz oranlarının sıfır seviyesine yaklaşması, faiz indirimlerinin bankacılık sektörünün likidite sorununu çözmemesi dolayısıyla ekonomiyi canlandırmaya yetersiz kalması FED'in Tablo 1'de gösterilen sözle yönlendirme, kredi genişlemesi, nicelikselsel genişleme gibi gelenekselsel olmayan para politikası araçlarıyla piyasaya likidite vermesine neden olmuştur. FED bu önlemlere ilk olarak Aralık 2007'de başlamış ve krizin en şiddetlendiği Eylül 2008'den itibaren çok daha fazla bu tarz politika araçlarını kullanmıştır.

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

Açık Uçlu Yönlendirme:

- 16 Aralık 2008 FOMC Raporu: Zayıf iktisadi koşulların olağandışı düşük faizi bir süre devam ettirmesi muhtemeldir (FED, 2008, s.1).

Zamana Bağlı Yönlendirme:

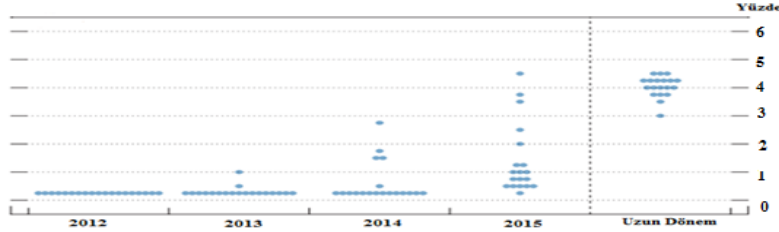
- 9 Ağustos 2011 FOMC Raporu: İktisadi koşulların olağandışı düşük faizi en azından 2013 ortasına kadar sürdürmesi muhtemeldir (FED, 2011, s.1).

Duruma Bağlı Yönlendirme:

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

FED zamana bağlı yönlendirmeden duruma bağlı yönlendirmeye geçtiğinde FOMC üyelerinin politika faizi projeksiyonları, faizin ne zaman artırılabilceğinden ziyade üyelerin gelecekte ABD'de faizlerin kaç olmasını beklediklerine dönüşmüştür. Çünkü bu tarihten sonra üyeler 2015'te politika faizinin artacağını düşünmektedirler. Şekil 2'de

FOMC üyelerinin politika faizi projeksiyonları gösterilmektedir. Şekil 2’de her bir nokta bir FOMC üyesinin yıl sonundaki politika faizi tahminini vermektedir. Şekilde kurul üyelerinin 2015 yılı sonunda politika faizinin yüzde 1 civarında olmasını öngördüklerini göstermektedir. Uzun vadede ise yüzde 4 civarına odaklanılmıştır.



Şekil 2. FOMC Üyelerinin Politika Faizi Projeksiyonları (Yılsonu, Yüzde, Aralık 2012) (Her bir nokta bir FOMC üyesinin yıl sonundaki politika faizi tahminini vermektedir) (FED, 2012b, s.3).

Tablo 2. FED’in Kredi Genişlemesinin Alt Araçları (Brave ve Genay, 2011, s.51).

Geleneksel Karşı Taraflara Likidite Olanakları		Diğer Yatırımcılara ve Borçlanıcılara Likidite/ Kredi Olanakları		Diğer
Mevduat Kurumları	Piyasa Yapıcıları	Para Piyasası Yatırım Fonları ve Finansman Bonusu Piyasaları	Tüketici ve İşletme Kredileri, ticari mortgage piyasası	Belirli Kuruluşlar
Reeskont penceresi (8/2007-3/2010) - 400 milyar dolar	PDCF (Piyasa Yapıcısı Kredi Kolaylığı) (3/2008-2/2010) -8,9 trilyon dolar	CPFF (Finansman Bonusu Fonlama Kolaylığı) (10/2008-2/2010) - 737 milyar dolar	TALF (Vadeli Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Kredi Kolaylığı) (11/2008-6/2010) -71 milyar dolar	Bear Stearns (3/2008)-41,9 milyar dolar
TAF (Vadeli İhale Kolaylığı) (12/2007-3/2010) -3 trilyon 800 milyar dolar	TSLF (Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı) (3/2008-2/2010) -1 trilyon 940 milyar dolar	AMLF (Varlığa Dayalı Finansman Bonusu Para Piyasası Yatırım Fonu Likidite Olanağı) (9/2008-2/2010)- 217 milyar dolar		AIG(9/2008-9/2010)- 125,8 milyar dolar
	TOP (TSLF Opsiyon Programı) (7/2008-6/2009) -62,3 milyar dolar	MMIFF (Para Piyasası Yatırımcısını Fonlama Kolaylığı) (10/2008-9/2009) - yok		

Politika faizine yönelik sözle yönlendirmede zamana bağlı yönlendirmenin etkinliğiyle ilgili somut bir örnek verilebilir. 2011'in ortasında profesyonel tahmincilerin ve finansal piyasalardaki gösterge anketlerine göre özel sektör ekonomistleri FOMC'nin yaklaşık 9 ile 12 ay sonrasında politika faizini artırmasını bekliyorlardı. 2011 Ağustos ayında FOMC'nin "iktisadi koşulların olağandışı düşük faizi en azından 2013 ortasına kadar sürdürmesi muhtemeldir" açıklaması piyasanın politika faizinin gelecekteki gelişimine yönelik beklentilerini değiştirmeyi başarmıştır. Bu açıklama birçok özel sektör ekonomistinin düşündüğünden daha uzun bir süreyi ifade etmiştir. Beklentilerdeki bu değişimin sonucu olarak, hazine menkul kıymetlerinin getirisi 10 baz puan ile 20 baz puan arasında düşmüştür. Bu belki büyük bir değişim olarak görünmese de, para politikasının etkileri şartlarında, büyük bir düşüş olarak görülmektedir. Bu karar ile sadece hazine menkul kıymetlerinin değil, finansal piyasalarda tüm borçlanma araçlarındaki faizler düşmüştür (FRBSF, 2012, s.3).

FED küresel kriz sürecinde kredi genişlemesi politikasını en kapsamlı olarak uygulayan merkez bankalarından biridir. Banka, bu politika çerçevesinde gerek geleneksel borç verme yöntemlerinden birisi olan reeskont penceresinin koşullarında gevşemeyle, gerekse de yeni yaratmış olduğu programlarla kredi imkanlarında genişletmeye gitmiştir. Tablo 2'de FED'in kredi genişlemesinin alt araçları sunulmuştur. İlk iki satırda programın hedef kitlesi, hangi piyasa ya da kurumun üzerinde etkili olunması istenildiği belirtilmiştir. Alt satırlarda ise programların türlerine, başlangıç ve bitiş tarihlerine ve program kapsamında piyasaya ne kadar borç verildiği gösterilmiştir. Tablo 2'de görüldüğü üzere Fed, bu araç yoluyla piyasayı ciddi fonlamıştır. Bu politika aracının amacı, krizden etkilenen mevduat kurumları, piyasa yapıcılarını gibi kurumların likidite ihtiyaçlarını, finansman bonusu piyasaları gibi piyasaların ise likidite bozulmalarını gidermektir.

Amerika'da federal fon hedef oranı (politika faizi) indirimlerinin toparlanmaya katkıda yetersiz kalması ve faiz oranının sifıra yaklaşması sonucu Aralık 2008'den itibaren, FED bir dizi büyük ölçekli uzun vadeli kamu menkul kıymeti alımı gerçekleştirmiştir. ABD'deki bu alımlar iki ayrı programa ayrılmaktadır: FED'in bilançosunu, para tabanını genişleten niceliksel genişleme (QE) ve bilanço, para tabanını sabit tutan vade uzatma programı. Tablo 3'de FED'in niceliksel genişleme paketleriyle piyasaya ne kadar para sürdüğü gösterilmektedir. Tablo 3'de görüldüğü üzere Fed 2008 GSYH'nın %32,6'sı kadar piyasaya para vermiştir. Tablo 4'de ise niceliksel genişleme ve vade uzatma (operation twist) paketleri ile ilgili açıklamalara yer verilmektedir.

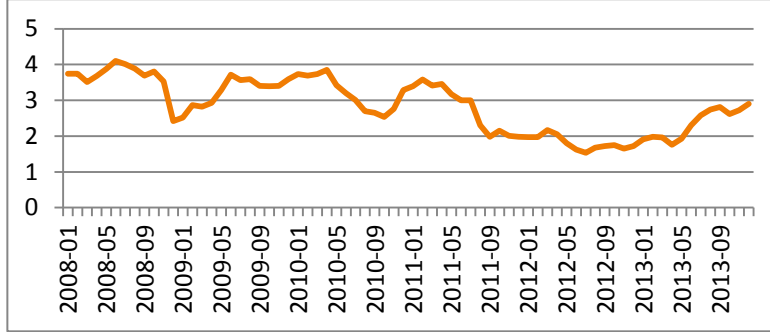
Tablo 3. FED'in Niceliksel Genişleme (QE) ve Vade Uzatma Paketleriyle ilgili veriler (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2013, s.77).

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

Tablo 4. FED'in Niceliksel Genişleme (QE) ve Vade Uzatma Paketleri (Yazar tarafından oluşturulmuştur).

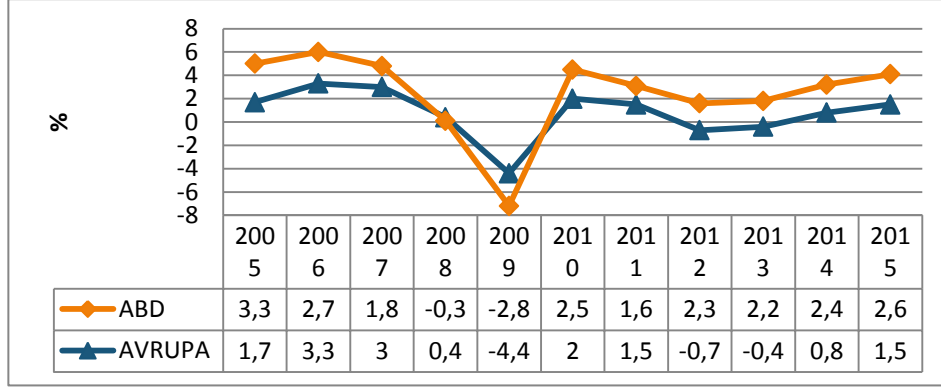
<i>Niceliksel Genişleme ve Vade Uzatma Politika Kararları</i>	<i>Başlangıç Tarihi</i>	<i>Bitiş Tarihi</i>	<i>Açıklama</i>
QE1	Kasım 2008	Mart 2010	100 milyar dolara kadar hükümet destekli kuruluşların tahvilleri, 500 milyar dolar tutarına kadar Fannie Mae, Freddie Mac ve Ginnie Mae tarafından garanti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

Şekil 3’de ABD’nin 10 yıl vadeli tahvil faizinin seyri gösterilmektedir. Şekilde de görüldüğü üzere, Amerikan ekonomisinde izlenen niceliksel genişleme, kredi genişlemesi, vade uzatma, sözle yönlendirme gibi uygulamalar finansal piyasalardaki ciddi karışıkları gidermiş ve uzun vadeli faizler dalgalansa da uzun zaman düşük kalmıştır.

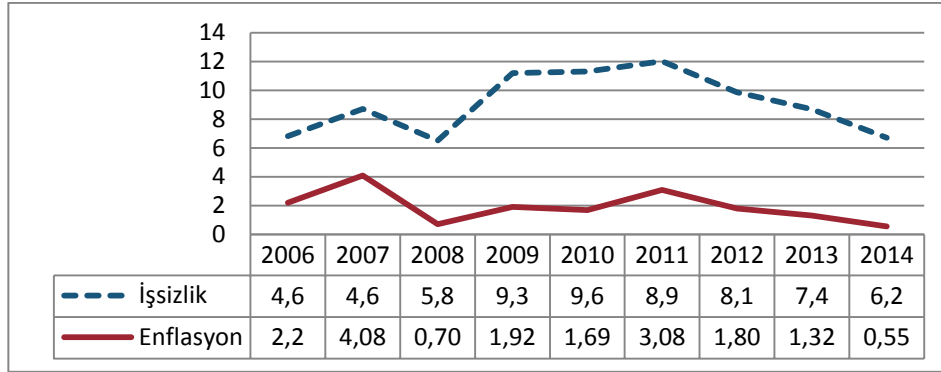


Şekil 3. ABD 10 Yıllık Tahvil Faizi (Gösterge Faiz) (2008-2013) (Fed, 03.05.2016, www.federalreserve.gov).

Şekil 4 ve 5’de sırasıyla Amerika Birleşik Devletleri büyüme, işsizlik ve enflasyon oranlarının seyirleri gösterilmektedir. Şekil 4 ve 5’de görüldüğü üzere, ekonomi resesyondan çıksa da, resesyon sonrası (2009 sonrası) uzun zaman tam istihdamı yeniden sağlamaya yetersiz büyümüş ve işsizlik oranları yüksek seyretmiştir. Bunda bankacılık sistemine FED tarafından eklenen oldukça büyük rezerv seviyesinin bankalar tarafından çeşitli nedenlerle aynı orantıda borç verme ya da diğer aktivitelerde (varlık alımı gibi) kullanılmayıp FED’de aşırı rezerv olarak tutulmasının da önemli payı vardır. Bu durum 2008 Ocak ile 2014 Ocak arasında para tabanının yaklaşık 3,5 katına çıkmasına rağmen, M1 para arzının neden aynı orantıda artmadığını da göstermektedir. Bu durum ABD ekonomisinin, toplam harcamaların ek parasal canlandırmaya duyarsız olduğu durum olarak bilinen likidite tuzağına girdiğine dair endişelere neden olmuştur. Böyle bir ekonomide uzun süre bir yandan düşük enflasyon yaşanması, bir yandan da düşük büyüme görülmesi muhtemeldir. Bu uygulamalar sonucunda Amerikan ekonomisi geç de olsa 2013 yılı 2. yarısından itibaren potansiyele yakın büyüme ve düşük işsizlik oranlarına ulaşmıştır. FED de 2013 yılının 2. yarısından itibaren ekonomik büyümenin ABD’nin potansiyel büyüme hızı (2,5-3) arasında olması, işsizlik oranının yüzde 7’lere doğru düşmesiyle, ekonominin kendi dinamiklerinin (büyüme seviyesinin) iş gücü piyasası koşullarındaki gelişimi desteklemeyi sürdürebilecek kadar yeterli düzeyde olduğunu, dolayısıyla parasal genişlemeye ihtiyacın giderek azaldığını düşünerek niceliksel genişlemeyi 2013 sonundan itibaren kademeli olarak azaltmıştır.



Şekil 4. Amerika Birleşik Devletleri ve Euro Bölgesi Büyüme Oranı (2005-2015, %) (Veriler IMF World Economic Database October 2015'den alınmıştır, 01.02.2016, www.imf.org).



Şekil 5. Amerika Birleşik Devletleri İşsizlik ve Enflasyon Oranı (2006-2014, %) (Veriler IMF World Economic Database October 2015'den alınmıştır, 01.02.2016, www.imf.org).

Niceliksel genişleme ve diğer uygulamalar enflasyonu yukarı itmiş ve deflasyonu engellemiştir (Abel vd. 2014, s.590). Ancak para politikasında bu kadar gevsemeye rağmen enflasyon küresel kriz sürecinde düşük düzeyde seyretmiştir. Şekil 5'de görüldüğü gibi, enflasyonun sürekli hedefin (%2) altında seyretmesi ABD ekonomisi ve FED için bir sorundur. 2014 yılının 2.yarisından itibaren ABD enflasyonundaki düşüşün nedeni ise enerji fiyatlarındaki ciddi düşüş ve doların güçlenmesi olarak görülmektedir. FED'in faiz artırımı sürecindeki en önemli engel ise enflasyonun düşük seyrediyor olmasıdır.

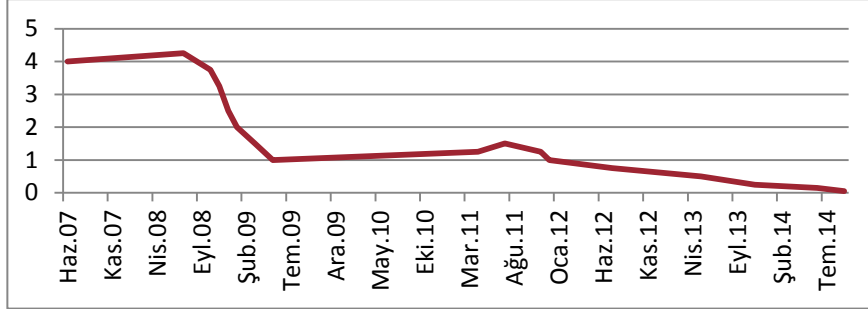
3. ECB'nin Küresel Kriz Sürecinde Para Politikası

Tablo 5'de ECB'nin yeni ve eski para politikası stratejisinin amaçları ve araçları gösterilmektedir. ECB'nin temel amacı, fiyat istikrarını sürdürmek ve ayrıca fiyat istikrarı amacı ile çelişmemek kaydıyla, AB'nin genel ekonomik politikalarını (tam istihdam ve dengeli ekonomik büyüme) desteklemektir. ECB kriz süreçlerinde, fiyat istikrarının yanında tam istihdam amacını ön plana çıkarırken, ekonomi canlanırken ise fiyat istikrarı amacını ön planda tutmaktadır. ECB 2008 küresel krizinde her krizde olduğu gibi amacını genişletmenin yanında, araç kapsamını da Tablo 5'de görüldüğü gibi çeşitlendirmiştir.

Tablo 5. ECB'nin Para Politikası Stratejisi (yazar tarafından oluşturulmuştur)

	<i>ESKİ YAKLAŞIM</i>	<i>YENİ YAKLAŞIM</i>
<i>AMAÇLAR</i>	FİYAT İSTİKRARI	FİYAT İSTİKRARI TAM İSTİHDAM
<i>ARAÇLAR</i>	Politika Faizi	Politika faizi, faiz koridoru, kredi genişlemesi, sözle yönlendirme

Şekil 6'da ECB'nin politika faizinin (ana finansman operasyonu faizi) gelişimi gösterilmektedir. ECB, Lehman Brothers'ın iflasını takip eden dönemde politika faizini diğer merkez bankaları gibi tarihi düşük seviyelere hızla indirmiştir. Banka %4,25 düzeyinde olan politika faizini 2008 Ekim ayında 50 baz puan indirimle düşürmeye başlamış, Mayıs 2009'a kadar olan 7 aylık dönemde toplamda 325 baz puan indirim yapmıştır. Böylece 13 Mayıs 2009 tarihi itibarıyla ECB politika faizi yüzde 1 gibi rekor düşük seviyeye gelmiştir. ECB politika faizi 2011 Nisan'a kadar bu seviyede kalmıştır. Fakat banka politika faizini yükselen enflasyonu biraz hafifletmeye 2011 Nisan ve Temmuz'unda 25'er baz puan arttırarak %1,50'e çekmiştir. Avrupa Borç krizinin derinleşmesiyle ise ECB, 2011 Kasım ayından itibaren politika faizini tekrar düşürmeye başlamış ve 2012 Temmuz ayında %0,75'e düşürmüştür. Buradaki amacı, Avrupa borç krizinin finansal ve reel ekonomi üzerindeki etkisini hafifletmektir. Politika faizi, 2013 Kasım ayında %0,25'e düşürülmüştür. Nitekim 2012 Kasım ayından itibaren Avrupa Borç krizinin de etkisiyle enflasyon düşmeye başlamış ve 2013 Ekim ayında enflasyon % 0,7'ye düşmüştür. Bu durum Euro bölgesinin deflasyona sürüklendiği kanısını ortaya çıkarmıştır. Aynı zamanda bazı ülkelerde sıfır civarında enflasyon ya da deflasyon görülmesi, Euro bölgesinin tümünde büyüme hızının oldukça düşük olması, işsizlik oranlarının çok yüksek düzeylere çıkması bu endişeyi destekler niteliktedir. Politika faizi, Eylül 2014'de tarihi düşük seviye olan yüzde 0,05'e düşürülmüştür. Euro bölgesinde deflasyon endişesinin devam etmesi bu kararlarda önemli rol oynamıştır. Dolayısıyla ECB'nin küresel kriz sürecinde politika faiz oranlarındaki indirimlerindeki amacı bazı anlarda değişse de genel olarak, fiyat istikrarını sağlamaya devam etmek, finansal durumu dengelemeye katkıda bulunmak ve ekonominin daralmasını önleyip, canlandırmaktır.



Şekil 6. Avrupa Merkez Bankası Politika Faizinin Gelişimi (1999-2014) (Euribor-rates, 16.12.2014, <http://www.euribor-rates.eu>).

ECB, kriz öncesi dönemde geleneksel (pasif) bir faiz koridoru sistemi uygulamaktaydı. Bu çerçevede politika faizini faiz koridorunun tam merkezinde ve koridoru genelde 200 baz puanında tutmaktaydı. Kriz öncesi sürecin bir kısmı Şekil 7 de görülmektedir. Günümüzde halen devam eden küresel kriz sürecindeyse ECB, faiz koridorunu bazen aktif ama genelde pasif şekilde kullanmıştır. Aktif olarak faiz koridorunun kullanılmasına, bankanın simetrik faiz koridoru izlediği dönemlerde dahi faiz koridorunun genişliğini değiştirmesi, belli bir zaman sonra asimetrik faiz koridorunu uygulaması ve son olarak da negatif mevduat faizine geçmesi örnek verilebilir.

Şekil 7'de ECB'nin faiz koridoru, politika faizi, bankalar arasındaki gecelik borç alıp verme işlemlerinde oluşan faiz (EONIA) gösterilmektedir. Şekil 8'de görüldüğü gibi ECB, Ekim 2008'de yüzde 5,25 olan marjinal borç verme kolaylığı faizini peş peşe 2 günde 50'er baz puan indirerek, faiz koridorunu 200 baz puandan 100 baz puana daraltmıştır. 100 baz puanlık simetrik faiz koridoru 21 Ocak 2009'a kadar korunmuş, bu çerçevede mevduat faiz oranı, politika faiz oranı (ana finansman operasyonu faizi) ve marjinal borç verme oranında aynı baz puan indirimler yapılmıştır. 20 Ocak 2009 itibariyle marjinal borç verme oranı yüzde 3, mevduat faiz oranı yüzde 2, politika faizi oranı ise yüzde 2,5'a kadar düşmüştü. 18 Aralık 2008'de ise ECB, 21 Ocak 2009'dan itibaren faiz koridorunun politika faizi etrafında tekrardan 200 baz puan olarak kurulacağını açıklamıştır (ECB, 2008, s.1). 21 Ocak 2009'da ise mevduat faiz oranı 100 baz puan, politika faizi ise 50 baz puan indirilerek açıklandığı gibi simetrik faiz koridoru uygulamasına devam edilmiştir. Marjinal borç verme oranı, mevduat oranı ve politika faiz oranı düşürülürken, bu faiz koridoru 13 Mayıs 2009 tarihine kadar korunmuştur. Söz konusu tarihte marjinal borç verme faiz oranı 50 baz puan, politika faizi 25 baz puan azaltılarak politika faizi etrafında faiz koridoru 150 baz puana daraltılmıştır. ECB yaklaşık 2 yıl gerek faiz koridorundaki üst ve alt bandı gerekse de politika faizini korumuştur. Küresel finans krizinin derinleştiği zamandan itibaren 2009 Mayıs ayı ortasına kadar bakıldığında, ECB'nin küresel finans krizinin etkisini yumuşatmaya marjinal borç verme oranını 350 baz puan indirerek yüzde 1,75'e, mevduat faiz oranını ise 300 baz puan indirerek 0,25'e ve daha önceden değinildiği üzere politika faizini 325 baz puan indirerek yüzde 1,00'e indirdiği görülmektedir. Avrupa Borç krizinin derinleşmesiyle ECB, 2011 Kasım ayından itibaren politika faizini ve koridor faizlerini tekrar düşürmeye başlamıştır. Yaşanan indirim sürecinde

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



Şekil 7. ECB Faiz Koridoru, Politika faizi (Ana Finansman Operasyonu Faizi), Bankalar arasındaki gecelik borç alıp verme işlemlerinde oluşan faiz (EONIA, kırmızı çizgi) (%), 2007- 2012) (Fulcrum, 2013, s.8).

ECB faiz indirimi sürecinde, 2013 yılında Ekim’den itibaren başlayan deflasyon endişeleriyle politika faizini %0,25’e, marjinal borç verme oranını %0,75’e indirmiş, mevduat faiz oranını sıfırda tutmuş ve böylece asimetric faiz koridoruna geçmiştir. ECB Başkanı Draghi, bankaların likidite yönetimlerinde ana finansman operasyonunu (bir hafta vadeli repo ihalelerini) tercih etmeleri teşviğini korumak adına marjinal borç verme oranı ile politika faizi arasındaki uzaklığı değiştirmediklerini, bundan dolayı da asimetric faiz koridoruna sahip olduğunu söylemiştir (ECB, 2013a, s.3). Deflasyon endişelerinin daha da tırmanmasıyla ECB 2014 yılında 3 faizini de tarihi düşük seviyelere düşürmüştür. Bu çerçevede politika faizi %0,05’e, mevduat faizi -%0,20’e ve marjinal borç verme oranı önce %0,30 düşürülmüştür. Eylül 2014’de bu oranlara bağlı olarak faiz oranlarında artık indirimin mümkün olmadığı dile getirilmiştir.

ECB’nin 2008 Ekim ayından itibaren tüm finansman işlemlerinde sabit faiz tam tahsis yöntemi uygulaması sonucu kriz süresince bankalar günlük işlemlerini finanse etme ihtiyaçlarından daha fazla likidite talep etmişlerdir. Bankalar bu ek likiditeyi çok da tüketicilere, firmalara ya da bankalar arası piyasada borç vermek için kullanmamış, genelde ECB’nin mevduat kolaylığına geri yatırmışlardır. Oluşan bu aşırı rezerv artışı nedeniyle bankalar arasındaki gecelik borç alıp verme işlemlerinde oluşan faiz (EONIA), faiz koridorunun tabanında seyretmiş ve mevduat faiz oranının düşmesiyle de daha da düşebilecek alan bulmuştur (Şekil 7). Sonuçta ECB’nin mevduat faizini negatife çekme nedeni piyasadaki faizleri düşürmenin yanı sıra bankaların ellerindeki likiditeyi merkez bankasına yatırmasının maliyetinin yüksek olduğu mesajı vererek, tüketicilere, firmalara, diğer bankalara kredi vermelerini sağlamaktır.

ECB’nin faizlerinin diğer merkez bankaları gibi sıfır seviyesine yaklaşması, faiz indirimlerinin toparlanmaya katkısının yetersiz kalması ve Euro bölgesinde baş gösteren borç krizi ECB’yi geleneksel olmayan para politikası araçlarına başvurmaya itmiştir. ECB bu önlemlere ilk olarak Ağustos 2007’de başvurmuş, 2008 Ekim’den sonra bu

önlemleri artırmış ve Mayıs 2009'dan itibaren de çok daha fazla bu tarz politika araçlarını kullanmıştır.

ECB, geleneksel olmayan araçlardan sözle yönlendirme aracını ilk olarak daha genel şekilde kullanmıştır. Buna göre;

Açık Uçlu Yönlendirme:

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

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

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

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

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

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

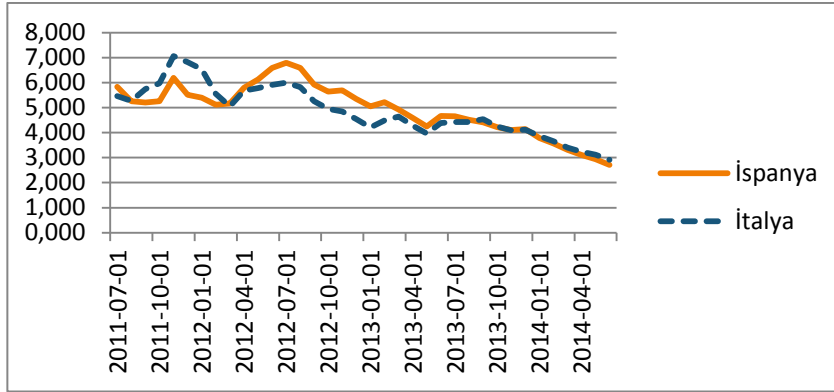
Avrupa Merkez Bankası (ECB), küresel kriz sürecinde kredi genişlemesi politikasını kapsamlı olarak uygulayan merkez bankalarından birisidir. 9 Ağustos 2007'de euro bölgesi de dâhil olmak üzere tüm dünyada bankalararası piyasalarda ciddi gerginlik belirince, ECB aynı gün tepki vererek, Euro bölgesi bankalarının ana finansman oranından, gecelik vadede yeterli teminat karşılığında ihtiyaç oldukları likidite miktarını

çekebileceklerini açıklamış ve o gün bankalara 95 milyar dolarlık likidite sağlanmıştır. Kredi genişlemesi aracının kullanım süreci böylece başlamış ve halen devam etmektedir. Söz konusu araç, alt araçlar ve açıklamaları Tablo 6'da yapılmıştır.

Tablo 6. ECB'nin kredi genişlemesinin alt araçları (TCMB, 2014a, s.2).

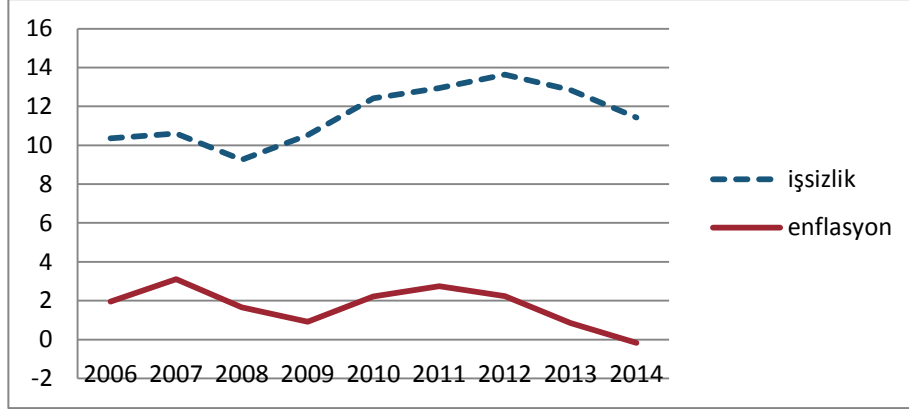
<i>Programın adı</i>	<i>Programın açıklaması</i>
Sabit Faiz Tam Tahsis	Ekim 2008'de hem ana finansman operasyonlarında hem de uzun vadeli finansman operasyonlarında sabit faiz tam tahsis ihale yöntemi uygulamaya konulmuştur. Uygulama halen devam etmektedir.
Teminat Kurallarının Gevşetilmesi	Ekim 2008'de finansman operasyonları için teminat olarak kabul edilecek varlıklar genişletilmiştir.
Bir Yıllık Uzun Vadeli Finansman Operasyonları (LTRO)	Haziran 2009'da yapılan İlk LTRO'ya bankalar çok yoğun talep göstermiş ve 442 milyar Euro tutarında likidite sağlanmıştır. Ekim ve Aralık 2011'de de LTRO yapılmıştır.
Teminatlî Tahvil Alım Programı (CBPP1)	Mayıs 2009- Haziran 2010 arasında 60 milyar Euro'luk doğrudan teminatlî tahvil alımı yapılmıştır (alımlar sterilize edilmiştir).
Menkul Kıymet Piyasası Programı (SMP)	ECB'nin kamu tahvili aldığı ilk programdır. Mayıs 2010'da başlamış, Mart 2011'de durdurulmuş, Ağustos 2011'de tekrar başlamıştır. Program kapsamında toplam 219 milyar Euro'luk alım yapılmıştır (alımlar sterilize edilmiştir).
Teminatlî Tahvil Alım Programı 2	Kasım 2011'de 12 aylık dönemde 40 milyar Euro teminatlî tahvil alımı yapılacağı açıklanmış ancak 16,4 milyar Euro'luk teminatlî tahvil alımı yapılmıştır (alımlar sterilize edilmiştir).
Üç Yıllık Uzun Vadeli Finansman Operasyonları (LTRO)	Aralık 2011 ve Şubat 2012'de piyasaya yaklaşık 1 trilyon Euro'luk likidite sağlanmıştır.
Doğrudan Parasal İşlemler	Eylül 2012'den itibaren koşul şartıyla, borç sorunu yaşayan devletlerin tahvillerinin ikincil piyasadan alımı. Herhangi bir alım yapılmadı. Alımların sterilize edileceği söylendi.
Hedefli Uzun Vadeli Finansman Operasyonu (TLTRO)	Haziran 2014'de açıklandı. Bankalara finansal olmayan özel sektöre (hanehalkı ve şirketler kesimi) konut kredisi haricinde kredi vermesini desteklemeye, vadeleri Eylül 2018'de dolacak 8 ihaleyle borç verilmesi.
Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Alım Programı	Eylül 2014'de açıklandı. Varlık alımları ve TLTRO programıyla merkez bankasının bilançosunu, para tabanını 1 trilyon Euro artırmak hedeflenmektedir.

Avrupa merkez bankası tarafından alınan tüm bu önlemler finansal piyasalardaki gerginlikleri azaltmaya katkıda bulunmuştur. Ancak özellikle devlet tahvili piyasalarında kullanımın mali disiplin koşuluna bağlı olduğu Doğrudan Parasal İşlemler programı açıklanana kadar faizlerin oldukça yüksek seyrettiği göze çarpmıştır. Draghi'nin Temmuz 2012'de "Euroyu korumaya ne gerekirse yapılacaktır" açıklamasından sonra İspanya ve İtalya'nın devlet tahvili faizleri ilk aylarda 100 ve 50 baz puan sonra ise önemli seviyede düşüşler yaşamıştır (Brookings Institution, 2013, s. 27). Şekil 8'de İspanya ve İtalya ülkelerinin 10 yıllık devlet tahvillerinin faizlerinin seyri gösterilmektedir. Şekilde görüldüğü üzere Temmuz 2012'den itibaren faizlerde çok ciddi düşüşler yaşanmıştır. Fakat piyasalara verilen likiditenin büyük bölümü, krediler yerine ECB'nin mevduatına döndüğünden Euro bölgesinde reel sektörün toparlanamadığı, Euro bölgesi büyüme oranlarının verildiği Şekil 4'de görülmektedir.



Şekil 8. İspanya ve İtalya ülkelerinin 10 Yıllık Devlet Tahvillerinin Getirileri (2011 Temmuz – 2014 Haziran, Yüzde) (Federal Reserve Bank Of St. Louis, 03.05.2016, <https://research.stlouisfed.org>).

Şekil 9'da Euro bölgesinde enflasyon işsizlik ve oranları görülmektedir. Şekil 9'da görüldüğü üzere Euro bölgesinde enflasyon oranları oldukça düşük, işsizlik oranları oldukça yüksek seyretmektedir. ECB, 2014 Haziran ve Eylül aylarında bu durumu önlemek amacıyla negatif faiz uygulaması, TLTRO (hedefli uzun vadeli finansman operasyonu), ABSPP (varlığa dayalı menkul kıymet alım programı) ve CBPP3 (üçüncü teminatlı tahvil alım programı) programlarını açıklamıştır.



Şekil 9. Euro Bölgesi İşsizlik ve Enflasyon Oranları (2002-2014) (IMF World Economic Database October 2015 kaynağından tarafımızca düzenlenmiştir, 01.02.2016, www.imf.org).

4. TCMB'nin Küresel Kriz Sürecinde Para Politikası

TCMB, 2008 yılının son çeyreğinden itibaren ülkede enflasyonun hızlı bir düşüş göstereceğini öngörerek, fiyat istikrarını sağlama temel amacı ile çelişmeksizin, küresel krizin iktisadi faaliyet üzerinde yaratacağı tahribatı sınırlamaya odaklanan bir para politikası izlemiştir. Bu kapsamda Banka, 2008 yılı Kasım ayında parasal genişleme sürecini başlatmış ve gelişmekte olan ülkeler içinde faiz indirimlerine en erken başlayan merkez bankalarından biri olmuştur (TCMB, 2010a, s.6). Bu çerçevede merkez bankası borçlanma faiz oranı (politika faizi) Kasım 2008- Kasım 2009 döneminde yüzde 16,75'ten yüzde 6,50'ye düşürülmüştür.

Ekim 2008'den itibaren, para piyasalarında olası tedirginlikleri azaltmak ve gecelik faiz oranlarındaki oynaklığı tamamen ortadan kaldırmak amacıyla, piyasanın ihtiyacından daha fazla fonlama yapılmaya başlanmıştır. Bu çerçevede ortaya çıkan likidite fazlası ise gün sonunda gecelik işlemlerle sterilize edilmiştir (TCMB, 2010b, s.4-5). TCMB ayrıca politika faizinin ciddi düşüşü yanında döviz likiditesine yönelik de bir takım tedbirler almıştır.

TCMB'nin yaptığı 1025 baz puanlık faiz indirimi ve aldığı diğer önlemler 2009 yılının ikinci yarısından itibaren kredi faizleri üzerinde de etkili olmuş ve son çeyrekte kredi piyasası yeniden canlanmıştır. TCMB'nin attığı adımlar, alınan mali tedbirlerin de katkısıyla, iç talep üzerinde etkisini göstermiş, makroekonomik riski azaltmada önemli bir rol oynamıştır. 2010 yılında küresel ekonomi kademeli olarak toparlanmaya devam etmiş, gelişmiş ekonomilerde daha yavaş ve kırılğan bir görünüm arz eden bu süreç, aralarında Türkiye'nin de bulunduğu gelişmekte olan ekonomilerde daha hızlı ve istikrarlı biçimde gerçekleşmiştir. Krizin etkilerinin hafiflemesini, iktisadi faaliyetteki toparlanmayı ve gelişmiş ekonomilerde uygulanan gevşek para politikalarının kendisine

yönelik sermaye akımlarını artırmasını dikkate alan TCMB, 14 Nisan 2010 tarihinde kriz sırasında alınan likidite önlemlerinin geri alınmasını ve para politikasının operasyonel çerçevesini normalleştirmeyi içeren “Çıkış Stratejisi”ni açıklamıştır (TCMB, 2013b, s.19). Çıkış stratejisi kapsamında ilk aşamada, kriz süresince etkin olarak kullanılan piyasanın ihtiyacından daha fazla fonlanması şeklindeki politika çerçevesinde arz edilmekte olan miktar tedricen azaltılmıştır. Piyasada kalıcı likidite açığının oluşması nedeniyle Mayıs 2010’da çıkış stratejisinin ikinci aşamasına geçilerek teknik faiz ayarlaması sürecine girilmiştir. Bu çerçevede, bir hafta vadeli repo ihaleleri sabit faiz oranından miktar ihalesi yöntemiyle gerçekleştirilmeye başlanmış, böylece bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı para politikası açısından politika faiz oranı niteliği kazanmıştır. Yapılan operasyonel değişiklik, TCMB’nin faiz koridorunu aktif kullanmak yoluyla gecelik borçlanma, borç verme ve haftalık repo faiz oranlarını birbirinden farklı amaçlarla kullanabilmesinin önünü açmıştır (TCMB, 2013a, s.4).

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

Tablo 7. TCMB’nin Para Politikası Stratejisi (TCMB, 2012a, s. 2).

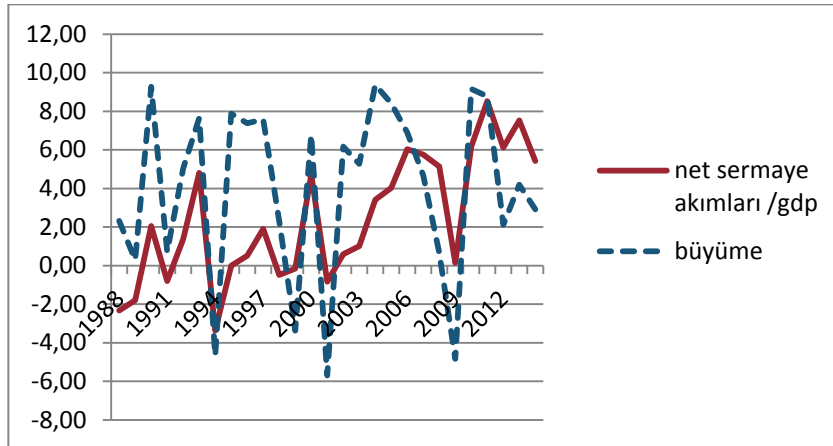
	<i>ESKİ YAKLAŞIM</i>	<i>YENİ YAKLAŞIM</i>
<i>AMAÇLAR</i>	FİYAT İSTİKRARI	FİYAT İSTİKRARI FİNANSAL İSTİKRAR
<i>ARAÇLAR</i>	Politika Faizi	Politika faizi, Likidite Yönetimi, Faiz Koridoru, Zorunlu karşılıklar

Tablo 7’de TCMB’nin yeni ve eski para politikası stratejisinin amaçları ve araçları gösterilmektedir. 2006’dan itibaren uygulanan geleneksel enflasyon hedeflemesi rejiminde temel amaç fiyat istikrarı ve bu amaca yönelik olarak kullanılan aktif politika aracıysa politika faizi olmuştur. 2010 sonundan itibaren benimsenen esnek enflasyon hedeflemesi rejimi olarak adlandırılan yaklaşımdaysa temel amaç korunmakla birlikte Merkez Bankasının destekleyici amacına olan vurgu artırılmış ve bu amaçlara ulaşabilmek amacıyla da tek bir araç yetersiz kalacağından faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve likidite yönetimi de aktif bir şekilde kullanılmaya başlanmıştır.

TCMB’nin yeni politika arayışında, ekonomi politikalarına ve merkez bankacılığına dair değişen yaklaşımların yanı sıra, olağanüstü küresel iktisadi konjonktürün de önemli bir payı olmuştur. Küresel krizle birlikte bu krizden çıkmaya başta FED, ECB, BOE

gibi merkez bankaları genişletici para politikasına başvurmuşlardır. Gelişmiş ekonomilerdeki merkez bankalarının politikalarının yarattığı likidite fazlasının büyük kısmı ise bu ülkelerde kalmamakta ve gelişmiş ekonomilere göre yüksek faiz veren Türkiye gibi gelişmekte ekonomilere akmıştır. Gelişmiş ülkelerde süregelen niceliksel genişleme ve diğer genişletici uygulamalar sonucu ortaya çıkan likidite bolluğu ve küresel finans sisteminde süregelen kırılmalıklar, kısa vadeli sermaye akımlarında ciddi oynaklıklara yol açmıştır. TCMB Tablo 7’de sayılan araçlarla sermaye kontrollerine başvurmaksızın sermaye akımlarındaki oynaklığın etkisinin yumuşatılabileceği görüşünü destekleyen politikalar uygulamıştır. Bu dönemde Brezilya ve Kore merkez bankaları Tablo 7’deki bazı araçları kullanmanın yanında sermaye kontrolleri de getirirken, TCMB sadece Tablo 7’deki politika araçlarını kullanmıştır.

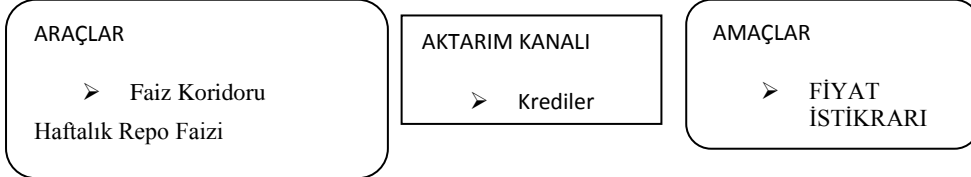
Şekil 10’da Türkiye’de GSYİH büyümesi ve sermaye hareketleri gösterilmiştir. Şekil 10’da görüldüğü gibi 1994, 2001, 2008 krizlerinde iktisadi faaliyetlerdeki daralma hep sermaye akımlarında ani duruşla birlikte gerçekleşmiştir. Bu gözlem, finansmanın oldukça kısa vadeli ve oynak olduğu bir konjunktürde, küresel risk iştahındaki ani değişimlere karşı ekonominin dayanıklılığını artırmanın gerekliliğine işaret etmekte; aynı zamanda para politikasında daha esnek bir yaklaşımın önemini ortaya koymaktadır. TCMB’nin uyguladığı yeni politika çerçevesinin de esas olarak bu kapsamda değerlendirilmesi gerekmektedir (TCMB, 2012b, s.4).



Şekil 10. Türkiye’de GSYİH Büyümesi ve Sermaye Hareketleri (1988-2014) (%) (World Bank verilerinden tarafımızca düzenlenmiştir, 11.06.2016, <http://databank.worldbank.org>).

TCMB’nin yeni politika çerçevesinde kullanılan temel araçları ve aktarım mekanizması Şekil 11’de gösterilmiştir. Şemanın solunda politika araçları yer almaktadır: (i) faiz koridoru, bir haftalık repo faizi (politika faizi) ve likidite yönetimi araçları (ii) zorunlu karşılıklar. TCMB, bu araçlarla nihai olarak fiyat istikrarını ve finansal istikrarı etkilemeyi amaçlamaktadır. Bütün bu süreçte, krediler ve döviz kuru kanalı ise araçlarla nihai amaçlar arasında köprü niteliği taşımaktadır (TCMB, 2012b, s.6). TCMB, yeni

araçlar ile temel olarak krediler ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkileyerek fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlamaya çalışmaktadır. Ayrıca hem politika araçları hem de iletişim yoluyla beklentilerin yönetimi de büyük önem taşımaktadır.



Şekil 11. TCMB'nin Yeni Politika Araçları ve Amaçları (TCMB, 2012b, s.6).

TCMB yeni para politikası stratejisinin finansal istikrar ayağı çerçevesinde sermaye akımlarındaki oynaklığın yurt içi piyasalar üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamayı amaçlamaktadır. Yeni politika çerçevesinde krediler ve döviz kuru gibi değişkenlere ayrı bir önem atfedilmektedir. Buna göre dünyada bollaşan likidite ile birlikte artan sermaye akımları Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilerde bir yandan yerli paranın aşırı değerlenmesine neden olmakta, bir yandansa hızlı kredi büyümesine neden olarak cari açığı artırmaktadır. Hızlı kredi büyümesi aynı zamanda iktisadi yazında finansal krizleri öncülleyen önemli değişkenlerden biri olarak ön plana çıkmaktadır. Zira ülke tecrübeleri, önemli bankacılık ve ödemeler dengesi krizlerinin hızlı kredi büyüme süreçleri tarafından öncülendiğini göstermektedir (TCMB, 2013c, s. 107).

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

Yeni politika araçlarının kullanımında ilk olarak 2010 yılı Kasım ayından, Avrupa ekonomisindeki belirsizliklerin yoğunlaştığı 2011 yılı Ağustos ayı dönemi söz konusudur. Gelişmiş ülke merkez bankalarının parasal genişlemelerini (Amerikan merkez bankası, İngiltere merkez bankası, Avrupa merkez bankası) takiben 2010 yılının ortalarından itibaren kısa vadeli sermaye girişleri Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilere yoğun bir şekilde akmıştır. 2010 yılının son çeyreğine gelindiğinde ise güçlü kısa vadeli sermaye girişleri ile kredi genişlemesindeki hızlanma ve Türk

lirasındaki aşırı değerlenmeyle birlikte cari dengedeki bozulma önlem alma gereğini artırmıştır. Mevcut konjonktürde hızlı kredi genişlemesine faiz artışıyla karşılık verilmesinin sermaye girişlerini besleyerek makro finansal dengesizlikleri daha da artıracığı düşüncesi, alternatif politika seçeneklerini gündeme getirmiştir. Bu çerçevede TCMB, bir yandan kısa vadeli piyasa faizini düşük tutarak kısa vadeli sermaye girişlerini caydırmayı amaçlayan, diğer yandan zorunlu karşılık oranlarını artırarak kredi artış hızını ve iç talebi yavaşlatmayı hedefleyen bir stratejiyi uygulamaya koymuştur. Buna ek olarak, finansal sistemin yükümlülüklerinin uzatılması da destekleyici bir amaç olarak benimsenmiştir (Başçı ve Kara, 2011, s.14).

TCMB bu dönemde faiz koridorunun alt bandını 500 baz puan düşürerek kısa vadeli piyasa faizini ciddi düşürmüştür. Tablo 8’de ise Türk lirası zorunlu karşılık oranları gösterilmektedir. Tablo 8’de görüldüğü üzere TCMB Türk lirası zorunlu karşılıklarda 2010 Eylül ayından itibaren 2011 Eylül ayına kadar ciddi artışlara gitmiştir. Buna göre, 2010 Eylül ayında zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalaması yüzde 5 iken, bu oran Nisan 2011 itibariyle yüzde 13,3’e çıkmıştır.

İkinci olarak ise, 2011 yılının Ağustos ayından 2012 yılının Haziran ayına kadar olan dönem söz konudur. 2011 yılının Ağustos ayından 2012 yılı Haziran ayına kadar olan dönemde, küresel büyümeye ve bazı Avrupa ülkelerindeki kamu borcu sorununa ilişkin endişelerin derinleşmesi nedeniyle küresel ölçekte riskten kaçınma eğilimi artmış ve gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışları hızlanmıştır. Bunun üzerine, uygulanan yeni politika çerçevesinde araçlar sermaye girişlerinin hızlı olduğu dönemdeki tersi yönünde kullanılmıştır (TCMB, 2013d, s.9). TCMB önce faiz koridorunun alt bandı olan gecelik borçlanma faizinde sonra ise üst bant olan gecelik borç verme faizinde artışa giderek kısa vadeli piyasa faizinin önemli seviyede yükselmesini sağlamıştır. Tablo 8’de görüldüğü üzere TCMB, Türk lirası zorunlu karşılıklarda 2011 Ekim ayında bir miktar indirime gitmiştir.

Üçüncü olarak, 2012 Haziran ayından 22 Mayıs 2013 dönemi söz konusudur. Bu dönemde yoğunlaşan sermaye akımlarıyla TCMB, ilk dönemki gibi bir yandan kısa vadeli piyasa faizini önemli ölçüde düşürerek kısa vadeli sermaye girişlerini caydırmayı amaçlamış, diğer yandan zorunlu karşılık oranlarını artırarak kredi artış hızını ve iç talebi yavaşlatmayı hedefleyen bir stratejiyi uygulamaya koymuştur (Tablo 8).

Son olarak ise 22 Mayıs 2013’den Aralık 2014’e kadar olan dönemde politika araçlarının uygulamaları söz konusudur. 2013 yılı Mayıs ayında dönemin Amerikan Merkez Bankası Başkanı Bernanke yaptığı açıklamada üçüncü niceliksel genişlemeyi yılsonuna doğru kısımaya başlayabileceklerini belirtmiştir. FED’in para politikasının normalleşme sürecine ilişkin yarattığı söz konusu belirsizlik küresel piyasalardaki bol likidite döneminin sona ereceği algısını kuvvetlendirmiş ve dış finansman ihtiyacı yüksek Türkiye de dahil gelişmekte olan ülkelere 2014 2.çeyreğine kadar özellikle portföy akımları kaynaklı sermaye çıkışları yaşanmıştır. TCMB, ikinci dönemki gibi kısa vadeli piyasa faizini önemli ölçüde yükselterek kısa vadeli sermaye girişlerini cezbetmeyi amaçlamıştır. Yıl sonuna kadar ise küresel para politikalarındaki

ayrışmaların devam etmesi ve FED'in normalleşme sürecine dair belirsizliklerin sürmesi sonucunda sermaye akımları dalgalı bir seyir izlemiştir.

Tablo 8. TCMB Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranları (%) (Arıcan ve Okay, 2014: 39-40).

<i>Yürürlük devresi</i>	<i>Çekirdek yükümlükler</i>		<i>Çekirdek yükümlükler Olmayan</i>	
	<i>(Mevduat) Vade<1 yıl</i>	<i>Vad ≥ 1 yıl</i>	<i>Vade<1 yıl</i>	<i>Vad ≥ 1 yıl</i>
02.10.2009-30.09.2010	5%	5%	5%	5%
01.10.2010-11.11.2010	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
12.11.2010-06.01.2011	6%	6%	6%	6%
07.01.2011-03.02.2011	8- 6%	5%	8%	8%
04.02.2011-31.03.2011	12-6%	5%	9%	9%
01.04.2011-28.04.2011	15-6%	5%	13%	13%
29.04.2011-29.09.2011	16-6%	5%	13%	13%
30.09.2011-27.10.2011	16-6%	5%	11%	8-5%
28.10.2011-31.01.2013	11-6%	5%	11%	8-5%
01.02.2013-28.01.2013	11,25-6,25%	5%	11,25	8-5%
01.03.2013-	11,5-6,5%	5%	11,5	8-5%

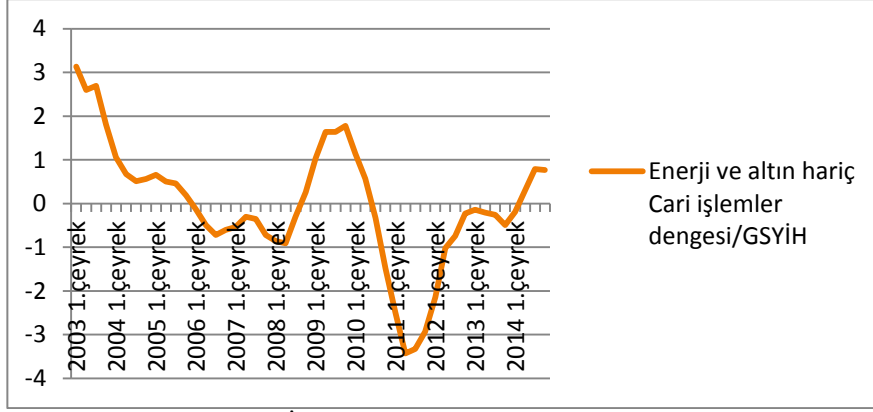
Türkiye'de bankacılık sektörü, diğer birçok ülkeye kıyasla daha sağlam bir bilanço yapısına sahip bulunmaktadır. Ne var ki, bankaların gerek yurt içinden gerekse yurt dışından sağladıkları fonların ortalama vadesi aktiflerinin vadesine kıyasla oldukça kısadır (TCMB, 2010c, s.5). TCMB, bankacılık sisteminde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

ihraç edilen Türk lirası cinsinden tahviller) vade yapısına göre farklılaştırılmıştır.

TCMB, 2010 sonundan itibaren zorunlu karşılık aracını oldukça aktif ve çeşitlendirerek kullanmıştır. Buna göre zorunlu karşılık oranlarında yeri gelince önemli değişimler yapılmış, zorunlu karşılıklar vadeye göre farklılaştırılmış, Rezerv Opsiyonu mekanizması ve kaldıraç dayalı zorunlu karşılıklar uygulamasına yer verilmiştir. Faiz koridoru ve likidite yönetiminde de oldukça aktif davranılmış ve esnek bir para politikası izlenmiştir. Bu kapsamda TCMB'nin farklı makro iktisadi hedefleri dikkate alan oldukça çeşitli politika araçları uyguladığı söylenebilmektedir.

TCMB'nin 2010 yılının sonlarından itibaren uyguladığı politikalarda makro finansal riskleri sınırlama bağlamında ön plana çıkardığı önemli bir husus, ekonomiyi daha dengeli bir büyüme patikasına oturtarak cari işlemler açığının döngüsel bileşenini sınırlamaktır. Böylelikle, sermaye akımlarındaki gözlenebilecek ani hareketler karşısında ekonominin dayanıklılığının artırılması (ani duruş riskinin azaltılması) hedeflenmiştir (TCMB, 2012b, s.20). Dolayısıyla yeni politika bileşiminin, makro finansal dengesizlikler kapsamında takip edilen ana göstergelerden (nihai amaç) olan iç ve dış talep ayrışmasını (buna bağlı olarak ortaya çıkan cari açığı) sınırlamasında etkili olup olmadığı önem taşımaktadır (Başçı ve Kara, 2011, s.25).

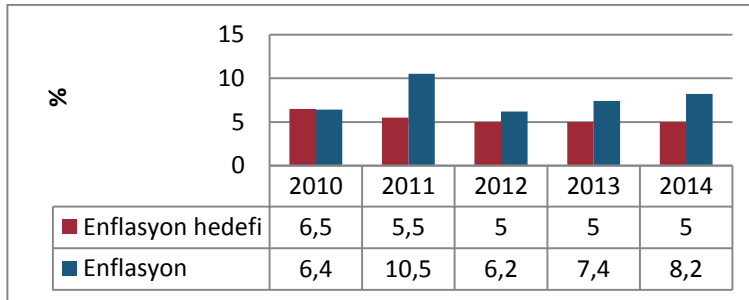
Şekil 12'de enerji ve altın hariç cari açık oranının 2003 yılından 2014 son çeyreğine kadar seyri verilmiştir. Şekilde, altın ve enerji hariç cari açığın 2011 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren düşmeye başladığı görülmektedir. Ayrıca küresel kriz öncesi dönemde cari açık daha çok uzun vadeli yabancı sermayeyle (uzun vadeli borç ve doğrudan yatırım) finanse edilmektedir. Fakat 2010 yılının sonu itibarıyla cari açığın finansmanın neredeyse tamamı kısa vadeli borç ve portföy hareketleri ile finanse edilmekteydi. Dolayısıyla cari açığın finansman kaynağı da makro finansal dengesizlikler kapsamında takip edilen ana göstergelerden (nihai amaç) biri haline gelmişti. TCMB'nin uyguladığı para politikası yardımıyla 2011 yılı başından itibaren yeniden uzun vadeli yabancı sermayenin cari açığın finansmanındaki payını artmıştır. 22 Mayıs 2013 sonrası Türkiye'ye yönelik portföy akımlarının azalmasının da yardımıyla cari açığın finansmanının önemli kısmını uzun vadeli yabancı sermaye oluşturmaya başlamıştır. Dolayısıyla gerek enerji ve altın hariç cari açık gerekse de cari açığın finansman türünde yaşanan kayda değer iyileşmeyle, TCMB'nin bu konuda uyguladığı politikaların başarılı olduğunu göstermektedir.



Şekil 12. Türkiye'de Cari İşlemler Dengesi (2003-2014 4.Çeyrek, 4 Aylık Birikimli, % GSYİH) (TCMB, 01.02.2016, www.tcmb.gov.tr).

TCMB'nin yeni para politikası bileşiminde de temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olmuştur. Fiyat istikrarını sağlamadaki başarı düzeyini ölçmek amacıyla yılsonu TÜFE oranına bakılacaktır. TCMB tarafından para politikasının kontrolü dışındaki unsurlar (gıda, enerji fiyatları gibi) nedeniyle enflasyonun zaman zaman hedeflerden belirgin ölçüde sapabileceği göz önünde bulundurularak hedefin etrafında her iki yönde 2 puanlık belirsizlik (hoşgörü) aralığı oluşturulmuştur (TCMB, 2013b, s.19). Dolayısıyla TCMB'nin yeni para politikasının enflasyonla mücadelede başarısına böyle bakılması gerekmektedir.

Şekil 13'de Türkiye'deki enflasyon oranları 2010 ve sonrası için verilmiştir. Şekilde görüldüğü üzere 2011-2014 yılları arasında enflasyon 2012 yılı haricinde hedefinden belirgin şekilde saptığından fiyat istikrarı alanında bu dönemde sapsmalar olmuştur.



Şekil 13. Türkiye'de Enflasyon (Tüfe Yıllık Değişimi, Yüzde, 2010-2014) (TCMB, 2014b, s.36).

5.SONUÇ VE DEĞERLENDİRMELER

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

Amerikan ekonomisinde izlenen niceliksel genişleme, kredi genişlemesi, vade uzatma, sözle yönlendirme gibi uygulamaların finansal piyasalardaki ciddi karışıkları giderdiği ve faizlerde önemli seviyede düşüşler sağladığı görülmüştür. Ancak ekonomi resesyondan çıksa da, resesyon sonrası (2009 sonrası) uzun zaman tam istihdamı yeniden sağlamada yetersiz kalmış ve enflasyon oranları düşük, işsizlik oranları yüksek seyretmiştir. FED tarafından oluşturulan büyük rezerv seviyesi, bankalar tarafından çeşitli nedenlerle aynı orantıda borç verme ya da varlık alımı gibi aktivitelerde kullanılmayıp FED'de aşırı rezerv olarak tutulmuş ve bu paralar gelişmekte olan ekonomilere sermaye akımı olarak gitmiştir. Bu uygulamalar neticesinde Amerikan ekonomisi geç de olsa 2013 yılı 2. yarısından itibaren potansiyele yakın büyüme ve düşük işsizlik oranlarına ulaşmıştır. Ancak para politikasında bu kadar gevsemeye rağmen enflasyon küresel krizin sürecinde düşük düzeyde seyretmiştir. Dolayısıyla alınan önlemler ABD'de deflasyonu önlese de fiyat istikrarını sağlamakta yeterli olmamış, büyüme ve tam istihdam hedeflerindeyse başarılı olmuştur.

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

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

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

TCMB tarafından uygulanan yeni politika bileşiminin finansal istikrar alanında nihai amaçlarından olan gerek altın hariç cari açık gerekse de cari açığın finansman türünde yaşanan kayda değer iyileşmeyle, TCMB'nin finansal istikrar alanında uyguladığı politikaların genelde başarılı olduğu fakat fiyat istikrarı alanında istenilen sonuca ulaşamadığı görülmüştür.

KAYNAKLAR

- ABEL, A.B., BERNANKE, B.S. ve CROUSHORE, D., 2014. *Macroeconomics*, 8. Baskı, Pearson, Essex, 672s.
- ARICAN, E. ve OKAY, G., "2014. Ekonomik İstikrarsızlık Ortamında Merkez Bankalarının Uyguladığı Para Politikaları ve Türkiye Örneği", *İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi* 1(1), ss. 1-50.
- BAŞÇI, E. ve KARA, H., 2011. "Finansal İstikrar ve Para Politikası", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 26(302), ss. 9-25.
- BDDK (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu), 2008. ABD mortgage krizi, Ankara, 107s.

- BRAVE, S. A. ve GENAY, H., 2011. Federal Reserve Policies And Financial Market Conditions During The Crisis”, 1-61, <https://www.chicagofed.org/publications/working-papers/2011/wp-04> (01.02.2016).
- ECB (European Central Bank), 2010. October Monthly Bulletin, Frankfurt, 74s.
- _____, 2008. December 18 Press Release, Frankfurt, 1s.
- _____, 2013a. Introductory statement to the November press conference (with Q&A), Frankfurt, 107s.
- _____, 2013b. Introductory statement to the March press conference (with Q&A), Frankfurt, 8s.
- _____, 2013c. Introductory statement to the July press conference (with Q&A), Frankfurt, 7s.
- _____, 2013d. Introductory statement to the May press conference (with Q&A), Frankfurt, 7s.
- _____, 2014. Introductory statement to the June press conference (with Q&A), Frankfurt, 8s.
- EURİBOR-RATES, <http://www.euribor-rates.eu/ecb-refinancing-rate.asp> (27.07.2014).
- FED (Federal Reserve System), 2008. FOMC November Statement, Washington, 1s.
- _____, 2011. FOMC August Statement, Washington, 1s.
- _____, 2012a. FOMC December Statement, Washington, 1s.
- _____, 2012b. FOMC December Projections Materials, Washington, 5s.
- _____, <http://www.federalreserve.gov/Releases/h15/update> (03.05.2016).
- FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK, <http://www.newyorkfed.org/markets/omo/dmm/fedfundsdata.cfm> (31.03.2014).
- FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS, 2013. “Four Stories of Quantitative Easing”, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 95(1), ss. 51-88.
- _____, <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/IRLTLT01ITM156N> (03.05.2016).
- FRBSF (Federal Reserve Bank of San Francisco), 2012. The Federal Reserve’s Unconventional Policies, San Francisco, 9s.
- FULCRUM, 2013. Understanding the ECB’s monetary policy, New York, 8s.
- GLOBAL-RATES, <http://www.global-rates.com/interest-rates/central-banks/central-bank-america/fed-interest-rate.aspx> (14.01.2014).
- IMF (Uluslararası Para Fonu), 2015. “World Economic Outlook Database October 2015”, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/weodata/index.aspx> (01.02.2016).

- ÖZATAY, F., 2013. Finansal Krizler ve Türkiye, 4.Baskı, Doğan Kitap, İstanbul, 239s.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 2010a. Yıllık Rapor 2009, Ankara, 150s.
- _____,2010b. Para Politikası Çıkış Stratejisi, Ankara, 11s.
- _____, 2010c. 2011 Yılı Para ve Kur Politikası, Ankara, 30s.
- _____, 2012a. 2013 Yılı Para ve Kur Politikası, Ankara, 37s.
- _____, 2012b. Küresel Kriz Sonrası Para Politikası, Ankara, 25s.
- _____,2013a. Faiz Koridoru Bir Makro İhtiyati Araç Olabilir mi?, Ankara, 16s.
- _____, 2013b. Enflasyon ve Fiyat İstikrarı, Ankara, 26s.
- _____, 2013c. Enflasyon Raporu 2013-II, Ankara, 144s.
- _____,2013d. Yıllık Rapor 2012, Ankara, 140s.
- _____, 2014a. Mart 2014 Bülten, Ankara, 5s..
- _____, 2014b. Bakanlar Kurulu Sunumu Kasım 2014, Ankara, 70s.
- _____,<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+TR/TCMB+TR/Main+Menu/Para+Politikasi/Interaktif+Grafikler/Cari+islemler+dengesi> (01.02.2016).
- WORLDBANK (Dünya Bankası), 2016. “Dünya Bankası Online Veri Tabanı”, <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators#> (11.06.2016).