

# KÜRESEL KRİZ SONRASI GELİŞMİŞ ÜLKE MERKEZ BANKALARININ NEGATİF FAİZ ORANI POLİTİKASI UYGULAMALARI: BİR DEĞERLENDİRME

## Negative Interest Rate Policy Experience of Central Banks in Advanced Country after the Global Crisis: An Evaluation

Gönderim Tarihi: 24.04.2018

Kabul Tarihi: 21.11.2018

Doi: 10.31795/baunsobed.492892

Meryem FİLİZ BAŞTÜRK\*  
Emin ERTÜRK\*\*

**ÖZ:** 2008 Finansal krizinin ardından geleneksel politika aracı olarak kullanılan kısa vadeli faiz oranları gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından sıfıra yakın düzeye indirilmiştir. Böylece kısa vadeli faiz oranının bir politika aracı olarak uygulanma imkânı ortadan kalkmıştır. Bu durum, gelişmiş ülke merkez bankaları arasında geleneksel olmayan para politikalarının uygulama alanını genişletmiştir ve bu politika setine son olarak negatif faiz politikasının da eklendiği gözlemlenmektedir. Negatif faiz politikasının amacı, merkez bankalarında tutulan aşırı rezervleri azaltarak özel sektöre kullanılacak olan kaynakları arttırmak ve böylece ekonomik canlanmaya katkı sağlamaktır. Çalışmada sıra dışı bir para politikası aracı olan negatif faiz oranı politikası incelenmiştir. Bu doğrultuda negatif faiz oranı politikasını uygulayan merkez bankalarının deneyimlerine yer verilmiştir. Politikanın uygulanma süresi dikkate alındığında sonuçlarına dair kesin bir değerlendirme yapmak mümkün değildir. Ancak geleneksel olmayan ve kısmen yaygınlaşan uygulamaların etkileri para politikasına ilişkin güncel tartışmaları kavrayabilme açısından önem taşımaktadır.

**Anahtar Kelimeler:** Negatif Faiz Oranı, Ülke Deneyimleri, Küresel Kriz, Geleneksel Olmayan Para Politikası.

**ABSTRACT:** Short-term interest rates used as conventional policy tools were lowered to near zero by developed country's central banks following the financial crisis of 2008. As a result, the possibility of using short-term interest rates as a policy tool disappeared. This situation gave central banks of developed countries more opportunity to adopt unconventional policy tools, and it can be observed that negative interest rate policy was

\* Dr. Öğr. Üyesi, Uludağ Üniversitesi/İİBF/İktisat/İktisat Politikası, meryemfiliz@uludag.edu.tr, ORCID ID: orcid.org/0000-0002-9085-2295.

\*\* Prof.Dr., Uludağ Üniversitesi/İİBF/İktisat/İktisadi Gelişme ve Uluslararası İktisat, eerturk@uludag.edu.tr, ORCID ID: orcid.org/0000-0003-2469-4417.

finally included into this policy set. The purpose of negative interest rate policy is to increase the resources that will be used by the private sector by decreasing excessive reserves kept at central banks, thereby contributing to economic recovery. This paper deals with negative interest rate policy as a tool of unconventional monetary policy that central banks of some developed countries have adopted. In this way experiences of central banks which carry on negative interest rate policy were evaluated. Although it is hard to outline a definite judgement about this policy's consequences considering the short period of time in practice it is important to appreciate unconventional and partly prevalent implementations in the sight of current monetary policy contest.

**Keywords:** Negative Interest Rate, Experiences of Countries, Global Crisis, Unconventional Monetary Policy.

## GİRİŞ

2007 yılında ABD'de başlayan finansal kriz 2008 yılının Eylül ayında Lehman Brothers'ın iflası ile küresel bir boyut kazanmıştır. Krize karşı gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından geleneksel ve geleneksel olmayan para politikası araçları kullanılarak tepki verilmiştir. Bu doğrultuda öncelikle geleneksel politika aracı olarak kullanılan kısa vadeli faiz oranları sifıra yakın bir düzeye indirilmiştir. Merkez bankalarının kriz sonrası yaşamış olduğu bu yeni deneyim<sup>1</sup> faiz oranları üzerinde "sıfır alt sınırı" olarak adlandırılmıştır. Kısa vadeli faiz oranlarını kullanarak politika yapma imkânının ortadan kalktığı söz konusu koşullar altında gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından geleneksel olmayan para politikası araçlarının kullanımına geçilmiştir. Negatif faiz oranı politikası da bazı merkez bankaları tarafından geleneksel olmayan para politikası aracı olarak niceliksel genişleme, sözle yönlendirme gibi politikaların ardından uygulamaya konulmuştur. Bu zenginleştirilmiş yöntemler, para politikasının uygulama alanını genişletmektedir. Negatif faiz oranının içinde yer aldığı yenilikçi araçlar, daralma ve daralma sonrası dönemlerde iktisadi iyileşmenin sağlanması için, merkez bankaları tarafından politika tasarımlarında giderek daha fazla yer almaktadır.

İlk olarak İsveç Merkez Bankası (Riksbank) tarafından uygulanan negatif faiz oranı politikası, daha sonra Danimarka Merkez Bankası (DN), Avrupa Merkez Bankası (ECB), İsviçre Merkez Bankası (SNB), Japon Merkez Bankası (BoJ) ve son olarak Macaristan Merkez Bankası (MNB) tarafından uygulamaya konulmuştur. Ancak politikanın uygulanma gerekçeleri, merkez bankaları arasında farklılaşma, ekonomilerin içinde bulunduğu durum gibi nedenlerle, uygulamanın heterojen olması sonucunu doğurmuştur. Bu bağlamda Avrupa Mer-

<sup>1</sup> Japonya bu duruma bir istisna oluşturmaktadır. Japonya'da 1990'lar boyunca politika faiz oranı sifıra yakın bir düzeyde seyretmiştir (Camey, 2013: 13).

kez Bankası (ECB), İsveç Merkez Bankası (Riksbank) ve Japon Merkez Bankası (BoJ) tarafından negatif faiz politikası devam eden resesyona karşı uygulanmış, Danimarka Merkez Bankası (DN) ve İsviçre Merkez Bankası (SNB) tarafından ise kendi paraları üzerindeki değerlenme baskısını azaltarak, ülkelere olan sermaye akımlarını önlemek için yürürlüğe konulmuştur (Bech ve Malkhozov, 2016; Turk, 2016; McAndrews, 2015; Jackson, 2015; Jobst ve Lin, 2016).

Çalışmanın amacı, krizden önceki dönemde teorik olarak uygulanması imkânsız görülen bu politikanın uygulanma gerekçelerini açıklamak ve geleceğine yönelik bir değerlendirmede bulunmaktır. Bu doğrultuda çalışmada ilk bölümde finansal krizin ardından merkez bankalarının çeşitlenen araçlarından bahsedilmiştir. İkinci bölümde bu araçlar setine son olarak eklenen negatif faiz oranı politikası üzerinde durulmuştur. Üçüncü bölümde bu politikanın etkileri değerlendirilmiştir. Dördüncü bölümde politikayı uygulayan merkez bankalarının deneyimlerine yer verilmiştir. Sonuç kısmında ise hem olumlu, hem de olumsuz etkileri içerisinde barındıran bu politikanın genel bir değerlendirilmesi yapılmıştır.

## FİNANSAL KRİZİN ARDINDAN MERKEZ BANKALARININ DEĞİŞEN ARAÇLARI

Finansal krizden önceki dönemde merkez bankaları arasında para politikasının temel prensipleri üzerinde görüş birliği sağlanmıştır. Literatürde bu ilişki “esnek enflasyon hedeflemesi” olarak adlandırılmaktadır (Mishkin, 2014: 23-24). “Esnek enflasyon hedeflemesi”, para politikasının birincil amacının enflasyon olduğunu ve merkez bankası tarafından politika faiz oranı oluşturulurken enflasyonun hedefe yakın stabilize edilmesi yanında, reel ekonominin de stabilize edilmesini içermektedir<sup>2</sup> (Palmqvist, 2007: 62; Svensson, 2009a: 1; Walsh, 2009a: 2). Krizden önce “esnek enflasyon hedeflemesi” hem akademisyenler, hem de politika uygulayıcılar açısından para politikası için en uygun yapı olarak kabul edilmiştir. İlk olarak Yeni Zelanda’da uygulamaya konulan enflasyon hedeflemesi rejiminin değişik formları<sup>3</sup> çeşitli merkez bankaları tarafından kullanılmıştır (Svensson, 2003: 9; Walsh, 2009a: 34; Walsh, 2009b: 196; Reichlin ve Baldwin, 2013: 10).

<sup>2</sup> Aksi biçimde katı enflasyon hedeflemesi, sadece enflasyonu stabilize etmeyi amaçlamaktadır. Karşılaştırma için bkz. (Svensson, 2009a: 1).

<sup>3</sup> Mesela esnek enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan Yeni Zelanda, İsveç, Norveç, Çek Cumhuriyeti ve İzlanda merkez bankaları tarafından gelecekte faiz oranlarının alacağı tahmini değerler yayınlanmasına rağmen, enflasyon hedeflemesi uygulayan diğer ülkelerin merkez bankaları tarafından açıklanmamaktadır (Walsh, 2009b: 217). Ayrıca ABD’de Fed tarafından yıllarca örtük (implicit) enflasyon hedeflemesi uygulanmıştır (Rose, 2007: 664).

Enflasyon hedeflemesi rejiminde, merkez bankaları tarafından para politikası aracı olarak kısa vadeli faiz oranları kullanılmaktadır. Kısa vadeli nominal faiz oranındaki değişiklikler ücret ve fiyat yapışkanlıkları vasıtasıyla kısa vadeli reel faiz oranlarını etkilemektedir. Ancak hane halkı ve firmaların tüketim ve yatırım kararları üzerinde asıl belirleyici olan faiz uzun vadeli reel faiz oranıdır. Kısa ve uzun vadeli reel faiz oranları arasındaki ilişki de bekleme teorisi aracılığıyla sağlanmaktadır. Zira bekleme teorisi göre uzun vadeli faiz oranı gelecekte gerçekleşmesi beklenen kısa vadeli faiz oranının ortalamasına eşittir. Böylece uzun vadeli reel faizler, hane halkı ve firmaların tüketim ve yatırım harcamalarını değiştirerek toplam talep ve enflasyonu etkilemektedir (Taylor, 1995: 14; Loayza ve Hebbel, 2002: 4; Svensson, 2003: 2-3; Mishkin, 2004: 617; Egert ve MacDonald, 2009: 280-281). Krizden önceki dönemde, ekonomide daralma olduğunda kısa vadeli faiz oranı düşürülmekte, enflasyon yükseldiğinde ise kısa vadeli faiz oranı yükseltilmektedir. 2008 krizinin ardından enflasyonist baskı olmaması nedeniyle faizlerin toplam talebi desteklemek amacıyla düşürüldüğü bir süreç başlamıştır.

Krizin 2008 Eylül ayında Lehman Brothers'ın iflasının ardından küresel bir nitelik kazanmasıyla birlikte gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından geleneksel para politikası aracı olarak kullanılan kısa vadeli faiz oranları sıfıra yakın bir düzeye indirilmiştir. Ancak bu politika finansal krizin ekonomiler üzerinde yarattığı tahribatı önlemede yetersiz kalmıştır. Zira Büyük Depresyondan sonra küresel ölçekte bu kadar büyük bir kriz yaşanmamıştır. Kısa vadeli faiz oranlarının ekonomileri canlandırmada yetersiz kalması, merkez bankalarına geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanma zemini hazırlamıştır (Blomquist vd., 2011: 83). Söz konusu araçlar Mishkin'i (2014: 37) takiben dörde ayrılarak sınıflandırılabilir. Bunlardan ilki bankalara ve finansal kurumlara "likidite desteğinin sağlanması"dır. İkincisi, hem kamu menkul kıymetleri, hem özel sektör varlıklarının alımlarını içeren "varlık alım programları"dır. Üçüncüsü, merkez bankalarının bilançosunu önemli ölçüde genişleten "niceliksel genişleme"dir. Dördüncüsü, merkez bankalarının faiz oranlarını uzun süre düşük düzeyde tutacaklarını taahhüt ederek bekleme teorisi yönetme politikasını ifade eden "sözle yönlendirme"dir. Geleneksel olmayan para politikaları araçları setine son olarak negatif nominal faiz oranı politikası<sup>4</sup> eklenmiştir (Vinals vd., 2016: 1). Bu politika aracının eklenmesiyle birlikte üçlü sınıflandırmayı tercih eden çalışmalar da mevcuttur. Mesela Borio ve Zabaï (2016) tarafından geleneksel olmayan para politikası araçları bilanço politikası, sözle yönlendirme ve negatif faiz oranı politikası olarak ele alınmıştır.

<sup>4</sup> Negatif nominal faiz oranı fikri 19.yy'ın sonlarına doğru Silvio Gesell tarafından ileri sürülmüştür (Ilgmann ve Menner, 2011: 2).

Gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından kullanılan tüm bu araçlar, nominal faiz oranlarının sıfıra indiği durumda bile merkez bankalarının ekonomilerini canlandırmak için seçeneksiz kalmadıklarını göstermektedir (Ball vd., 2016: 15). Bu araçların daha önce uygulanmamış olması etkinliklerine dair soru işaretlerinin oluşmasına yol açsa da merkez bankalarına krizden çıkış için bir manevra alanı da sağlamaktadır (Carney, 2013: 13).

Negatif faiz oranı politikası da geleneksel olmayan para politikası aracı olarak uygulamaya konulmuştur. Bu politika bazı merkez bankaları tarafından, politika faiz oranının negatif düzeye indirilmesi, merkez bankalarında tutulan mevduata uygulanan faiz oranlarının negatife düşürülmesi ya da her ikisinin negatif olması şeklinde yürütülmektedir (Jackson, 2015: 2).

## GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKASI ARACI OLARAK NEGATİF FAİZ ORANI

Ticari bankalar, yasal minimum rezerv gerekliliklerini karşılamak ve bankalar arası işlemlerini gerçekleştirmek için merkez bankalarında mevduat tutmaktadır. Merkez bankaları, ticari bankalar tarafından kendilerinde tutulan aşırı rezervlere<sup>5</sup> “mevduat faizi” olarak adlandırılan faiz ödemesinde bulunmaktadır. Ekonomide olağanüstü koşulların olmadığı durumda, merkez bankalarının mevduata ödediği faiz para piyasası faiz oranlarının altında olduğu için bankalar merkez bankalarında tuttıkları aşırı rezervi azaltma yolunu tercih etmektedir (Global Economic Prospects, 2015: 3-4; Arteta vd., 2016: 8-9). Çünkü bankalar için bu aşırı rezervi kredilerde değerlendirmek daha kârlı olmaktadır. Ancak 2008 finansal krizinin ardından faiz oranlarının sıfır veya sıfıra yakın bir düzeye indirildiği, kredi talebinin zayıfladığı, parayı ödünç vermenin riskli olarak algılandığı belirsizlik ortamında bankalar, daha fazla aşırı rezervi merkez bankasında tutmayı tercih etmiştir (Blitzer, 2016: 13). Geleneksel olmayan para politikası araçları setine son olarak eklenen negatif faiz oranı politikası da, merkez bankasında tutulan bu aşırı rezervleri azaltarak özel sektörün daha fazla harcama yapmasını sağlamak ve böylece toplam talebi arttırmak için uygulamaya konulmuştur. Ayrıca küçük açık ekonomiler söz konusu olduğunda negatif faiz oranı politikası, sermaye girişlerini engellemeyi ve yerel para üzerindeki değerlenme baskısını azaltmayı amaçlamaktadır (Vinals vd., 2016: 1).

İktisatta hakim olan görüşe göre, nominal faiz oranları sıfırın altına düşmemektedir. Çünkü elde nakit olarak tutulan paranın getirisi sıfırdır. Bu durum-

<sup>5</sup> Toplam rezervler, zorunlu rezervler ile aşırı rezervlerin toplamından oluşur. Zorunlu rezervler merkez bankası tarafından belirlenen, bankaların bulundurması gereken rezervlerdir. Aşırı rezervler ise, bankaların zorunlu rezervlere ilave olarak tutmayı tercih ettikleri rezervlerdir (Mishkin, 2004: 359).

da hane halkı ve firmalar, devlet tahvili gibi bazı yatırım araçlarından kazana-çağı faiz oranı negatif olduğunda bu araçlara yatırım yapmak yerine ellerinde nakit tutma şeklinde alternatif bir strateji benimseyebilmektedir (Anderson ve Liu, 2013: 12; Svensson, 2009b: 1). Onları bu stratejiden caydıracak şey yatırımlardan elde etmeyi umdukları faiz oranı olmaktadır. Zira nakit her ne kadar mal ve hizmetleri her an satın alabilme kolaylığı sağlasa da, yatırımcıya herhangi bir getiri sağlamamaktadır (Söderström ve Westermarck, 2009: 5-6). Ayrıca elde nakit tutma, güvenlik ve saklama gibi belirli maliyetleri de içerisinde barındırmaktadır. Bu maliyetler negatif faiz oranı politikasına uygulamada rıza gösterme olanağı sağlamaktadır (Coeuré, 2016).

Faiz oranlarına ilişkin konuları, nominal - reel faiz oranı ayrımı bağlamında değerlendirmek gerekir (McAndrews, 2015: 2). Burada ise karşımıza Fisher Eşitliği çıkar. Fisher eşitliğine göre nominal faiz oranı ( $i_N$ ); reel faiz oranı ( $i_R$ ) ile beklenen enflasyon ( $\pi^e$ ) oranının toplamına eşittir (Mishkin, 2004: 79-80). Örneğin nominal faiz oranının yüzde 4, beklenen enflasyon oranının yüzde 2 olduğu bir durumda, reel faiz oranı yüzde 2'ye eşittir. Ekonomide daralma gözlemlendiği zaman merkez bankası tarafından politika faiz oranının düşürülmesi beklenir. Eğer nominal faiz yüzde 2'ye düşürülürse reel faiz sıfıra geriler. Ancak bu düşüş ekonomiyi canlandırmak için yeterli olmayabilir. Verilen bu örneğe göre reel faizler eksi yüzde 2'nin altına düşürülemez. Keza politika faiz oranı sıfır, beklenen enflasyon yüzde 2 olduğunda, reel faizler eksi yüzde 2 olur. Bu reel faiz oranının da ekonomiyi canlandırmaya yeterli olmaması, para politikasının "nominal faiz oranları üzerinde sıfır alt sınırı durumu" ile karşılaşması olarak adlandırılmaktadır. Nitekim son yaşanan kriz bu durumu gözler önüne sermiştir (Amano ve Shukayev, 2010: 4). Kriz sonucu ekonomi resesyona girdiğinde, ekonomiyi canlandırmak amacıyla merkez bankaları tarafından nominal faiz oranları düşürülebilir. Ancak enflasyon bekleyişlerinde düşüş varsa, reel faiz oranları değişmeden kalabilir veya orijinal değerinin üzerine çıkabilir. Tüketim ve yatırım kararlarını etkileyen faiz oranı da işte bu reel faiz oranıdır. Beklenen enflasyonun düşük olduğu bir durumda reel faiz oranlarını düşürmenin iki yolu vardır. Bunlardan ilki enflasyon bekleyişlerini yükseltmek, ikincisi ise nominal faiz oranlarını negatif düzeye getirmektir. İlk alternatifi kısa dönemde gerçekleştirmek zor olduğu için, bazı merkez bankaları tarafından ikinci alternatif, politika tercihi olarak uygulanmıştır (Kashama, 2014: 104; McAndrews, 2015: 2-3).

Negatif faiz oranlarının aktarımı çeşitli kanallar vasıtasıyla olmaktadır. Bu kanalları faiz oranı kanalı, kredi kanalı, döviz kuru kanalı ve portföy kanalı şeklinde sınıflandırmak mümkündür. Faiz oranı kanalı teorik olarak ele alındığında, faiz oranlarının negatif olduğu bir durumdaki faiz indirimi ile faiz

oranlarının pozitif olduğu bir durumdaki faiz indiriminin aktarımı aynı şekilde çalışmaktadır. Düşük faiz oranlarının doğrudan para piyasası faiz oranlarını, dolaylı olarak da uzun dönem reel faiz oranlarını düşürerek tüketim ve yatırımı artırması beklenmektedir (Temple ve Alcala, 2016: 2; Arteta vd., 2016: 14). Şu ana kadar yaşanan deneyimler de çok yüksek düşüşler içermeyen negatif faiz oranlarının para piyasası oranlarına geçişinin pozitif faiz oranlarındaki gibi olduğunu göstermiştir. Ancak kredi kanalı için aynı değerlendirmeyi yapmak mümkün olmamaktadır. Çünkü negatif faizlerin kredi kanalında aktarımı bazı sorunlar içermektedir (Borio ve Zaba, 2016: 20). Kredi kanalında amaç, bankaların ödünç verme davranışını arttırmaktır. Bu doğrultuda merkez bankaları tarafından bankaların buldukları aşırı rezervlere negatif faiz oranı uygulanmaktadır. Hannoun, (2015: 2) tarafından bu politikanın, bankalara ödünç vermelerini arttırmak için dayatılan bir vergi gibi düşünülebileceği belirtilmektedir. Her ne kadar burada amaç bankacılık sistemi aracılığıyla ekonomiyi desteklemek olsa da, bu politikanın kendi içerisinde bazı kısıtlar barındırdığını belirtmek gerekmektedir. İlk olarak politika faiz oranı kredi faiz oranlarına yansımazsa, kredilere olan talep artmamaktadır. İkinci olarak, politika faiz oranı kredi faiz oranlarına yansır ancak mevduat faiz oranlarına yansımazsa bankaların kârı azalmaktadır. Bankalar büyük oranlı mevduat kaybından çekindiklerinden negatif faiz oranlarını bireysel mevduatlara yansıtma istemeyebilirler (Borio ve Zaba, 2016: 20). Nitekim İsviçre, Danimarka ve İsveç için yapılan çalışmalarda, negatif faizlerin bireysel mevduat hesaplarına yansıtılmadığı belirtilmiştir (McAndrews, 2015: 8). Mesela Shin (2016: 10-11) tarafından yapılan çalışmada merkez bankaları tarafından negatif faiz oranı politikası uygulandığında bireysel mevduat faiz oranlarının sıfırın altına düşmesinin çok nadir rastlanan bir durum olduğu ifade edilmiştir. Uygulamada da İsviçre, Danimarka, Japonya, İsveç ve Euro bölgesinde bireysel mevduatlara uygulanan faiz oranlarının pozitif bir seyir izlediği vurgulanmıştır. Ball vd., (2016: 20) tarafından yapılan çalışmada da bankaların negatif faiz oranlarını bireysel mevduat hesaplarına geçirdiklerine dair çok az bulgu olduğu belirtilmiştir. Üçüncü olarak politika faiz oranı hem kredi, hem mevduat faiz oranlarına yansır, bankaların kaynak bulması güçleşmektedir. Söz konusu alternatifler, kredi kanalında negatif faiz oranı uygulamasının, pozitif faiz uygulamasından farklılaştığını göstermektedir (Borio ve Zaba, 2016: 20). Özellikle küçük açık ekonomiler söz konusu olduğunda büyük önem taşıyan döviz kuru kanalında ise, negatif faiz oranı politikası ile yerli paranın değer kaybetmesi, bu yolla net ihracatın canlanması ve böylece büyümeyi desteklemesi amaçlanmaktadır. Portföy kanalında, yatırımcıların düşük getirili hükümet tahvillerinden riskli varlıklara yatırımlarını arttırmaları beklenmektedir (Hannoun, 2015: 2-5). Negatif faiz oranı politikası bu kanallar dışında üretici

ile tüketici güvenini, beklentilerini ve yatırım kararlarını etkileyerek de çalışmaktadır (Angrick ve Nemoto, 2017: 25).

Negatif faiz oranı politikasını uygulayan ekonomilerde aktarım kanallarının çalışıp çalışmadığına dair yapılan çalışmaların ulaştığı sonuçlar, politikanın etkinliği değerlendirmek için büyük önem taşır. Bu doğrultuda yapılan temel çalışmalara ve ulaştıkları sonuçlara değinilmiştir. Bech ve Malkhozov, (2016: 37) tarafından yapılan çalışmada dört merkez bankası (ECB, SNB, DN ve Riksbank) tarafından yaşanan deneyimler incelenmiştir. Çalışmada çok fazla düşüş içermeyen negatif faiz oranlarının aktarımının pozitif faiz oranları ile önemli ölçüde benzerlik gösterdiği ve para piyasası oranlarına geçişte herhangi bir değişiklik gözlenmediği vurgulanmıştır. Ayrıca nakit talebinde de önemi oranda bir artış gözlenmediği belirtilmiştir. Ball vd., (2016) tarafından yapılan çalışmada Bech ve Malkhozov (2016)'dan farklı olarak Japon Merkez Bankası (BoJ) da analize dahil edilmiş ve beş merkez bankasının (ECB, SNB, DN, Riksbank, BoJ) yaşadığı deneyimler ele alınmıştır. Bu çalışmada negatif faiz oranlarının para piyasası faiz oranlarına aktarımının Bech ve Malkhozov (2016)'da da belirtildiği üzere geleneksel kanalda olduğu gibi çalıştığı ifade edilmiştir. Ancak her iki çalışmada da bu durumun istisnasını bireysel banka mevduatları oluşturmaktadır. Zira bankalar bireysel mevduatlara negatif faiz uyguladıklarında, büyük oranlı mevduat çekişleri ile karşı karşıya kalmaktan kaygı duymaktadır. Ball vd., (2016) tarafından yapılan çalışmada ayrıca Danimarka, Euro Bölgesi, İsveç ve İsviçre'de toplam banka kredilerinin arttığı belirtilmiştir. Politikanın merkez bankaları tarafından uygulamaya konulmasının ardından, banka kârlarında da çok fazla bir azalma gözlenmediği, nakit talebinde de kayda değer bir artış olmadığı ve durağan bir seyir izlediği vurgusu yapılmasına rağmen, politikanın makroekonomik sonuçları ile ilgili ayrıntılı ve kesin bir değerlendirme yapmak için henüz erken olduğu da belirtilmiştir. Temple ve Alcaly (2016: 4-6) tarafından yapılan çalışmada negatif faiz oranı politikasının beklenildiği gibi çalıştığı ve olumsuz sonuçlarının henüz ortaya çıkmadığı ifade edilmiştir. Negatif faiz oranı politikasını uygulayan çoğu ekonomide kredi faizlerinin düştüğü, mevduat faizlerinin de kısmen düşmesine rağmen pozitif seyrettiği belirtilmiştir. Turk (2016) tarafından yapılan çalışmada kredi faiz oranlarının hem Danimarka, hem İsveç'te azalma gösterdiği, ancak İsveç'te daha fazla düşüş kaydettiği saptanmıştır. Politikanın bankaların kârlılığı üzerinde azaltıcı etki doğurmadığı ifade edilmesine rağmen yakından takip edilmeye devam edildiği de vurgulanmıştır. Arteta vd., (2016: 26) tarafından yapılan çalışmada negatif faiz oranı politikasını uygulayan ekonomilerde Macaristan hariç para piyasası faiz oranlarının düştüğü belirtilmiştir. Kredi büyümesinin çoğu durumda yavaş bir şekilde olmasına rağmen arttığı ifade edilmiştir. Fisher (2016: 40) tarafından yapılan çalışmada negatif faiz politika-



sının muhtemel sonuçlarının Euro Bölgesi, Danimarka, İsveç ve İsviçre’de kısa dönem para piyasası oranlarını azalttığı, devlet tahvil getirilerini ve banka kredi faizi oranlarını düşürdüğü belirtilmiştir. Ayrıca Euro Bölgesinde işletmelerin ve hane halkının kredi talebini arttırdığı ifade edilmiştir. Nakit talebinde önemli bir artış gözlenmediği vurgulanmıştır. Negatif faiz oranı politikasından bu olumlu sonuçların elde edilmesi, merkez bankalarındaki mevduatların belirli bir kısmına negatif faiz oranlarının uygulanmasına dayandırılmıştır. Madaschi ve Irene (2017) tarafından yapılan çalışmada İsveç Merkez Bankası (Riksbank) ve Danimarka Merkez Bankası (DN) tarafından uygulanan negatif faiz oranı politikası deneyimlerinin bankaların kârlılığı üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Bu iki merkez bankasının negatif faiz oranı politikası deneyimleri diğer merkez bankaları ile karşılaştırıldıklarında daha düşük oran uygulamaları dolayısıyla da önem taşımaktadır<sup>6</sup>. Çalışmada bankaların kârlılığının negatif faiz oranı politikasına rağmen devam ettiği belirtilmiştir.

## NEGATİF FAİZ ORANI POLİTİKASININ ETKİLERİ

Mankiw (2009) tarafından New York Times’ta kaleme alınan bir makalede, faiz oranlarının çok düşük hatta negatif olduğu bir durumda, ekonomide canlanma sağlanabileceği belirtilmektedir. Negatif faiz oranlarının arkasında yatan mantık çok basit bir şekilde izah edilmektedir. Varsayımsal olarak politika faiz oranının eksi 3’e indirilmesi, ödünç alınan 100 TL’nin, 97 TL olarak geri ödeneceği anlamına gelmektedir. Burada borç verilen paradan faiz geliri elde etme yerine, vergi alma gibi bir durum söz konusu olmaktadır. (Ilgmann ve Menner, 2011: 2-4 ; Coeuré, 2014: 1). Bu politika hem olumlu, hem olumsuz bazı etkileri içerisinde barındırmaktadır.

**Tablo 1:** Negatif Faiz Oranı Politikası

<b>1. Olumlu Etkiler</b>
- Kredi koşullarında gevşeme
- Yerli paranın değer kaybetmesine yol açarak ihracatın artması
<b>2. Olumsuz Etkiler</b>
- Banka kârlarında azalma
- Banka dışı finansal kurumların kaynak bulma sorunu
- Yatırımcıların aşırı risk alması
- Mali disiplinde bozulma

**Not:** Tablo yazarlar tarafından oluşturulmuştur.

Tablo 2’de de gösterildiği üzere, olumlu etkiler kredi koşullarında gevşeme ve yerli paranın değer kaybına yol açarak ihracatın artması şeklinde ikiye

<sup>6</sup> Merkez bankalarının negatif faiz oranı politikası deneyimlerinin incelediği bölümde uyguladıkları oranlar ayrıntılı olarak yer almaktadır.

ayrılarak ele alınabilir. Negatif mevduat oranları “sıcak patates etkisi”<sup>7</sup> (hot potato effect) aracılığıyla büyüme üzerinde olumlu etki yaratabilir. Zira bankalar ellerindeki aşırı likiditeyi merkez bankasında negatif faiz oranı ile tutmak yerine, alternatif yatırım stratejisi arayışına gireceklerdir (Danske Bank, 2014: 2-3). Negatif faiz oranı politikası sonucu yurtiçi faiz oranlarının düşmesi beklenmektedir. Böylece yabancı aktifler, yurtiçi aktiflere göre daha cazip hale gelmektedir. Yabancı aktiflerin daha çok talep edilmesiyle birlikte o ülke parası değer kaybetmektedir. Ülke parasının değer kaybetmesi görece fiyat etkisi yoluyla yurtiçinde üretilen malların yabancı mallara göre ucuz olmasını sağlamaktadır. Bu durumda ihracat artar, ithalat düşer ve ikisinin farkından oluşan net ihracat da artmaktadır (Mishkin, 2004: 618). İşte yerli paranın değer kaybetmesi suretiyle ihracatın artması ve bu yolla büyümenin desteklenmesi bu politikadan beklenen diğer olumlu etkiyi oluşturmaktadır.

Politikanın olumsuz etkilerine gelince, bunlar banka kârlarında azalma, banka dışı finansal kurumların kaynak bulma sorunu, yatırımcıların aşırı risk alması ve mali disiplinde azalma olarak karşımıza çıkmaktadır. İlk olarak, bu politika bankaların kârlılığı üzerinde olumsuz sonuçlara yol açma riskini taşımaktadır (Danske Bank, 2014: 2-3). Bu durum bankaların varlıklarının ne kadarını merkez bankasında rezerv olarak tutuklarına bağlıdır. Rezerv olarak tutulan miktar arttıkça, bankaların kârları azalmaktadır. Uygulamada varlıkların merkez bankasında rezerv olarak tutulan miktarı ülkeden ülkeye farklılıklar göstermektedir. 2016’da bu oran Japonya için yüzde 16, İsviçre için yüzde 14 iken, Danimarka da ise yüzde 3 düzeyinin altındadır. Her ne kadar bu oran Danimarka’da diğer iki ülkeye göre düşük olsa da, her üç ülkede negatif faiz oranı politikasının bankaların kârlılığı üzerindeki doğrudan etkisini azaltmak için “kat (aşama) sistemi”<sup>8</sup> (tiered system) uygulanmaktadır (IMF, 2017: 10-11). Böylece rezervlerin önemli bir kısmı kat (aşama) sistemi ile negatif faiz oranı politikasının dışında tutulmaktadır. Kat (aşama) sisteminde amaç negatif faiz politikasının bankaların faiz gelirleri üzerindeki olumsuz etkisini azaltmaktır. Böyle bir uygulama ECB ve Riksbank tarafından kullanılmamaktadır (Ball vd., 2016: 16). İkinci olarak, negatif faiz oranı politikasının özellikle emeklilik ve hayat sigortası şirketlerini de etkilemesi beklenmektedir. Çünkü bu kurumlar sabit nominal oran önerdiklerinden, düşük veya negatif getirili menkul kıymetler yatırımların getirisini düşürdüğünden, uzun dönem yükümlülüklerini yerine getirmede sorunla kar-

<sup>7</sup> Sıcak patates etkisi (hot potato effect): Bankaların ellerindeki aşırı rezervleri merkez bankasında tutarak mecazi anlamda yanmak yerine, farklı şekillerde değerlendirme arayışına gideceklerini izah etmeye çalışır (Danske Bank, 2014: 2-3).

<sup>8</sup> Kat (aşama) sistemi, negatif faiz oranı politikasının bankaların faiz gelirlerini azaltmamak için DN, SNB ve BOJ tarafından uygulamaya konulmuştur. DN tarafından ve SNB tarafından iki aşamalı, BoJ tarafından üç aşamalı sistem benimsenmiştir (Agarwal ve Kimball, 2016).

şlaşabilmektedir (Global Economic Prospects, 2015: 7). Bu durumda yatırımcıların uzun dönem yükümlülükleri yerine getirmek için, risk alma potansiyellerini arttırabilmektedir. Risk alma potansiyelindeki artış, riskli borçlanmayı da beraberinde getirmektedir. Böylece banka dışı finansal kurumların borç yükü yükselmiş olmaktadır. Sonuçta yatırımcıların aşırı risk alması olarak nitelendirilen durum ortaya çıkmaktadır (Palombi, 2016: 7; McAndrews, 2015: 8-9). Son olarak, negatif faiz oranları, hükümetlerin daha fazla borçlanmasına yol açarak mali disipline zarar verebilir. Bu iki kanal aracılığıyla gerçekleşebilir. İlk olarak negatif faiz oranları borç servis oranını düşürerek, borçların sürdürülebilirliği ile ilgili yanlış bir algının oluşmasına yol açabilir. İkinci olarak, kamu borç faizlerine baskı yaparak piyasa disiplini bozabilir (Hannoun, 2015: 6).

Nominal negatif faiz politikasını uygulayan merkez bankaları, faiz oranlarını daha da düşürme konusunda tereddüt etmektedir. Bunda politikanın ilk kez uygulanmasının yanında, işlevsel olup olmayacağı ve ekonomi üzerindeki etkilerinin tam olarak bilinmemesi rol oynamaktadır (Blanke ve Krogstrup, 2016).

## MERKEZ BANKALARININ NEGATİF FAİZ ORANI POLİTİKASI DENEYİMLERİ

Negatif faiz politikası Avrupa'da, Avrupa Merkez Bankası (ECB), Danimarka Merkez Bankası (DN), İsveç Merkez Bankası (Riksbank), İsviçre Merkez Bankası (SNB), Macaristan Merkez Bankası (Magyar Nemzeti Bank) ile Avrupa dışında Japon Merkez Bankası (BoJ) tarafından uygulamaya konulmuştur. Ancak merkez bankaları tarafından yürürlüğe konulan bu politikanın uygulanma gerekçeleri farklıdır (Bech ve Malkhozov, 2016: 32; Turk, 2016: 5). Bu gerekçeler temelde iki gruba ayrılarak incelenebilir. İlk olarak, negatif faiz politikası ECB, Riksbank ve BoJ tarafından devam eden resesyona karşı büyümeyi desteklemek ve düşen enflasyonu merkez bankasının hedef enflasyon oranına yükseltmek için uygulamaya konulmuştur. İkinci olarak, DN ve SNB tarafından ise, sermaye girişlerini engellemek ve kendi paraları üzerindeki değerlenme baskısını azaltmak için kullanılmıştır (McAndrews, 2015: 1; Jackson, 2015: 2-3; Jobst ve Lin, 2016: 5). En son Macaristan Merkez Bankası (MNB) tarafından uygulamaya konulan negatif faiz oranları ise temel gerekçelerden birini oluşturan düşen enflasyon yanında, ayrıca döviz kuru baskısı nedeniyle uygulamaya konulmuştur (Angrick ve Nemoto, 2017: 20).

Negatif faiz oranı politikasını uygulayan merkez bankalarından ECB ve BoJ büyük ekonomilerde faaliyet gösterirken, diğer merkez bankaları için bu değerlendirmeyi yapmak mümkün değildir. Bunlar kısmen ECB'nin uyguladığı politikalardan etkilenmiş ve bu politikaların kendi ekonomileri üzerindeki etkilerini azaltmayı amaçlamıştır (Temple ve Alcala, 2016: 2). Aşağıda yer alan

tabloda bugüne kadar negatif faiz oranı politikasını uygulayan merkez bankaları ve uygulama zamanları yer almaktadır. Tablo merkez bankalarının negatif faiz oranı politikasını uygulama zamanları dikkate alınarak oluşturulmuştur. Ardından her bir merkez bankasının negatif faiz oranı politikası deneyimi tabloda oluşturulan sıralama takip edilerek incelenmiştir. Ancak politikanın merkez bankaları tarafından uygulamaya konulmasının ardından geçen sürenin kısa olması ekonometrik bir analiz yapmayı zorlaştırmaktadır. Ayrıca diğer politikalarla birlikte uygulanması, politikanın etkilerine dair kesin bir yargıya ulaşılmasını da imkânsız kılmaktadır. Bu nedenle merkez bankalarının deneyimleri incelenirken başlangıçta belirledikleri hedeflere ulaşıp ulaşmadıklarına dair genel bir değerlendirme yapılmaya çalışılmıştır (IMF, 2017: 5- 14).

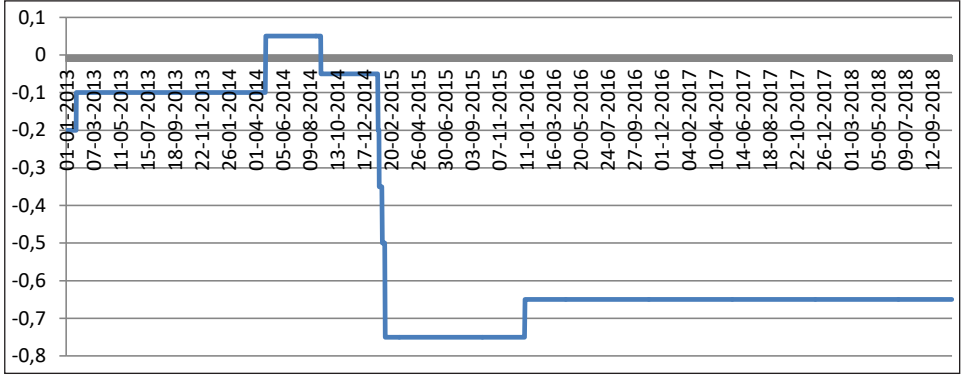
**Tablo 2:** Negatif Faiz Uygulayan Merkez Bankaları

Merkez Bankaları	Politikayı Uygulama Dönemi	Mevduat Oranı	Politika Faiz Oranı (Ekim 2018)
Danimarka Merkez Bankası (DN)	Temmuz 2012 –Nisan 2014	-0.20	
	Eylül 2014	-0.05	
	Ocak 2015	-0.20	
	Ocak 2015	-0.35	0,05
	Ocak 2015	-0.50	
	Şubat 2015	-0.75	
	Ocak 2016	-0.65	
	Ekim 2018 (devam ediyor)	-0.65	
Avrupa Merkez Bankası (ECB)	Haziran 2014	-0.10	
	Eylül 2014	-0.20	
	Aralık 2015	-0.30	0
	Mart 2016	-0.40	
	Ekim 2018 (devam ediyor)	-0.40	
İsviçre Merkez Bankası (SNB)	Aralık 2014	-0.25	
	Ocak 2015	-0.75	-1,25 -0,25
	Ekim 2018 (devam ediyor)	-0.75	
İsveç Merkez Bankası (Riksbank)	Temmuz 2009-Eylül 2010	-0.25	
	Temmuz 2014	-0.50	
	Ekim 2014	-0.75	
	Şubat 2015	-0.85	-0.50
	Mart 2015	-1.00	
	Temmuz 2015	-1.10	
	Şubat 2016	-1.25	
	Ekim 2018 (devam ediyor)	-1.25	
Japon Merkez Bankası (BoJ)	Şubat 2016	-0.10	-0.10
	Ekim 2018 (devam ediyor)	-0.10	
Macaristan Merkez Bankası (MNB)	Mart 2016	-0.05	0.90
	Eylül 2017	-0.15	
	Ekim 2018 (devam ediyor)	-0.15	

**Kaynak:** IMF, 2017; Arteta vd., 2016; Vinals vd., 2016; Jobst ve Lin, 2016; Jackson, 2015; Temple ve Alcala, 2016; Riksbank; Magyar Nemzeti Bank(mnb.hu/en, 30.10.2018).

2008 Eylül ayında Lehman Brothers'ın iflasının ardından Danimarka Merkez Bankası (DN) tarafından politika faiz oranı yükseltilmiştir. Bu durum Danimarka'ya olan sermaye girişlerinin artmasına yol açmıştır. Çünkü 2011'in ortalarından 2012'nin ortalarına kadar yatırımcıların gözünde Danimarka kronu güvenli liman olarak görülmüştür. Bu sürece Danimarka Merkez Bankası (DN) politika faiz oranını düşürerek ve yabancı döviz piyasasına müdahale ederek cevap vermiştir. Danimarka kronu üzerinde devam eden değerlenme baskısını azaltmak için Temmuz 2012 – Nisan 2014 arasında bankaların merkez bankalarında tuttıkları mevduata negatif faiz uygulanmıştır (Hüttel, 2014). Bu politika, ECB'nin negatif faiz oranı politikasını uygulamaya koymasının ardından, Eylül 2014'te Danimarka Merkez Bankası (DN) tarafından ülkeye sermaye girişlerini engellemek ve Danimarka kronu üzerindeki değerlenme baskılarını azaltmak için tekrar uygulamaya konulmuştur (Global Economic Prospects, 2015: 3). Zira Danimarka Merkez Bankasının (DN) amacı kron-euro döviz kurunu sabit tutmaktır. Ayrıca, İsviçre Merkez Bankası (SNB) tarafından döviz kuru politikasının değiştirilmesinin ve ECB tarafından varlık alım programlarının genişletilmesinin duyurulmasının ardından merkez bankasında tutulan mevduata uygulanan faiz oranları önemli ölçüde düşürülmüştür (Madaschi ve Irene, 2017: 6-7; IMF, 2017: 28; Turk, 2016: 5; Jobst ve Lin, 2016: 41). Bu doğrultuda 2015 Ocak ve Şubat aylarında merkez bankasında tutulan mevduata uygulanan faiz dört kez indirilmiştir. Mevduata uygulanan negatif faiz Eylül 2014'te eksi yüzde 0.05 iken Şubat 2015'te eksi yüzde 0.75 olmuştur (Jensen ve Spange, 2015: 2; Bech ve Malkhozov, 2016: 34). Ardından bu oran 2015'in ikinci çeyreğinden itibaren Danimarka kronu üzerindeki değerlenme baskısının azalmasıyla, Ocak 2016'da eksi yüzde 0.65 olarak değiştirilmiştir. Ekim 2018 itibarıyla oran hala eksi yüzde 0.65 olarak devam etmektedir. Grafik 1'de süreç gösterilmektedir. Politikanın uygulamaya konulmasının ardından etkin çalıştığı, Danimarka kronu üzerindeki değerlenme baskısının azaldığı ve döviz kurunda istikrar sağlandığı ifade edilmektedir. Ancak bunun sağlanmasında negatif faiz oranı politikası yanında, yapılan döviz müdahalelerin etkisinin de göz ardı edilmemesi gerektiği vurgulanmaktadır (Madaschi ve Irene, 2017: 7-18; IMF, 2017: 16-18).

### Grafik 1: Danimarka Mevduat Sertifikaları (Certificates of deposit rate) Faiz Oranı



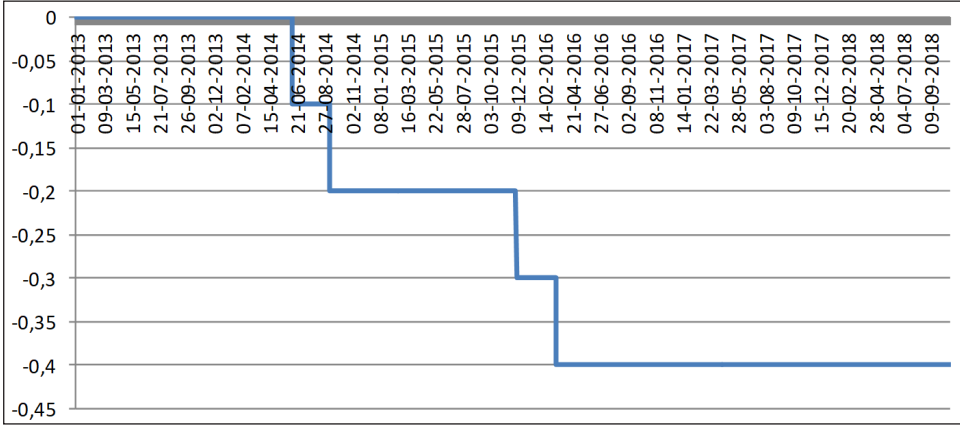
**Kaynak:** Danimarka Merkez Bankası (DN) (nationalbanken.dk/en, 30.10.2018)

Mevduat faizi ECB tarafından para politikasının bir parçası olarak belirlenen üç faiz oranından birisidir (ECB, 2016). Bu oran ECB tarafından Haziran 2014'te sıfırdan eksi yüzde 0.10'a, Eylül 2014'te eksi yüzde 0.20'ye, Aralık 2015'te eksi yüzde 0.30'a ve son olarak Mart 2016'da eksi yüzde 0.40'a düşürülmüştür. Ekim 2018 itibariyle hala bu oran sürdürülmektedir. Aşağıda yer alan 2 numaralı grafik, Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) mevduat faiz oranlarının söz konusu dönemdeki seyrini göstermektedir. ECB tarafından negatif faiz oranı politikasının uygulanma gerekçelerinden biri, düşen enflasyonu merkez bankasının hedef enflasyon oranına yükseltmektir. Zira Avrupa Merkez Bankası'nın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Bu doğrultuda hedef enflasyon yüzde 2'den aşağı ve bu düzeye yakın olarak belirlenmiştir (ECB, 2018). Nitekim politika Haziran 2014'te uygulanmaya başladığında enflasyon oranı yüzde 0,5 düzeyinde iken, Eylül 2018 itibariyle enflasyon oranı yüzde 2,1 düzeyine yükselmiştir (ECB, 2018). Ancak enflasyondaki artışı sadece bu politikaya bağlamak yanıltıcı olabilir. Çünkü Köhler-Ulbrich vd., (2016: 20-21) tarafından yapılan çalışmada da belirtildiği üzere, ECB tarafından mevduata negatif faiz uygulaması ile birlikte 2014'ten itibaren diğer geleneksel olmayan para politikası araçları<sup>9</sup> da kullanılmaktadır. Tüm uygulanan politikaların kredilere olan talebi arttırdığı ifade edilmiştir. Bu durum aynı zamanda büyümeyi desteklemek için uygulamaya konulan bu politikanın diğer geleneksel olmayan para politikası araçları ile birlikte büyümeye katkı verdiğini göstermektedir. Nitekim Euro bölgesinde yıllık büyüme oranı 2013'te eksi yüzde 0,24 iken; 2014'te yüzde 1,34 ve 2015'te yüzde 2,08 yükselmiştir. 2016'dan sonra da büyümenin

<sup>9</sup> Haziran 2014'te hedeflenen uzun süreli yeniden finansman sağlama operasyonları (TLTROs), Mart 2016'da TLTROs-II, Ekim 2014'te varlığa dayalı menkul kıymetler programı ve üçüncü ipotekli tahvil alım programı ilan edilmiştir. Ocak 2015'te varlığa dayalı menkul kıymet programı genişletilmiştir (Köhler-Ulbrich vd.2016: 20-21).

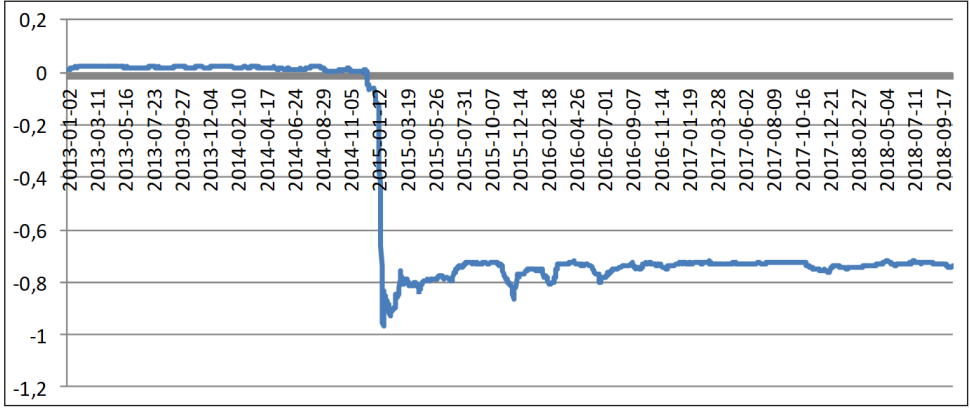
devam ettiği görülmektedir. Bu tarihte yüzde 1,80 olan büyüme oranı, 2017'de yüzde 2,36 olarak gerçekleşmiştir (World Bank, 2018). 2018 ikinci çeyreği itibarıyla de yüzde 0,4 artış sürmektedir (Eurostat, 2018).

**Grafik 2: ECB Mevduat Faizi (Deposit Facility Rate)**



**Kaynak:** ECB ([ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/key\\_ecb\\_interest\\_rates/html/index.en.html](http://ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html), 30.10.2018)

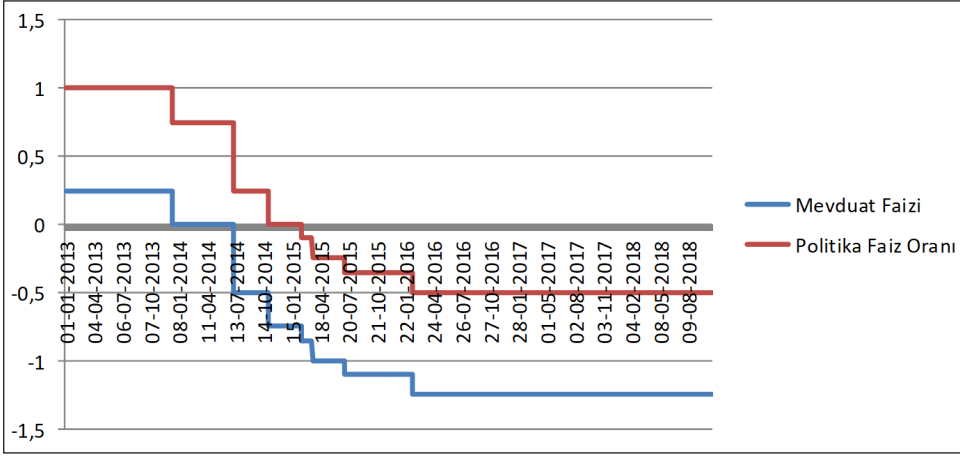
İsviçre Merkez Bankası (SNB) tarafından Aralık 2014'te negatif faiz oranı politikası uygulamaya konulmuştur. Bu doğrultuda SNB tarafından 3M-libor'un hedef değerleri eksi yüzde 0,25 ve 0,75 aralığı olarak belirlenmiş, söz konusu aralık Ocak 2015'te daha da düşürülerek eksi yüzde 0,25 ve eksi yüzde 1,25 olarak değiştirilmiştir. Ekim 2018 itibarıyla de hedef aralığı hala değiştirilmemiştir. Merkez bankasındaki vadesiz mevduatlara uygulanan faiz oranı da eksi yüzde 0,25 olarak belirlenmiş, Ocak 2015'te bu oran eksi yüzde 0,75'e düşürülmüştür (SNB, 2014; SNB: 2015; SNB: 2016). 3 numaralı grafik İsviçre Merkez Bankası için söz konusu süreci göstermektedir. İsviçre frangı üzerindeki değerlendirme baskısını azaltmak için uygulanan bu politikanın başarılı olduğu ifade edilmiştir (Ziegler-Hasiba ve Turnes, 2018).

**Grafik 3:** İsviçre Merkez Bankası (3M-Libor)

**Kaynak:** İsviçre Merkez Bankası (SNB) ([www.snb.ch/en/](http://www.snb.ch/en/) 30.10.2018)

İsviçre Merkez Bankası (Riksbank) tarafından uygulanan para politikasının amacı, fiyat istikrarını sağlamak ve enflasyonu yüzde 2 hedef değerine yakın tutmaktır (Riksbank, 2018). Bu doğrultuda Riksbank tarafından uygulanan negatif faiz politikası, miktarsal genişleme ve sözle yönlendirme politikaları ile birlikte enflasyon beklentilerindeki düşüşü tersine çevirmek amacıyla uygulanmıştır (Turk, 2016: 6). Banka tarafından hem politika faiz oranı olan repo faizi, hem de gecelik mevduat faizi negatif düzeye çekilmiştir. Repo faiz oranı Şubat 2015'te eksi yüzde 0.10 düzeyine indirilmiştir. İndirimlere ilerleyen dönemde devam edilmiş, politika faiz oranı Mart 2015'te eksi yüzde 0.25'e, Temmuz 2015'te eksi yüzde 0.35'e, Şubat 2016'da eksi yüzde 0.50'e düşürülmüştür. Ekim 2018 itibariyle hala bu düzey sürdürülmektedir. Gecelik mevduat faizi de Temmuz 2014'te eksi yüzde 0.50'ye indirilmiş ilave indirimlerle Şubat 2016'da eksi yüzde 1.25 olmuştur. Bu düzey de Ekim 2018 itibariyle aynı seviyesini korumaktadır (Riksbank, 2018). Riksbank tarafından uygulanan mevduat faizi ve politika faiz oranının izlediği seyir aşağıdaki grafikte görülmektedir. Politika faizi merkez bankası tarafından uygulamaya konulan diğer araçlarla birlikte etkin çalıştığı ve enflasyon oranının yükseldiği ifade edilmiştir (Madaschi ve Irene, 2017: 18). Nitekim merkez bankasında tutulan aşırı rezervlere uygulanan gecelik mevduat faizinin negatif düzeye indirildiği Temmuz 2014'te yüzde 0, repo faizinin negatif düzeye indirildiği Şubat 2015'te yüzde 0.1 olan enflasyon oranı, Eylül 2018 itibariyle enflasyon oranı yüzde 2.5 gerçekleşmiştir (Riksbank, 2018).



**Grafik 4:** Riksbank Mevduat Faizi ve Politika Faiz Oranı

Kaynak: Riksbank (rikbank.se/en-gb/, 30.10.2018)

Bu kervana son olarak Japon Merkez Bankası (BoJ) ve Macaristan Merkez Bankası (MNB) katılmıştır. BoJ tarafından Ocak 2016'da mevduat faizi eksi yüzde 0.10 olarak belirlenmiştir. 31.10.2018 kararıyla uygulamaya devam kararı alınmıştır (BoJ, 2018). Aynı şekilde MNB tarafından Mart 2016'da faiz eksi yüzde 0.05'e, Eylül 2017'de eksi yüzde 0.15'e gerilemiştir<sup>10</sup>. Ancak bu merkez bankaları diğer ülke uygulamalarından farklı olarak sadece mevduata uygulanan faiz oranını negatif düzeye düşürmüşler, politika faiz oranını pozitif düzeyde tutmaya devam etmişlerdir (Jobst ve Lin, 2016: 5). BoJ tarafından uygulanan negatif faiz oranı politikasının belirgin bir etkisinin olduğunu söylemek güçtür. Zira enflasyon ve büyüme oranları düşük düzeylerini korumaktadır (IMF, 2017: 33).

Gelişmiş ülke merkez bankaları (ECB, BoJ, DN, Riksbank, SNB) tarafından uygulanan bu para politikası aracının etkinliğine dair kesin bir değerlendirme yapmak zordur. Çünkü bu araç merkez bankaları tarafından diğer para politikası araçları ile birlikte uygulamaya konulmuştur. Ancak politikanın merkez bankaları tarafından uygulamaya konulurken belirlenen amaçlara ulaşılmasına katkı sağladığı belirtilebilir. Yine de faiz oranlarının daha da aşağılara çekilip çekilmeyeceği, uygulama süresinin ne kadar süreceği, merkez bankasındaki aşırı rezervlere uygulanan negatif faizin, bankaların mevduat faizlerine zamanla yansıyor yansımayaacağı, bu durumun bankaların kârları üzerinde

<sup>10</sup> Macaristan Merkez Bankası (MNB) gelişmiş ülke merkez bankaları içerisinde yer almaktadır. Ayrıca politikanın uygulama zamanının diğer merkez bankası uygulamalarıyla karşılaştırıldığında daha kısa bir süre zarfını kapsaması ve oranın çok az düşürülmesinden dolayı Macaristan uygulaması ile ilgili bir değerlendirme yapılmamıştır.

olumsuz etkilere yol açıp açmayacağına dair belirsizlikler, politikaya dair kuş-  
kuları tamamen ortadan kaldırmamaktadır.

## SONUÇ

Ağustos 2007'de ABD'de başlayan kriz Lehman Brothers'ın iflasının ardından tüm ekonomileri etkisi altına almıştır. Krize cevap olarak gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından geleneksel politika aracı olarak kullanılan kısa vadeli faiz oranları sıfıra yakın bir düzeye indirilmiştir. Böylece geleneksel politika aracını kullanarak ekonomiyi canlandırma imkânı ortadan kalkmıştır. Bu doğrultuda gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından geleneksel olmayan para politikası araçları devreye sokulmuştur. Bu politika araçları setine son olarak negatif faiz oranı politikası eklenmiştir. Bu politika altı merkez bankası (ECB, DN, SNB, Riksbank, BoJ, MNB) tarafından uygulamaya konulmuştur. Ancak politikanın uygulanma nedenlerinin merkez bankaları açısından farklılaşması, bu uygulamanın heterojen olması sonucu doğurmuştur. Bu politika, DN ve SNB tarafından, kendi paraları üzerindeki değerlenme baskısını azaltarak, ülkelerine olan sermaye akımlarını önlemek amacıyla uygulanmıştır. ECB, Riksbank ve BoJ tarafından ise devam eden resesyona karşı büyümeyi desteklemek ve deflasyon tehlikesine karşı düşen enflasyon beklentilerini yükseltmek için yürürlüğe konulmuştur. Bu doğrultuda negatif faiz oranı uygulamasının enflasyonun yükselme istikametinde yapışkan, düşme istikametinde esnek olduğu ülkelerde mümkün olabileceğini de vurgulamak gerekir. Negatif faiz oranı politikasını uygulayan ekonomilerde her ne kadar şu ana kadar politikanın olumsuz etkileri ortaya çıkmamış olsa da, bu durum ilerleyen dönemlerde de çıkmayacağını ifade etmemektedir. Bu yüzden politikanın etkinliğine dair kesin bir yargıya varmak için henüz erken olduğu belirtilebilir. Buna rağmen uygulanan ekonomilerde Japonya hariç politikanın uygulanma gerekçelerine katkı sağladığını söylemek mümkündür. Ancak negatif faiz oranı politikasının diğer para politikası araçları ile birlikte uygulanmış olması da politikanın net etkinliğinin belirlenmesini zorlaştırmaktadır.

Hem olumlu, hem olumsuz etkileri içerisinde barındıran bu politika ile ilgili kesin bir yargıya varmak henüz mümkün olmasa bile, para politikası açısından şu değerlendirmede bulunulabilir. Geleneksel para politikası aracı işlevselliğini yitirdiğinde, merkez bankalarının elinde ekonomiyi desteklemek için geleneksel olmayan para politikası araçları mevcuttur. Niceliksel genişleme, sözle yönlendirme ve negatif faiz politikasını içeren geleneksel olmayan para politikası araçları, kısa vadeli faiz oranlarını düşürerek politika yapma imkânı ortadan kalktığında, merkez bankalarına manevra alanı sağlamaktadır. Tüm bu gelişmeler, para politikasının farklılaşmış uygulama alanları kazandığını

göstermektedir. Özellikle negatif faiz oranları gibi daha önce düşünülmesi kolay olmayan araçlar, merkez bankalarının politika uygulama biçimlerini ilgi çekici düzeyde zenginleştirmektedir. Bu nedenle para politikaları, hem iktisadi krizlerin etkilerinin anlaşılmasında hem de krizin olumsuz etkilerinin hafifletilmesinde önemli bir politika alanı olarak önemini sürdürmektedir. Bu doğrultuda zenginleşen araçların etkileri netleştikçe para politikasına yönelik tartışma alanlarının da derinleşeceği öngörülebilmektedir.

## KAYNAKÇA

- Agarwal, R. ve Kimball M. (2016). Enabling Deeper Negative Rates by Managing the Side Effects of a Zero Paper Currency Interest Rate, *Negative Interest Rate Conference*, Hutchins Center at Brookings.
- Amano, R. ve Shukayev, M. (2010). Monetary Policy and the Zero Bound on Nominal Interest Rates, *Bank of Canada Review*, Summer, 3-10.
- Anderson, R. ve Liu, Y. (2013). How Low Can You Go? Negative Interest Rates and Investors Flight to Safety, *The Regional Economist*, January 2013, 12-13.
- Angrick S. ve Nemoto, N. (2017). Central Banking below Zero: The Implementation of Negative Interest Rates in Europe and Japan, *ADB Working Paper Series*, No. 740, Asian Development Bank Institute. 10 Ekim 2017 tarihinde, <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/317926/adbi-wp740.pdf> adresinden erişildi.
- Arteta, C., Kose, A., Stocker M. ve Taskin, T. (2016). Negative Interest Rate Policies Sources and Implications, *Policy Research Working Paper*, WPS7791, World Bank Group. 20 Eylül 2016 tarihinde <http://documents.worldbank.org/curated/en/235551470834953672/pdf/WPS7791.pdf> adresinden erişildi.
- Ball, L., Gagnon, J., Honohan, P. ve Krogstrup, S. (2016). What Else can Central Banks Do?, *International Centre for Monetary and Banking Studies (ICMB)*, Geneva Reports on World Economy, 18. 9 Şubat 2017 tarihinde [https://cepr.org/sites/default/files/geneva\\_reports/GenevaP285.pdf](https://cepr.org/sites/default/files/geneva_reports/GenevaP285.pdf) adresinden erişildi.
- Bech, M. ve Malkhozov, A. (2016). How have Central Banks Implemented Negative Policy Rates?, *BIS Quarterly Review*, March. 29 Mart 2016 tarihinde [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1603e.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1603e.pdf) adresinden erişildi.
- Blanke, J. ve Krogstrup, S. (2016). Negative Interest Rates: Absolutely Everything You Need to Know, *World Economic Forum*. 5 Ocak 2017 tarihinde <https://www.weforum.org/agenda/2016/11/negative-interest-rates-absolutely-everything-you-need-to-know/> adresinden erişildi.
- Blitzer, D. (2016). Weighing the Pluses and Minuses on Negative Interest Rates: The Scales aren't Balanced, *Negative Interest Rates*, S&P Global. 2 Şubat 2017 tarihinde [http://media.spglobal.com/documents/SPG\\_Article\\_2016-08-17\\_Negative+Interest+Rates.pdf](http://media.spglobal.com/documents/SPG_Article_2016-08-17_Negative+Interest+Rates.pdf) adresinden erişildi.
- Blomquist, N., Dam A. ve Spange M. (2011). Monetary-Policy Strategies at the Zero Lower Bound on Interest Rates, *Monetary Review*, 4th Quarter, 83-98.
- Borio, C. ve Zabai, A. (2016). Unconventional Monetary Policies: a Re-Appraisal, *BIS Working Papers*, No. 570. 1 Ocak 2017 tarihinde <https://www.bis.org/publ/work570.pdf> adresinden erişildi.

- Carney, M. (2013). Monetary Policy after the Fall, Eric J. Hanson Memorial Lecture, University of Alberta, Edmonton, Alberta. 12.05.2016 tarihinde <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2013/05/remarks-010513.pdf> adresinden erişildi.
- Coeuré, B. (2016). Assessing the Implications of Negative Interest Rates, Speech at the Yale Financial Crisis Forum, Yale School of Management, New Haven. 15.01.2017 tarihinde <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160728.en.html> adresinden erişildi.
- Coeuré, B. (2014). Life below Zero: Learning about Negative Interest Rates, Speech at the ECB's Money Market Contact Group. 15.03.2015 tarihinde <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140909.en.html> adresinden erişildi.
- Danske Bank (2014). Implications of Negative Rates: The Danish Experiences. 25 Şubat 2016 tarihinde [http://danske-research.danskebank.com/link/ResearchECB4230514/\\$file/Research\\_ECB\\_4\\_230514.pdf](http://danske-research.danskebank.com/link/ResearchECB4230514/$file/Research_ECB_4_230514.pdf) erişildi.
- ECB (2016). What is the Deposit Facility Rate?. 10 Şubat 2017 tarihinde <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-the-deposit-facility-rate.en.html> adresinden erişildi.
- Egert, B. ve MacDonald, R. (2009). Monetary Transmission Mechanism in Central and Eastern Europe: Surveying the Surveyable, *Journal of Economic Surveys*, 23 (2), 277-327.
- Fischer, S. (2016). Monetary Policy, Financial Stability and the Zero Lower Bound, *American Economic Review*, 106 (5), 39-42.
- Global Economic Prospects (2015). Negative Interest Rates in Europe: A Galance at their Causes and Implications, June. 26 Nisan 2016 tarihinde <http://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/GEP/GEP2015b/Global-Economic-Prospects-June-2015-Negative-interest-rates.pdf> adresinden erişildi.
- Hannoun, H. (2015). Ultra-low or Negative Interest Rates: What they Mean for Financial Stability and Growth, Speech at the Eurofi High-Level Seminar, Riga. 14 Şubat 2016 tarihinde <https://www.bis.org/speeches/sp150424.pdf> adresinden erişildi.
- Hüttl, P. (2014). Negative Deposit Rates: The Danish Experience. 12 Temmuz 2016 tarihinde <http://bruegel.org/2014/06/negative-deposit-rates-the-danish-experience/> adresinden erişildi.
- Ilgmann, C. ve Menner, M. (2011). Negative Nominal Interest Rates: History and Current Proposals, *CAWM Discussion Paper*, No. 43, 1-43.
- IMF (2017). Negative Interest Rate Policies – Initial Experiences and Assessments *IMF Policy Papers*, 1 Kasım 2018 tarihinde <http://www.imf.org/external/pp/ppindex.aspx> adresinden erişildi.

- Jackson, H. (2015). The International Experience with Negative Policy Rates, *Staff Discussion Paper*, Bank of Canada 2015-13. 13 Nisan 2016 tarihinde <https://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2015/11/dp2015-13.pdf> adresinden erişildi.
- Jensen, C. M. ve Spange, M. (2015). Interest Rate pass-through and the Demand for Cash at Negative Interest Rates, *Monetary Review*, 2nd Quarter, Danmarks Nationalbank.
- Jobst, A. ve Lin, H. (2016). Negative Interest Rate Policy (NIRP): Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro Area, *IMF Working Paper*, WP/16/172. 10 Ocak 2017 tarihinde <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16172.pdf> adresinden erişildi.
- Kashama, K. M. (2014). The How and Why of a Negative Interest Rate for the Deposit Facility, *NBB Economic Review*, September, 99-107.
- Köhler-Ulbrich, P., Hempell, H.S., ve Scopel, S. (2016). The Euro Area Bank Lending Survey, *Occasional Paper Series*, No. 179, ECB.
- Loayza, N. ve Hebbel, K.S. (2002). Monetary Policy Functions and Transmission Mechanisms: An Overview, *Monetary Policy: Rules and Transmission Mechanisms*, içinde edition 1, 4, chapter 1, pages 001-020 Central Bank of Chile.
- Madaschi, C. ve Irene, P.N. (2017). The Profitability of Banks in a Context of Negative Monetary Policy Rates: The Cases of Sweden and Denmark, *ECB Occasional Paper*, No. 195, European Central Bank (ECB), 8 Kasım 2018 tarihinde <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op195.en.pdf?804a60196e55da951eb82a662ac0642c> adresinden erişildi.
- Mankiw, G. N. (2009). It may be Time for the Fed to go Negative, *New York Times*, April 19, 2009.
- McAndrews, J. (2015). Negative Nominal Central Bank Policy Rates: Where is the Lower Bound?, *BIS central bankers' speeches*. 30 Mart 2016 tarihinde <https://www.bis.org/review/r150512a.htm> adresinden erişildi.
- Mishkin, F. S. (2014). Central Banking after the Crisis, *Macroeconomic and Financial Stability: challenges for Monetary Policy*, 19:23-59. 12 Ocak 2015 tarihinde <http://www.bcentral.cl/-/volumen-19-macroeconomic-and-financial-stability-challenges-for-monetary-poli-3> adresinden erişildi.
- Mishkin F. S. (2004). *The Economics of Money Banking and Financial Markets*, Seventh Edition, Addison Wesley.
- Palombi, R. (2016). Negative Interest Rates: The List Grows, the Effectiveness Questioned but Part of the Landscape for Now, *Negative Interest Rates*, S&P Global. 11 Şubat 2017 tarihinde [http://media.spglobal.com/documents/SPG\\_Article\\_2016-08-17\\_Negative+Interest+Rates.pdf](http://media.spglobal.com/documents/SPG_Article_2016-08-17_Negative+Interest+Rates.pdf) adresinden erişildi.

- Palmqvist, S. (2007). Flexible Inflation Targeting– How should Central Banks Take the Real Economy into Consideration?, *Economic Review*, 2, 61-74.
- Reichlin, L. ve Baldwin, R. (2013). “Introduction”, *Is Inflation Targeting Dead? Central Banking after the Crisis*, (eds.Reichlin, Lucrezia ve Baldwin, Richard), London: Centre for Economic Policy Research (CEPR), 10-30.
- Rose, A.K. (2007). A Stable International Monetary System Emerges: Inflation Targeting is Bretton Woods, Reversed, *Journal of International Money and Finance*, 26, 663-681.
- Schweizerische Nationalbank (2016). Monetary policy assessment of 15 December 2016. Schweizerische Nationalbank Press Release. 24 Ocak 2017 tarihinde [https://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre\\_20161215/source/pre\\_20161215.en.pdf](https://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20161215/source/pre_20161215.en.pdf) adresinden erişildi.
- Schweizerische Nationalbank (2015). Swiss national bank discontinues minimum exchange rate and lowers interest rate to -0.75%. Schweizerische Nationalbank Press Release. 24 Ocak 2017 tarihinde [https://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre\\_20150115/source/pre\\_20150115.en.pdf](https://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20150115/source/pre_20150115.en.pdf) adresinden erişildi.
- Schweizerische Nationalbank (2014). Swiss national bank introduces negative interest rates. Schweizerische Nationalbank Press Release, 18.12.2014. 24 Ocak 2017 tarihinde [https://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre\\_20141218/source/pre\\_20141218.en.pdf](https://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20141218/source/pre_20141218.en.pdf) adresinden erişildi.
- Shin, S. H. (2016). Bank Capital and Monetary Policy Transmission, Panel remarks at The ECB and its Watchers XVII conference, Bank for International Settlements. 11 Ocak 2017 tarihinde <https://www.bis.org/speeches/sp160407.pdf> adresinden erişildi.
- Söderström, U. ve Westermarck, A. (2009). Monetary Policy When the Interest Rate is Zero, *Sveriges Riksbank Economic Review*, 2: 5-30.
- Svensson, L. (2009a). Flexible Inflation Targeting – Lessons from the Financial Crisis, at the workshop “Towards a new framework for monetary policy? Lessons from the crisis”, organized by the Netherlands Bank. 12 Şubat 2015 tarihinde <https://www.bis.org/review/r090923d.pdf> adresinden erişildi.
- Svensson, L. (2009b). Monetary Policy with a Zero Interest Rate, *BIS Review*, 19/2009. 15 Ağustos 2016 tarihinde <https://www.bis.org/review/r090220d.pdf> adresinden erişildi.
- Svensson, L. (2003). Monetary Policy and Real Stabilization, *NBER Working Paper*, No. 9486. 14 Temmuz 2016 tarihinde <http://www.nber.org/papers/w9486> adresinden erişildi.
- Taylor, J. B. (1995). The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework, *The Journal of Economic Perspectives*, 9 (4), 11-26.

- Temple, R. ve Alcala, D. (2016). Don't Blame Central Banks for Negative Rates, Investment Research. 14 Ocak 2017 tarihinde [https://www.lazardassetmanagement.com/docs/-m0-/26476/DontBlameCentralBanksForNegativeRates\\_LazardResearch.pdf](https://www.lazardassetmanagement.com/docs/-m0-/26476/DontBlameCentralBanksForNegativeRates_LazardResearch.pdf) adresinden erişildi.
- Turk, R. A. (2016). Negative Interest Rates: How Big a Challenge for large Danish and Swedish Banks?, *IMF Working Paper*, WP/16/198. 19 Ocak 2017 tarihinde <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16198.pdf> adresinden erişildi.
- Vinals, J., Gray, S., ve Eckhold, K. (2016). The Broader view: The Positive Effects of Negative Nominal Interest Rates. 12 Nisan 2016 tarihinde <https://blogs.imf.org/2016/04/10/the-broader-view-the-positive-effects-of-negative-nominal-interest-rates/> adresinden erişildi.
- Walsh, C. E. (2009a). Using Monetary Policy to Stabilize Economic Activity", Paper presented at the symposium, Financial Stability and Macroeconomic Policy, sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 22 August.
- Walsh, C.E. (2009b). Inflation Targeting: What have We Learned? *International Finance*, 12(2), 195–233.
- Ziegler-Hasiba, E. ve Turnes, E. (2018). Negative Interest Rate Policy in Switzerland, *Entrepreneurial Business and Economics Review*, 6(3): 104-128.
- <https://www.mnb.hu/en> (erişim tarihi: 30.10.2018).
- <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html> (erişim tarihi: 30.10.2018).
- <https://www.nationalbanken.dk/en/Pages/Default.aspx> (erişim tarihi : 30.10.2018).
- <https://www.riksbank.se/en-gb/> (erişim tarihi: 30.10.2018).
- <https://www.snb.ch/en/> (erişim tarihi: 30.10.2018).
- <https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html> (erişim tarihi: 30.10.2018).
- <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=XC> (erişim tarihi: 28.10.2018).
- <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/9102849/2-07092018-AP-EN/5ee25c3b-4e58-40df-9be9-7671859d6f37> (erişim tarihi: 28.10.2018)
- <https://www.riksbank.se/en-gb/monetary-policy/> (erişim tarihi: 30.10.2018).
- <https://www.scb.se/en/finding-statistics/statistics-by-subject-area/prices-and-consumption/consumer-price-index/consumer-price-index-cpi/pong/tables-and-graphs/consumer-price-index-cpi/cpi-annual-changes-inflation-rate/> (erişim tarihi: 1.11.2018).