

Finansal Kriz ve Parasal Aktarım Mekanizmasının Avrupa Bölgesi ve Bankacılık Sektörü Açısından Değerlendirilmesi

Financial Crisis and Monetary Policy Transmission in Euro Area and Banking Sector

Esra N. KILCI*

Özet

Ekonomilerde yaşanan yapısal dönüşümler ve küreselleşmenin olumsuz etkileriyle birlikte giderek şiddetini arttıran finansal kriz, özellikle parasal aktarım mekanizmasında istikrarsızlık yaratarak, para politikasının yürütülmesini zorlaştırmıştır. Mali dengesizliklerin finansal istikrarı ve parasal aktarım mekanizmasını olumsuz yönde etkilemesi, Merkez Bankalarının standart aracı olan kısa dönem faiz oranındaki değişikliklerin etkisini kaybetmesine yol açmıştır.

Bu durum karşısında, Avrupa Merkez Bankası'nı da içeren birçok Merkez Bankası, finansal piyasaların sağlıklı bir şekilde işlemlerini desteklemek üzere, standart ve standart-dışı araçlar uygulamak durumunda kalmışlar ve fiyat istikrarını esas alan standart Merkez Bankacılığı anlayışından, risk kontrol ve kriz yönetimi anlayışına yönelmişlerdir.

Krizle tepki olarak, Avrupa Merkez Bankası tarafından, politika faiz oranlarında çok büyük indirimler yapılmasının yanısıra, faiz oranı kararlarının Euro Bölgesi ekonomisine aktarımını sağlamak amacıyla birçok standart-dışı araç da uygulamaya konulmuştur.

Düşen üretim ve artan işsizlik açısından bu kriz, birçok ülke için çok ciddi bir hale gelmiştir. Bankacılık sistemi ve borç verenlere etkileri açısından, gelişmiş ülkeler, yeni bir durumla karşı karşı kalmışlardır. Bu durum, para politikasının yürütülmesini çok daha karmaşık hale getirmiştir.

Bu çalışmanın amacı, global finansal krizi ve krizin Euro Bölgesi'ndeki parasal aktarım mekanizmasına ve bankacılık sektörüne olan etkisini incelemektir.

* Doktora Öğrencisi, İstanbul Üniversitesi, İktisat Bölümü, esra.kilci@gmail.com

Anahtar Kelimeler: Finansal Kriz, Avrupa Merkez Bankası, Parasal Aktarım Mekanizması

Abstract

With the negative impacts of globalization and structural transformations experienced in the world economy, the financial crisis has made the conduct of monetary policy difficult, especially by creating instability in the transmission mechanism. The crisis has created impairment in the transmission mechanism and the standard tool of central banks, changes to the short-term interest rate, has become less influential while the fiscal imbalances threatens financial stability and impairs the transmission mechanism.

This has forced central banks to operate not only by way of conventional measures, in particular the key interest rate at which liquidity is injected into the system, but also via unconventional measures, designed to bypass the malfunctioning that has arisen in the financial system. Faced with severe turbulence, all central banks had to take measures in real time and switch from central banking in “standard operating mode” to “risk control and crisis management” mode.

In response to the crisis, ECB lowered its key interest rates in an unprecedented manner, and has also introduced a number of non-standard measures to support the transmission of its interest rate decisions to the Euro Area economy.

In terms of declining production and increasing unemployment, this severe crisis has become seriously destructive for many countries. Banking sector and credit institutions in advanced economies have faced a very challenging situation. This has complicated the implementation of monetary policy.

The purpose of this paper is to mention the global financial crisis and predominantly to evaluate the monetary transmission mechanism and the banking sector in Euro Area.

Keywords: Financial Crisis, European Central Bank, Monetary Policy Transmission

1. Giriş

Merkez Bankası'nın güvenilir ve etkin bir para politikası yürütebilmesi için gerekli olan üç temel unsur, bağımsızlığının sağlanması, başlıca amacının fiyat istikrarı olması ve şeffaflık ilkesi esas alınarak, enflasyon beklentilerinin iyi bir şekilde yönetilmesidir.

Bu üç unsurun, her dönem için geçerli olmakla beraber, özellikle, kriz döneminde, para politikasının başarısı için ne kadar gerekli olduğu anlaşılmıştır. Ayrıca kriz, iyi yönetilen enflasyon beklentilerinin, belirsizliğin istikrarı bozduğu zamanlarda, otomatik bir stabilizatör rolü oynayabileceğini göstermiştir. Kriz öncesi döneme bakıldığında da, Euro Bölgesi'nde iyi yönetilen enflasyon beklentileri, emtia fiyatları sıçramalar gösterdiğinde, faiz oranlarında oluşabilecek büyük artışların önlenmesinde oldukça başarılı olmuştur.

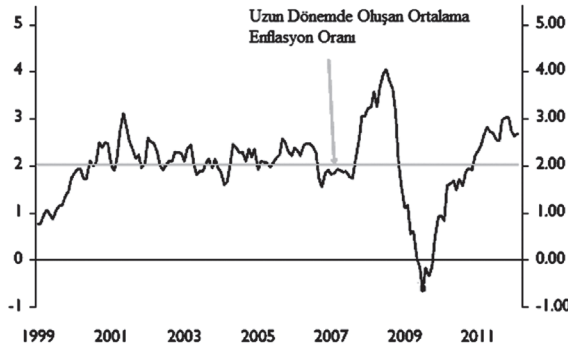
Etkin bir para politikası için, Merkez Bankası politika faiz oranındaki bir değişikliğin, banka kredi ve mevduat faiz oranlarına yansiyarak, tüketici ve firma kredi faiz oranlarını ve dolayısıyla, toplam talebi ve üretimi etkilemesi gerekmektedir.

Para piyasası verim eğrisi aracılığıyla, para politikası kararları finansal araçların fiyatlandırılmasına ve genel olarak kredi koşullarına aktarılmaktadır. Bu koşullar da, tasarruf ve yatırım kararlarını ve sonuç olarak, Euro Bölgesi'ndeki fiyat hareketlerini belirleyen, ekonomideki parasal dinamikleri etkilemektedir.

2007 yılından önceki yıllarda, bu çerçeve çok iyi çalışmış olup; kısa dönem faiz oranlarının ana refinansman operasyonlarındaki minimum teklif oranına (MRO rate) yakın tutulması sağlanmıştır. Ancak, Amerika'da konut balonunun patlamasını takip eden sub-prime krizi ve hala etkisini sürdüren ülke borç krizini içeren global finansal kriz sonucunda, mekanizma etkisini büyük ölçüde kaybetmiştir. Dalgalandıran piyasa koşullarında, Merkez Bankaları, hem politika faiz oranlarını oldukça düşük seviyelere indirmişler, hem de geleneksel olmayan likidite önlemleri gibi olağandışı araçları uygulamaya koymuşlardır.¹

2. Parasal Aktarım Mekanizması

Avrupa Merkez Bankası'nın başlıca amacı, fiyat istikrarının sağlanmasıdır ve bu amacın gerçekleştirilmesi görevi AMB'ye, Euro Bölgesi hükümetleri tarafından verilmiştir. 1999 yılında Euro'nun yürürlüğe girmesinden itibaren, AMB fiyat istikrarını orta dönemde % 2'nin altında ve bu orana yakın bir enflasyon oranı olarak tanımlamıştır. Aşağıdaki şekilde görüleceği üzere, enerji fiyatlarındaki önemli artış ve gıda fiyatlarındaki dalgalanmalara rağmen, Euro Bölgesi'nde enflasyonda dengeli bir azalış süreci yaşanmıştır.



1 Bu araçların, mali otoritelerden gelen baskılar sonucu değil, politika çerçevesiyle tutarlı bir şekilde uygulanmasına dikkat edilmelidir. Bir Merkez Bankası kriz zamanında baskılarla karşılaşır ve bu baskılara yenilirse, olağandışı araçlardan zamanında çıkma konusunda başarısız kalabilir. Bu durum, enflasyon beklentilerinin yönetilmesi ve dolayısıyla, kriz zamanında yürütülen önlemlerin etkinliğini tehlikeye atabilir.

Fiyat istikrarının sağlanması, etkin bir parasal aktarım mekanizması gerektirir. Parasal aktarım mekanizması, para politikası kararlarının genel olarak ekonomiyi ve özel olarak da, fiyatlar genel düzeyini etkilediği süreci ifade etmektedir. Çok basit bir çerçevede, para politikası, Merkez Bankası'nın para piyasalarına müdahale etmesi yoluyla, banka kredi ve mevduat oranlarına aktarılmaktadır. Akabinde, bu faiz oranlarındaki değişiklikler tüketim ve yatırım kararlarını ve sonuçta fiyatlar genel düzeyini etkilemektedir.

Parasal aktarım mekanizmasının işleyişi analitik olarak üç aşamaya ayrılarak gösterilebilir (*Berk, 1998; ECB, 2000*);

- Para politikasındaki değişiklikler, birinci aşamada faiz oranlarına, varlık fiyatlarına, döviz kuruna, likiditeye ve kredi koşullarına yansımak suretiyle, finansal piyasaları etkilemektedir. Buna bağlı olarak, finansman maliyetlerinde farklılıklar ortaya çıkmaktadır.

- Finansman maliyetlerindeki bu farklılıkların, hane halkı ve firmaların harcamalarına yansması, ikinci aşamada gerçekleşmektedir.

- Üçüncü aşamada ise, harcamalardaki bu değişiklikler, fiyat ve üretimi etkilemektedir.

Parasal aktarım mekanizması düzgün bir şekilde işlediği zaman, resmi faiz oranı kararları, çeşitli kanallar aracılığıyla enflasyonu ve ekonomik aktiviteyi etkilemektedir. Bu kanallar, faiz oranı kanalı, varlık fiyatları kanalı, döviz kuru kanalı, kredi kanalı ve beklenti kanalı olarak ayrılabilir (*Mishkin, 1996*).

Faiz oranı kanalına göre, örneğin, daraltıcı para politikasının uygulanması sonucu faiz oranlarında meydana gelen bir artış, sermaye maliyetini artırmakta ve böylece yatırım ve üretimde azalma olmaktadır.

Para politikası, reel ekonomiyi varlık fiyatları yoluyla da etkilemektedir. Varlık fiyatlarındaki artışlar, servet etkisi aracılığıyla, tüketim ve dolayısıyla, üretim artışına yol açmaktadır.

Döviz kuru kanalına göre, örneğin, daraltıcı para politikası yurt içi faiz oranlarının artmasına yol açmakta ve buna bağlı olarak, ülkeye sermaye girişinin hızlanması, ulusal paranın değerlendirilmesi ile sonuçlanmaktadır. Böylece net ihracat ve dolayısıyla, toplam üretimde azalma ortaya çıkmaktadır.

Kredi kanalı ise, banka kredi kanalı ve bilanço kanalı olarak ikiye ayrılmaktadır. Banka kredi kanalına göre, parasal daralmanın ardından bankalar kredi arzını kısımakta ve bu da reel ekonomide gerilemeye yol açmaktadır. Bilanço kanalına göre ise, daraltıcı para politikası firmaların net değerini azaltmaktadır. Net değeri düşük firmalar, yüksek olanlara kıyasla, daha maliyetli ve daha zor kredi elde edemediği için, tüketim ve yatırım kararları etkilenmekte ve sonuç olarak, reel ekonomi daralmaktadır.

Diğer bir aktarım kanalı, beklenti kanalıdır. Para politikasının başarısı, Merkez Bankası'nın beklentileri ve özellikle enflasyon beklentilerini etkileme yeteneğine bağlıdır. Beklentilerin yönetilmesi, parasal aktarım mekanizmasının işleyişini kolaylaştırarak, para politikasının etkinliğini arttırmaktadır (ECB, 2000). Sonuç olarak, ekonomik birimler için Merkez Bankası'nın eylemlerinin tahmin edilebilirliğinin derecesi oldukça önemlidir. Para politikasının doğru algılanması halinde, piyasanın tepkileri hedeflenen doğrultuda olacağı için, arzulanan hedefe daha kolay ulaşılacaktır. Beklentilerin nasıl oluşacağı büyük ölçüde Merkez Bankası'nın güvenilirliğine bağlıdır.² Güvenilirlik arttıkça, para politikasının başarısı da artmaktadır.

Faiz oranı kanalı, Euro Bölgesi'nde parasal aktarım mekanizması açısından en önemli kanaldır. Merkez Bankası tarafından, interbank para piyasası oranlarındaki değişikliklere göre, mevduat ve kredi faiz oranlarında yapılan ayarlamalar, faiz oranı aktarım mekanizması için temel unsurdur (ECB, 2000). Uygulamada, faiz oranı kanalının etkin olmaması durumunda, para politikasınca verilmesi gereken politika reaksiyonu, aynı sonucu elde etmek için çok daha güçlü olmak durumunda kalacaktır. Faiz oranı aktarım mekanizmasının etkinliği, özellikle Ağustos 2007'de başlayan ve 2008'in ikinci yarısında şiddetini arttıran kriz süresince çok önemli hale gelmiştir.

ABD'de sub-prime kredilerinin değerindeki düşüşle başlayan ve sonrasında ABD ve Avrupa Bankacılık Sistemine yayılan ve büyük finansal kurumların iflaslarıyla giderek artan finansal karmaşa, bankalar arasındaki güvene çok zarar vermiştir. Bu gelişmenin en önemli sonuçlarından biri, para piyasası işleyişindeki bozulma olmuştur. Bu durum, Merkez Bankası politika faiz oranları ve para piyasası faiz oranları arasındaki farkların genişlemesine yol açmıştır. Banka kredi ve mevduat faiz oranları da piyasa faiz oranına bağlı olduğu için, para politikasının bireysel bankacılık faiz oranlarına aktarılmasında da bozulma meydana gelmiştir. Ekim 2008'den itibaren yapılan faiz indirimleri, banka kredi oranlarındaki kötüleşmeyi bir ölçüde engellemiştir.

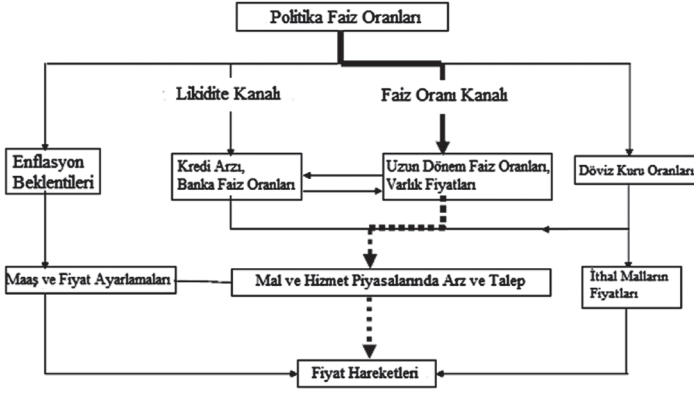
3. Politika Faiz Oranından Uzun Dönem Faiz Oranlarına

Parasal aktarım mekanizmasının başlangıç noktası, gecelik interbank para piyasasıdır. Buradan, faiz oranları, verim eğrisine ve beklentiler yoluyla da uzun dönem faiz oranlarına iletilmektedir. Ayrıca, bankalar ve diğer piyasa katılımcıları, para piyasası faiz oranlarını hane halkı ve firmalara aktararak, yine ekonomik aktiviteyi etkilemektedirler.

Bu çerçevede, uzun dönem faiz oranları çok önemlidir. Toplam talep, kredi piyasası koşullarının, kredi piyasası koşulları da konut ve yatırım kredileri gibi

2 Merkez Bankalarının algılanan kredibilitesi, istikrar politikalarını daha etkin hale getirerek, parasal aktarım mekanizmasını olumlu yönde etkilemektedir.

orta ve uzun vadeli faiz oranlarının bir fonksiyonudur. Şekilde görüldüğü üzere, para politikasının faiz oranı kanalı, Merkez Bankası'nın politikalarıyla yönlendirildiği gecelik faiz oranıyla başlayıp, uzun vadeli faiz oranlarıyla devam eden bir süreçten oluşmaktadır.



Aşağıdaki denklem, uzun dönem faiz oranlarının ve gecelik faiz oranlarının ilişkisini göstermektedir.

- Gelecek politika faiz oranına ilişkin beklenti
- Risk primi

$$i_t^L \simeq \text{average} (i_t^{MP} + E_t i_{t+1}^{MP} + E_t i_{t+2}^{MP} + \dots + E_t i_{t+L}^{MP}) + pr_t$$

Merkez Bankası'nın, uzun dönem faiz oranlarını etkilemek için iki kolu vardır. Politika faiz oranına ilişkin beklentiler, uzun dönem faiz oranlarını belirlemektedir. Merkez Bankası, şimdiki ve gelecekteki politika faiz oranları aracılığıyla fiyat istikrarına katkıda bulunarak, bu beklentileri etkileyebilir. Bu, aktarım mekanizmasındaki ilk ayaktır. Makroekonomik şoklar karşısında, Merkez Bankası'nın beklentileri yönlendirmesi çok önemlidir ve Bankanın kredibilitésinin sağlanması ve değişen koşullara uygun davranabilmesi, bu açıdan oldukça önemlidir.

Beklenti yönetimi, çok karmaşık ve zor bir süreç olduğu için, ikinci bir denklem kullanılabilir. Bu basitleştirilmiş denkleme göre, Merkez Bankası, iki koşulu göz önünde bulundurarak, gecelik faiz oranını değiştirir; enflasyonun beklenen enflasyonla farkı, ki burada %2'ye yakın ama altındaki değerdir. Enflasyon beklentilerinin belirlenen hedefi aşması durumunda, diğer her şey sabitken, Merkez Bankası politika faiz oranlarını arttırabilir. Bir diğer koşul da, parasal koşullardır. Ekonomideki para ve kredi büyüklükleri fiyat istikrarını tehlikeye sokuyorsa, Merkez Bankası yine politika faiz oranını arttıracaktır.

- Enflasyon hedefi

$$i_t^{MP} \simeq r^* + \pi^* + \alpha (E_t \bar{\pi}_{t+1} - \pi^*) + \lambda m_t$$

Bu basitleştirilmiş denklemde, aşırı para ve kredi büyüklükleri m_t ile gösterilmiştir. α ve λ katsayıları, Merkez Bankası'nın reaksiyonunun büyüklüğünü göstermektedir. Burada, gelecekteki enflasyonu etkileyecek bir çok değişken göz ardı edilmiştir.

Merkez Bankası'nın uzun vadeli faiz oranlarını etkilerken kullandığı bir diğer hareket noktası, risk primidir; prt. Bu risk primi, üçüncü denklemde belirtildiği üzere, üç faktörden oluşur. İlk iki faktör, enflasyon ve reel ekonomik aktivitedeki sapmayla ölçülen makro ekonomik belirsizliği yansıtır. Enflasyon ve reel büyüme sapmalarının geniş olması durumunda, makro ekonomik belirsizlik de yüksek olacaktır ve kredi verenler, risklerini telafi edebilmek amacıyla, uzun dönem finansmanda daha yüksek bir risk primi talep edeceklerdir.

- Enflasyon ve reel milli gelirin volatilitesi

- Kredi riski primi

$$pr_t \simeq \beta \text{var}(\pi_t) + \gamma \text{var}(y_t) + d_t$$

Merkez Bankası, ekonomik duruma uygun reaksiyonlar geliştirerek ve daha düşük bir prim oluşmasını sağlayarak, risk primiyle karşılanan makroekonomik belirsizliği etkileyebilmektedir. Ancak, sözkonusu prim, Merkez Bankası'nın kontrolü dışındaki bir 3. faktörü içermektedir; "d", kredi iflas riskiyle ilişkilidir. Sözkonusu faktör, Euro Bölgesi'ndeki ekonomilerin uzun dönem büyümesini ve rekabetini arttırmaya yönelik reformlarla birlikte, daha güçlü mali kurumlar ve daha esnek bir bankacılık sistemiyle olumlu yönde etkilenebilmektedir. Yukarıda belirtilen "d" faktörü, aktarım mekanizmasındaki düzensiz noktadır. Merkez Bankası tarafından kontrol edilememesine rağmen, uzun dönem faiz oranlarının belirlenmesinde önemli role sahiptir.³

4. Euro'ya Geçişin Aktarım Mekanizması Üzerindeki Etkisi

Euro'ya geçiş, Avrupa'nın finansal yapısını büyük bir değişim sürecine sokmuştur. Bölge içindeki döviz kuru riskinin ortadan kalkmasına yol açarak, işlem maliyetlerinin azalması sonucu, ticaret ve finansal entegrasyonun sağlanmasına katkıda bulunmuştur. Döviz kurlarının kesin bir şekilde sabitlenmesi ve tek para politikasının, üye tüm ülkeler için geçerli hale gelmesiyle, döviz kuru kanalı tüm ülkeler için standart hale gelmiştir (*J. Boivin, M.P. Giannoni and B. Mojon, 2008*).

3 Ekim 2008 ve Mayıs 2010 arasında, parasal birliğin kurulmasından itibaren dengeli görünen "d" faktöründe bozulmalar görülmüştür.

Ayrıca, fiyat istikrarına odaklı yeni bir parasal sisteme geçiş sağlanmıştır. Para politikası kararlarının merkezileşmesi ve Euro Bölgesi'nin para politikasından sorumlu olacak tek bir Merkez Bankası'nın yürürlüğe girmesi, güvenilir ve fiyat istikrarına odaklanan yeni bir parasal rejimi beraberinde getirmiştir.

1999 yılında Euro'ya geçişle, üye ülkelerdeki nominal faiz oranları, Almanya'nın düşük seviyelerdeki faiz oranlarına yaklaşırken, Yunanistan ve İrlanda gibi ülkelerde, reel faiz oranlarında büyük düşüşler meydana gelmiştir.

Ülkeler açısından güvenli ve istikrarlı bir para biriminin kullanılması ve tek para politikası, ülke risk primini azaltmış ve ülkeler arasındaki devlet tahvili faiz oranları arasındaki farklar, çok düşük seviyelere inmiştir. Döviz kuru riskinin azalmasıyla, finansal kurumlar, ülke dışından çok daha kolay bir şekilde borçlanmaya başlamıştır.

Sermaye piyasalarındaki bu entegrasyon ve artan rekabet, sekürütizasyon ve risk transferi gibi finansal yeniliklerin hızlı bir şekilde uygulanmasına ve kredi arzının artmasına yol açmıştır (*Altunbas, Y., L. Gambacorta and D. Marques Ibanez, 2009*).

Diğer yandan, bu ülkelerde yüksek gelir beklentilerinin oluşmasıyla, kredi talebi hızlı bir şekilde artmış ve talepteki bu artış, kredi arzındaki artışla karşılanmıştır.

Ancak, ileride değineceğim üzere, bu mekanizmanın krize neden olan mali dengesizliklerin oluşmasında çok büyük rolü olmuştur. Avrupa Parasal Birliği içerisindeki finansal entegrasyonun büyüklüğü, kontrol edilmezse, bankacılık sektöründeki bulaşmanın sınır ötesi işlemler aracılığıyla, hızlı bir şekilde yayılması anlamına gelmektedir. Ülkelerin bizzat kendisi için, riskin piyasa tarafından tekrar fiyatlandırılmasındaki ani değişiklikler, beklenmedik likidite sıkıntılarına yol açabilmektedir.

Son yıllarda Euro Bölgesi'nde yaşanan problemler, İstikrar ve Büyüme Paktı⁴ gibi, likidite sıkıntılarını ve bulaşma risklerini önleyen mekanizmaların güçlendirilmesi ve daha geniş anlamda, makroekonomik dengesizliklerin kontrolü ve daha güçlü bir finansal denetimin önemini vurgulamaktadır.

5. Global Finansal Kriz

Global finansal kriz, dünya ekonomisini baştan aşağı etkilemiştir ve 1930'larda görülen "Büyük Bunalım" dan sonraki en şiddetli finansal ve ekonomik bozgun haline gelmiştir. Yaklaşık dört yıldır etkisini sürdüren bu şiddetli krizi, Lehman Brothers'ın iflasıyla büyüyen sub-prime krizi ve etkisini hala sürdüren ülke borç krizi şeklinde iki ana döneme ayırabiliriz;

4 1997 yılında, henüz Avrupa Para Birliği kurulmadan önce, Euro Bölgesi hükümetleri, bir borç krizini önlemek için, İstikrar ve Büyüme Paktını (SGP) kurmuşlardır. SGP ve Maastricht Kriterleri, Avrupa ülkelerinin bütçe açıklarının ve kamu borçlarının milli gelire oranını, sırasıyla % 3 ve % 60'ı aşmaması şeklinde sınırlamaktadır. 2005 yılında, üye ülkeler Paktı yeniden düzenlemişlerdir. Özellikle, Almanya, Fransa ve İtalya'nın isteği üzerine, kontrol prosedürlerine geniş anlamda bir özgürlük ve esneklik getirilerek, Paktın etkinliği büyük ölçüde zayıflatılmıştır.

2007 yılında Amerika'da sub-prime krizi patlak verdiğinde, bunun görünürde küçük ve bölgesel bir kriz olduğu düşünülmüştü. Politikacılar tarafından hızlı reaksiyonlar alınmasına rağmen, bu kriz kısa zamanda küresel bir düşüşe dönüşmüş, sıkılaştıran kredi koşulları karşısında, ekonomik aktivite yavaşlamış ve gelişmiş ekonomiler, 2008 ortalarından itibaren resesyona girmişlerdir. Lehman Brothers'ın iflası, AIG'nin kurtarılması ve Amerika ve Avrupa Bölgesi'ndeki bir dizi finansal kuruma müdahaleyi takiben, durum giderek kötüleşmiştir. Bu gelişmeler, algılanan ülke riskinde büyük çaplı bir artışa yol açarken, bankalar değer azalışlarıyla karşılaşmış ve sağlam bankaların dahi borç ödeme güçleri sorgulanmaya başlanmıştır. Likid varlıklar çok düşük fiyatlara satılmış ve kaldıraçla çalışan finansal araçlara tanınan kredi limitleri, önemli ölçüde düşürülmüştür. Tahvil getirileri sert bir şekilde genişlemiş ve ticari finansman akışı kesilmiştir. Hisse senedi fiyatları dibe vururken, bankalar borç verme standartlarını sıkılaştırmaya devam etmişlerdir (*Cooper, G. 2008*).

Bankacılık sisteminin çekirdeğindeki aşırılıklar ve başarısızlıkların etkileri, hızlı bir şekilde dünya ekonomisi içindeki tüm ülke ve sektörlerle yayılmıştır. Ayrıca, ekonomik görünüme ilişkin endişeler ve politika tepkilerindeki belirsizliklerin yaygınlaşmasıyla, iş ve tüketici güveni çökmüştür. Kredi sıkışıklığı, konut ve menkul kıymet fiyatlarındaki sert düşüşler ve yüksek belirsizlik nedeniyle, sadece Amerika değil, krizin merkezinde yer almayan diğer ülkeler de global ticaretteki kötüleşme nedeniyle, büyük ölçüde krizden etkilenmiştir.

Lehman Brothers'ın iflasını izleyen, finansal piyasalarda yaşanan panik, piyasaların varlıkları fiyatlandırma sürecinde aksaklıklara yol açmıştır ve Merkez Bankaları'nın politikalarıyla ilgili uygulamalarını, ekonomiye aktarmada kullandıkları mekanizmaya büyük ölçüde zarar vermiştir. Faiz oranı kanalı işleyişi durmuş olup, beklenti yönetimi aracılığıyla oluşturulan politika faiz oranının, farklı vadelerdeki menkul kıymetlerin faiz oranlarına etkisi zayıflamıştır. Euro Bölgesi para piyasası donma noktasına gelmiştir (*Giannone, D., Lenza, M., Pill, H. and Reichlin, L., 2011*). Farklı ülkelerdeki bankalar, teminatsız piyasalardan, benzer koşullarda fon bulmada güçlüklerle karşılaşmışlardır. Finansal piyasalardan uzun dönem finansman sağlanmasında da, benzer güçlüklerle karşılaşmışlardır.

Lehman Brothers'ın iflasıyla başlayan ve giderek kötüleşen ekonomik ve finansal kriz, Avrupa ülkelerinin kamu maliyelerinin, ciddi bir şekilde kötüleşmesine yol açmıştır. Önemli boyutta mali dengesizliklere sahip olan ülkeler, resesyondan çok yüksek oranlarda bütçe açığı ve kamu borçlarıyla çıkmışlardır; toplam bütçe açığı 2010 yılında, milli gelirin % 6'sı ve kamu borcu da, milli gelirin % 85'i dolaylarındadır. Aslında, konjonktürel daralma ve mali destek paketlerinin sonucu olarak, Amerika ve Japonya gibi diğer tüm gelişmiş ülkelerde de benzer gelişmeler yaşanmaktadır.

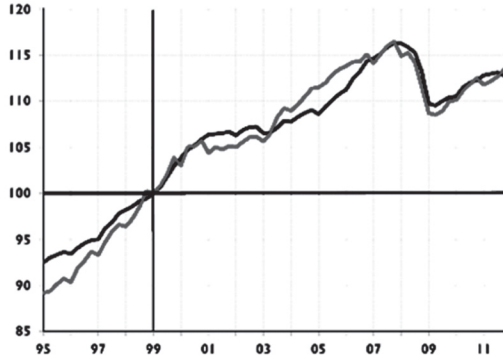
Ülkelerin finansman sürecinde yaşadıkları sıkıntılar, o ülke içinde faaliyet gösteren bankaların da, piyasalardan fon bulmasını oldukça zorlaştırmıştır. Ayrıca, derecelendirme kuruluşları bankaların reytinglerini, ilgili ülkelerin reytingleriyle ilişkilendirmektedir ve piyasalar da, sözkonusu bankalara borç verirken uygulayacak faiz oranını, ilgili ülke için gereken faiz oranıyla birlikte düşünmektedir. Bu durum, ülkelerin reytingleri aşağıya doğru revize edilince, ilgili ülkede faaliyet gösteren bankaların borçlanma maliyetinin yükselmesi anlamına gelmektedir. Ülkeye ilişkin kaygılar arttığında, bankalararası repo piyasası gibi teminatlı borçlanma piyasalarında bile, bankalar, sözkonusu ülkelere ait tahvilleri teminat olarak gösteren bankalara borç verirken, son derece temkinli davranmaktadır.

Ekonomik krizin, ülke bütçelerindeki yükü önemli ölçüde arttırmasına rağmen, yaşanan ülke borç krizine neden olan başarısızlıklar, aslında, bu ülkelerde, krizden önceki dönemde yürütülen sürdürülemez mali ve yapısal politikalardan kaynaklanmaktadır.

Son yıllarda oluşan dengesizlikler, bir çok faktörün sonucudur. Örneğin, Avrupa Parasal Birliği kurulduğu sıralarda, kişi başına düşen gelirler, ülkeler arasında büyük ölçüde farklıydı. Döviz kuru farklılıklarının ortadan kalmasıyla, Euro Bölgesi içerisinde, yüksek milli gelire sahip ülkelere düşük milli gelire sahip ülkelere doğru sermaye akımları kolaylaşmıştır. Bunun sonucunda, örneğin, 1999 ve 2008 yılları arasında, Yunanistan ve İspanya'da kişi başına düşen gelirler, Euro Bölgesi ortalamasına çok yaklaşmıştır. Portekiz'de bu durum 2003 yılına kadar sürerken, İrlanda 1999-2007 yılları arasında, kişi başına düşen gelirden, muazzam büyüklükte bir artış kaydetmiştir. Sayısal olarak göstermek gerekirse, 1999-2008 yılları arasında, kişi başına düşen yıllık ortalama gelirlerde sırasıyla, Yunanistan'da % 3,4, İrlanda'da % 3,4 ve İspanya'da % 2 artış gerçekleşmiştir. Aynı dönem için, Euro Bölgesi ortalaması % 1,4 ve Amerika ortalaması % 1,5'dur.

Kişi Başına Düşen Milli Gelirdeki Artış

— Euro Bölgesi — Amerika Birleşik Devletleri



İşin kötü olan tarafı, sözkonusu ülkelerdeki gelir artışının, genellikle kamu veya özel borçlanma yoluyla gerçekleştirilmesi olmuştur. En büyük gelişme ise, net borç oranı 1999 yılında % 52 iken, 2008 yılında % 71'e yükselen İrlanda'da yaşanmıştır. Yunanistan net borçlu pozisyonunu % 33'den % 76'ya, Portekiz % 32'den % 96'ya, İspanya % 28'den % 79'a yükseltmiştir.

Sözkonusu ülkelerdeki yüksek gelir beklentileri, ekonominin arz kapasitesine göre aşırı tüketim ve yatırıma yol açmış; maliyet ve fiyat artışları, verimlilik artışlarını büyük ölçüde geçmiştir. Nominal göstergelerdeki sapmalar, aşağıdaki konjonktürel faktörlerle hızlandırılmıştır. Öncelikle, özellikle reel açıdan, tek para politikası uygulanmasından kaynaklanan düşük faiz oranları, risk alan davranışı teşvik etmiştir. Ayrıca, bütçe açığının milli gelire oranı gibi nominal değişkenlere dayalı olarak belirlenen mali politikalar, konjonktürel hale gelmiş ve aşırı yerli talep büyümesiyle birlikte, dışsal dengesizliklerin artmasına katkıda bulunmuştur. Birçok ülkede denetleme politikaları, aşırı risk alımı ve aşırı ısınma sürecini hızlandıran yüksek kredi büyümesini engellememiştir. Finansal piyasalar ve derecelendirme kuruluşları, ülke borç piyasalarında risk priminin önemli ölçüde baskı altında tutulmasına katkıda bulunarak, farklı risklere sahip ülkelere farklı davranmada başarısız kalmışlardır.

2001-2007 döneminde, 10 yıllık devlet tahvilleri, ekonomik göstergeleri büyük ölçüde farklılık gösteren tüm Euro Bölgesi ülkelerinde, hemen hemen eşit fiyatlandırılmıştır. Kamu ve özel tüketimdeki artış sonucu oluşan aşırı talep patlaması ve konut inşaatı sektörü yatırım harcamaları, birim işçilik maliyet farklılıkları ile rekabet kaybı ve varlık fiyatları enflasyonuna yol açmış, bu da aşırı bir dış borçluluk oluşumuna neden olmuştur. Biriken dış borç ağırlıklı olarak, doğrudan yatırım yerine borçla finanse edilmiştir. Doğrudan yatırımın düşük kalması da, ekonominin arz tarafının ve verimliliğin arttırılmasına yönelik pek bir çaba sarfedilmediğinin göstergesi olmuştur.

2008-2009 krizi Euro Bölgesi'ni vurduğunda, bütün bu dengesizlikler, gelirlerdeki sert düşüşün ve özel sektör borcunun kamu borcuna dönüşmesinin sonucu olarak, daha yüksek oranda kamu borcuna yol açmıştır (*Rother, P., L. Schuknecht and J. Stark, 2010*). Örneğin, İrlanda'da, genel kamu borcu 2007 yılında, milli gelirin % 25'iyken, aynı oran 2010 yılında, % 97'ye yükselmiştir. Dış borçlanmadaki aşırı güven, artan kamu borcunun finansmanını giderek güçleştirmiştir.

2010 yılında baş gösteren ülke borç krizi, Euro Bölgesi'nin, üye ülkelerden birinde başlayan bir borç krizine hazırlıklı olmadığını, açık bir şekilde göstermiştir. Mayıs 2011'den beri, özellikle Yunanistan ve benzeri sorunlu ülkelerin kurtarılabilmesine yönelik, bir dizi önlem alınmıştır.

Mali dengesizlikler, kredi riskine yönelik kaygıları kötüleştirmiştir. 2010 yılından itibaren, piyasalardaki stres artmış, banka ve banka dışı borçlanmalarının

aktarım mekanizması üzerindeki etkilerine direkt etki eden kredi riskinin, yeniden değerlendirilmesi süreci başlamıştır. Kötüleşen fonlama koşulları ve makroekonomik görünümle beraber, bankalar kredi arzını önemli ölçüde azaltmıştır. Sonuç olarak, finansal aracılık yeniden tehlike altına girmiş, azalan güven ve işlem hacimlerinin düşmesiyle, devlet tahvili piyasaları zarar görmeye başlamıştır.

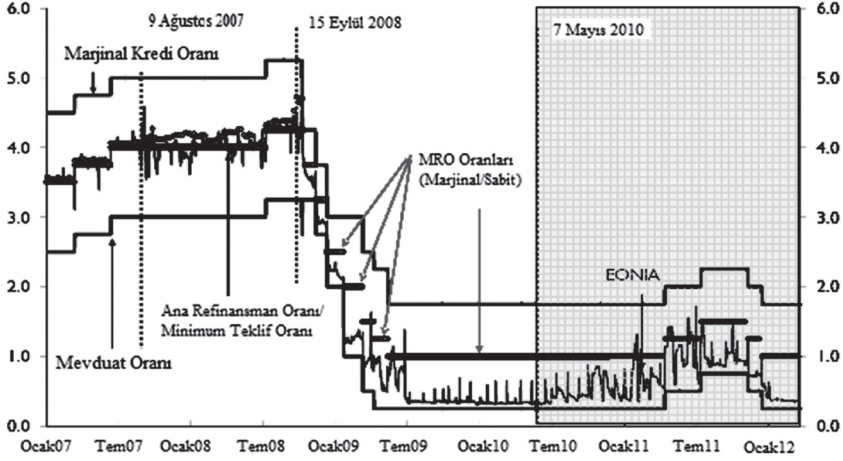
4. Kriz Döneminde Avrupa Merkez Bankası'nın Para Politikası

AMB'nin kriz süresince yürüttüğü para politikası, Ağustos 2007 ve Mart 2012 dönemleri arasında dört döneme ayrılabilir;

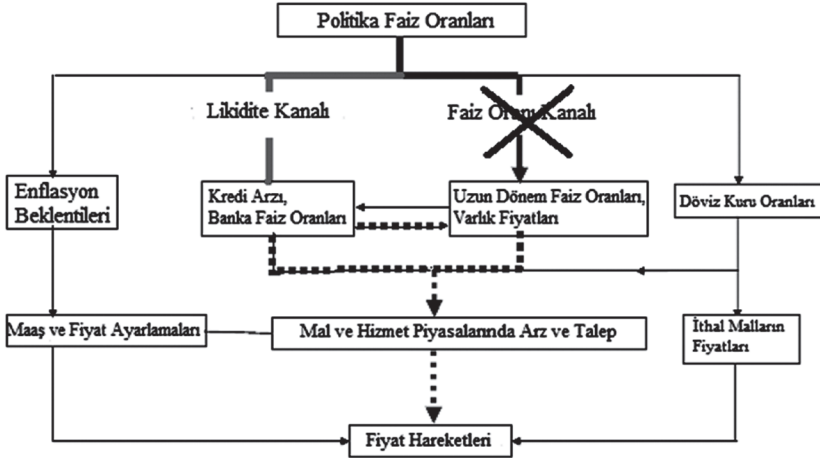
İlk dönem, finansal piyasalarda sıkıntıların kendini göstermeye başladığı, 9 Ağustos 2007, Fransız Bankası BNP Paribas'ın sub-prime konut kredilerine yattığı fonlardaki hisselerinin itfasını ertelediğini duyurduğu günden itibaren, 15 Eylül 2008, Lehman Brothers'ın iflasına kadar geçen süreyi kapsamaktadır. Bu dönemde, interbank para piyasasındaki işlemlerde azalma meydana gelmiş ve karşı taraf riskine ilişkin belirsizlik, büyük ölçüde artmıştır. 2008 yılının ikinci yarısında, finansal sistemde büyük iflaslar gerçekleşmeye başladığında, para piyasalarında koşullar, ciddi biçimde bozulmuştur. Sonuç olarak, parasal aktarım mekanizmasındaki ilk basamak olan, Merkez Bankası ve kredi kurumları arasındaki bağlantı, büyük ölçüde zarar görmüştü. Avrupa Merkez Bankası tarafından bu dönemde alınan önlemler, gereğinden fazla müdahale yapılmaksızın, gecelik faiz oranına yön vermeye devam edebilmek için, likiditenin miktar ve zamanlamasının doğru şekilde ayarlanmasına yönelik olmuştur. Bu, normal piyasa koşullarında istikrarlı bir faiz oranı politikasını sağlayan ortalama rezerv mekanizmasının, para piyasası koşullarını dengeleyemediği bir ortamda gerçekleştirilmiştir. Bu durumun, bankaların likiditeyi gömülemesi, karşı taraf kredi riskinden giderek kaçınması ve sınır ötesi piyasa segmentasyonunun artması gibi birçok sebebi vardı. Bu faktörlere ek olarak, interbank para piyasasındaki likidite de hem bağımsız olarak bankalar tarafından karşılaşılan likidite sıkıntıları, hem de tüm bankacılık sektörünün yaşadığı toplam likidite sıkıntılarından, olumsuz bir şekilde etkilenmiştir (*Giannone, D., Lenza, M., Pill, H. and Reichlin, L., 2012*). Bu dönemde, AMB'nin, likiditeyi, piyasa katılımcılarının tercihlerine bağlı olarak, kısa ve uzun dönem refinansman operasyonlarıyla uygun bir şekilde bölüşürmesi gerekmiştir.

İkinci dönem, 2008'in son çeyreğini ve 2009'un ilk üç çeyreğini kapsayan dönemdir. Bu dönem, dünya üretim düzeyinde ve ticaretinde keskin bir daralmanın ve ardından hafif bir iyileşmenin görüldüğü dönemdir. Aslında, 2008-09 son çeyreğinde, makroekonomik gelişmeler, 1930'lardaki "Büyük Bunalım" başlangıcında görülen gelişmelere çok benzemektedir. Bu dönemde, Euro sistem, standart-dışı para politikası araçlarını uygulamıştır. Para ve sermaye piyasalarında giderek artan bozulma karşısında, Avrupa Merkez Bankası, Euro Bölgesi'nde parasal aktarım mekanizmasının çekirdeğini oluşturan bankacılık sistemini desteklemek üze-

re, oldukça cesur denilebilecek adımlar atmıştır. Finansal kriz, faiz oranlarında ciddi indirimler yapılmasını gerektirmiştir. Lehman Brothers'ın iflasından itibaren AMB, yedi aylık bir periyotta, refinansman oranını % 4,25'den 325 baz puan indirerek % 1'e düşürmüştür.⁵



Aynı zamanda, piyasa arbitrajının (piyasanın likiditeyi kurumlar ve zaman içinde düzgün bir şekilde dağıtamaması) kaybolması üzerine, Merkez Bankası piyasalarda aracılık rolünü üstlenmiştir. Parasal aktarım mekanizmasını tehlike altına sokan problemler, Merkez Bankası likiditesi devreye sokularak, likidite kanalı aracılığıyla giderilmeye çalışılmıştır.



5 Sonrasında bu oran, Nisan 2011 ve Ekim 2011'de iki adet 25 baz puanlık arttırmıdan sonra, tekrar % 1'lik orana getirilmiştir.

Ağustos 2007'de para piyasalarında oluşan gerilim, gecelik vadeli sabit oranlı ihalelerle giderilmeye çalışılırken, Merkez Bankası, Ekim 2008'de, çeşitli vadeler için tüm refinansman operasyonlarında, sabit oranlı tahsis politikasını uygulamaya koyarak, bankalara sınırsız miktarda ve uzun vadelerde likidite sağlamaya başlamıştır. Aynı zamanda, AMB, sabit operasyonlarındaki faiz koridorunu daraltmaya karar vermiştir. Bu politikada, yeterli teminat ve finansal sağlık koşullarının yerine getirilmesiyle, tarafların teklifleri karşılanarak; bankaların likidite sağlayabilmeleri için çaba sarfedilmiş ve likidite riskinin dengelenmesine çalışılmıştır.

Bu politika, 6 aylık ve 12 aylık operasyonlarla yürütülmüş olup; bu operasyonlar, bankacılık sisteminin daha uzun bir zaman diliminde karşı karşıya kaldıkları fonlama riskini, azaltmaya çalışmıştır. Sözkonusu operasyonların 2009 yılı sonlarında aşamalı bir şekilde sonlandırılmasına karar verilmiştir.

Teminat uygunluk kriterleri, geçici bir süreliğine genişletilmiş ve uygunluk kredi eşiği, pazarlanabilir varlıklar (varlığa dayalı menkul kıymetler dışında) ve pazarlanamaz varlıklar için, A- den BBB- ye düşürülmüştür. Temmuz 2009'da, Avrupa Merkez Bankası, ilk teminatlı bono⁶ alım programını (CBPP1) başlatmıştır. Amaç, kriz zamanında işlevini kaybetmeye başlayan ve Euro Bölgesi'nde bankaların uzun dönemli fonlamaları ve reel ekonominin finansmanı için son derece önemli olan, finansal piyasanın bu segmentini desteklemektir (*Lenza, M., Pill, H. and Reichlin, L. 2010*). AMB, aynı zamanda, ABD doları likidite operasyonlarının tekrar aktive edilmesi gibi uygulamalarla, diğer Merkez Bankaları ile uluslararası işbirliğini arttırmıştır.⁷

Endişeler, finansal piyasalarda yaşanan bozulmanın, kredi koşullarında bir kötüleşmeye yol açabileceği ve reel ekonomiye sıçrayabileceği yönünde olduğu için, bu önlemler, piyasanın tekrar işlerliğini kazanması ve parasal aktarım mekanizmasındaki bozulmanın giderilmesi amaçlarıyla devreye sokulmuştur.

Üçüncü dönem, Aralık 2009 ve Nisan 2011 arasındaki, Merkez Bankası'nın aşamalı bir sonlandırma uyguladığı dönemdir. Bu dönemde, AMB, standart-dışı araçları kademeli bir şekilde durduracağını belirtmiş ve bu sürece 1 yıllık uzun dönemli ve diğer 3 ve 6 aylık ek refinansman operasyonlarını yenilemeyerek başlamış, interbank para piyasasında likidite fazlasını azaltmayı amaçlamıştır. Teminat tarafında, Aralık 2009'da, varlığa dayalı menkul kıymetler için uygunluk koşulları sıkılaştırılmıştır. Teminat listesinin genişletilmesi ve reyting eşiğinin azaltılması gibi diğer geçici teminat önlemlerinin, 2010 sonuna kadar uygulanmasına karar verilmiştir. Ayrıca, ABD doları cinsinden yapılan likidite operasyonları durdurul-

6 Teminatlı bonolar, bankalar tarafından, özel ve kamu sektörüne verilen kredileri finanse etmek için ihraç edilen uzun dönemli borç araçlarıdır ve birçok ülkede bankalar için ana finansman kaynağıdır.

7 Bu tarz operasyonlar Aralık 2007'de, Amerika Merkez Bankası Federal Reserve ile karşılıklı döviz swap anlaşmalarının yapılmasını takiben de uygulanmıştır. Fakat bu sefer, sabit orandan tam tahsis şeklinde ve daha uzun vadelerle uygulanmıştır.

muş ve düzenli 3 aylık refinansman operasyonları için değişken oranlı ihale teklifleri, tekrar başlatılmıştır.

Bununla beraber, 2009 yılı sonlarında başlayan ve 2010 yılı baharında şiddetini arttıran ülke borç krizi, Avrupa Merkez Bankası tarafından, bu aşamalı son verme sürecinin uygunluğunun yeniden değerlendirilmesine yol açmıştır. Dördüncü dönem dediğimiz bu dönem, hala içinde bulunduğumuz, ülke borç krizini kapsamaktadır. 2010 yılı başlarında, birçok Euro Bölgesi ülkesinde tahvil faiz farkları, Alman tahvillerine kıyasla, büyük ölçüde genişlemiştir. Bu gelişmelerin, Yunanistan kamu maliyesinin sürdürülebilirliğine ilişkin giderek artan piyasa kaygılarının sonucu olarak yorumlanmasına rağmen, 2010 yılı baharına doğru, diğer ülke tahvil piyasalarına doğru sıçradığına dair açık işaretler oluşmaya başlamıştır. Bu bulaşma, İrlanda ve Portekiz'i, son olarak da İspanya ve İtalya'yı etkilemiştir. Giderek daha fazla sayıda ülkede, borç piyasaları işlevini kaybetmeye başlamıştır. Bu durum, para politikası kararlarının, finansal piyasalara ve daha geniş anlamda ekonomideki finansman koşullarına aktarım kanalını zayıflatmıştır. Mayıs 2010'da, bu sıkıntıları giderebilmek için, Merkez Bankası, "Menkul Kıymet Piyasaları Programı" nı başlatarak, borç piyasalarına müdahale etmiş ve menkul kıymet piyasalarında varlık fiyatlandırma koşullarının korunmasına yönelik bir politika izlemeye başlamıştır.

Sabit getirili menkul kıymetler arasında, devlet tahvilleri önemli bir role sahiptir. Düşük likidite ve değişken fiyatlar, tahvillerin değerini düşürücü etkiye sahiptir ve teminatın kabul edilebilirliğini olumsuz yönde etkilemektedir. Finansal piyasalarda teminatl borçlanmanın giderek artan önemi nedeniyle, finansal aracılık, ülke tahvil işlemlerinde doğacak bir sıkıntıdan çok olumsuz etkilenecektir. Ayrıca, aniden düşen tahvil fiyatları, finansal ve reel sektörde faaliyet gösteren kurumların portföylerinde büyük kayıplara yol açmaktadır. Bankalar açısından bu, ekonomiye sağlanan kredilerin azalması anlamına gelmektedir. Devlet tahvili faiz oranları, firmaların bono ihraç ederken ödemek zorunda oldukları ve bankaların kredilerini fiyatlarken kullandıkları faiz oranlarının düzeyini de belirlemektedir. Devlet tahvili faiz oranları, sabit getirili menkul kıymetlerden hisse senetlerine kadar tüm varlıkların fiyatlandırılmasında temel alınmaktadır.

"Menkul Kıymet Piyasaları Programı" çerçevesinde, Avrupa Merkez Bankası, ikincil piyasada, Euro Bölgesi borç kağıtlarının direkt alımlarını yürütmüştür. Programın Nisan ve Ağustos 2011 gibi neredeyse 4 aylık bir dönemde hareketsiz kalmasını takiben, ülke borç piyasalarında gerilimin yeniden artmasıyla, AMB, Ağustos 2011'de, bu program altında bono alımlarını yeniden başlatmıştır.

Program doğrultusunda yapılan bono alımlarının önemli bir özelliği, likidite etkisinin haftalık likidite emici operasyonlarla, etkisiz hale getirilmeye çalışılması olmuştur. Bu operasyonların bir sonucu olarak, toplamda piyasalara net bir Merkez Bankası likiditesi enjeksiyonu olmamıştır.

2011 yılının sonlarına doğru, piyasalardaki gerilimin ve ülke borç piyasalarında stresin artması, Euro Bölgesi bankalarının piyasalardan fonlama yapabilmelerini büyük ölçüde engellemiştir. Böyle bir bozulma, kredi kurumlarının, bölgedeki hane halkı ve reel sektöre verdikleri kredilerin kısılması riskini taşımaktadır.

Bu şekilde oluşacak bir kredi kısıntısının önüne geçebilmek ve para politikası kararlarının etkin bir şekilde reel ekonomiye aktarılmasının devamlılığını sağlamak, dolayısıyla, Euro Bölgesi'nde fiyat istikrarının korunması amacıyla, Merkez Bankası, Ekim 2011'de ek standart-dışı araçlar uygulamaya karar vermiştir. Uygulanması düşünülen önlem paketi, 3 yıllık vade ve erken ödeme opsiyonuyla, iki adet daha uzun vadeli refinansman operasyonunu da içermektedir.

İlk olarak, AMB, sabit oranlı tam tahsis ihaleleriyle, 12 ve 13 aylık iki adet uzun dönemli refinansman operasyonu düzenlemeye karar vermiştir. Her iki operasyondaki oran, sırasıyla bu uzun vadeli refinansman operasyonlarındaki ortalama faiz oranı esas alınarak, sabitlenmiştir. Ayrıca, ana refinansman operasyonlarının (MROs), en azından 10 Temmuz 2012 tarihine kadar, sabit oranlı tam tahsis ihaleleri ile devam etmesi uygun görülmüştür.

2012 yılının ilk yarısında yürütülecek olan 3 ay vadeli altı uzun vadeli refinansman operasyonu da, sabit oranlı tam tahsis ihale prosedürlerine göre yürütülmüştür ve uygulanan faiz oranı, sırasıyla ilgili operasyonların faiz oranlarının ortalamasına eşit olacak şekilde sabitlenmiştir.

Ayrıca, yeni bir bono alım programı (CBPP2) başlatılmıştır. Bu program doğrultusunda, hem birincil hem ikincil piyasalarda, Kasım 2011 tarihinden itibaren 1 yıllık periyot içerisinde, 40 milyar Euro tutarında bono alımı yapılmasına karar verilmiştir.

AMB, 2011 yılı sonunda, ilk 3 yıl vadeli refinansman operasyonunu düzenlemiştir. 21 Aralık 2011 tarihinde yapılan ilk operasyon, 523 kredi kurumuna 489,2 milyar Euro tutarında likidite sağlamıştır. Bu tutar, Ekim 2011'de 12 aylık vade ile düzenlenen operasyondan gelen 45,7 milyar Euro'yu içererek, nette 210 milyar Euro tutarında bir likidite enjeksiyonuyla sonuçlanmıştır. İkinci operasyon, 29 Şubat 2012 tarihinde gerçekleşmiş olup; 800 kredi kurumuna 529,5 milyar Euro tahsis edilmiştir. Bu tarihte gerçekleştirilen 3 ay vadeli operasyonda sağlanan 6,5 milyar Euro'ya ek olarak, haftalık refinansman operasyonunda sağlanan 29,5 milyar Euro da dikkate alındığında, Merkez Bankası tarafından, toplamda 565,5 milyar Euro tutarında likidite sağlanmıştır.

5. Standart-dışı Araçların Uygulanması

Aktarım mekanizması kanallarının çalışmadığı bir ekonomik ortamda, faiz oranlarının düşürülmesi gibi standart para politikası araçlarına başvurulması, fiyat istikrarının sürekliliğinin sağlanmasında ve finansal istikrarın korunmasında yetersiz kalabilir.

Finansal stres altında, aktarım mekanizmasının işlerliğini tekrar kazanabilmesi için, ilk olarak, para piyasalarındaki gerilimin (aktarım mekanizmasındaki ilk halka) azaltılması gerekir. Ayrıca, politika faiz oranlarında büyük indirimlere gidilmesi gerekebilir. Yaşanan finansal krizde, bankalarca kredi standartlarının sıklaştırılmasıyla sonuçlanan, bankacılık sistemindeki bozulmalar, aktarım mekanizmasının daha ileri halkalarının (bankalardan hane halkı ve firmalara aktarım) düzgün bir şekilde işlemesi için, standart-dışı politika araçlarının devreye sokulmasını gerekli hale getirmiştir (ECB, 2010).

Avrupa Merkez Bankası tarafından kriz süresince yürütülen standart-dışı araçlar, aktarım mekanizmasının düzgün bir şekilde işlenmesini sağlamak ve standart araçların etkin bir şekilde faaliyet gösterebilmesi için uygun bir ortam yaratılmasına katkıda bulunmak üzere tasarlanmıştır. Standart-dışı araçlar, para politikası aktarım mekanizmasının daha iyi işlenmesini sağlamak üzere uygulamaya konulurken; bu araçların uygulanması, parasal aktarım mekanizmasının çalışmasına ve finansal piyasalardaki bozulmanın derecesine göre ayarlanmaktadır.

AMB tarafından yürütülen para politikasının asıl hedefi, orta vadede fiyat istikrarının sağlanması olmuştur. Standart-dışı araçların açık bir amacı vardır; bazı piyasalarda görülen aksaklıklara rağmen, faiz oranı kararlarının mümkün olduğunca etkin bir şekilde ekonomiye aktarılmasını sağlamak. Bu araçlar, özellikle faiz oranlarındaki değişikliklerle para politikasını onarmaya olanak tanıyarak, aktarım mekanizmasını desteklerken, faiz oranları fiyat istikrarını sağlamak amacıyla ayarlanmaktadır.

Standart-dışı araçlar, faiz oranlarını 3 kanal aracılığıyla etkilemektedir;

1. Likidite etkisi aracılığıyla, doğrudan gecelik repo gibi çok kısa vadeli faiz oranlarını etkileyebilirler. Diğer bir deyişle, Merkez Bankası likiditesinin piyasaya verilmesi durumunda, bu araçlar, gösterge politika faiz oranı (MRO rate gibi) ve finansal araçların fiyatlandırılmasında temel alınan piyasa faiz oranı (EONIA⁸ gibi) arasında bir aralık açabilir.

2. Bu araçlar, para piyasasında oluşan faiz farklarını azaltarak, birçok özel kredi sözleşmesine esas olan EURIBOR⁹ ve LIBOR¹⁰ gibi piyasa faiz oranlarını azaltabilir ve harcamaları uyarıcı etkide bulunabilir. Bu şekilde, interbank işlemlerini desteklemek için Merkez Bankası aracılığının kullanılması oldukça başarılı olabilir.

3. Bu araçlar, finansal piyasalarda artan gerilime bağlı olarak, gelecek para politikası kararlarına ilişkin beklentileri yönetmek ve para piyasası verim eğrisinin

8 EONIA (Euro Overnight Index Average), Euro Bölgesi'nde geçerli olacak referans gecelik faiz oranıdır.

9 EURIBOR (The Euro Interbank Offered Rate), Bölgesi'nde bir ana banka tarafından diğer bankaya, euro interbank vadeli hesapları için Brüksel saati ile sabah 11.00'de açıklanacak ve işlem yapıldıktan sonra 2 günlük zaman diliminde geçerli olacak (spot), 360 gün esası üzerinden hesaplanacak faiz oranıdır.

10 LIBOR (London Interbank Offered Rate), Londra bankalararası Euro faiz oranıdır.

eğimini etkilemek için kullanılabilir. Lehman Brothers'ın iflasını izleyen dönemde, AMB, sabit oranlı tahsis politikasıyla bol likidite yaratarak, EONIA'yı düşük tutmaya çalışmıştır. Normal zamanlarda, MRO oranı ile EONIA arasındaki fark küçük ve pozitifken, Lehman Brothers'dan sonra, aralık oldukça geniş ve negatif hale gelmiştir, 65 baz puan gibi.

Avrupa Merkez Bankası'nın geleneksel olmayan önlemleri veya genişletilmiş kredi desteği programı, uzun vadelerde ve büyük miktarlarda likidite operasyonları, teminat listesinin genişletilmesi, teminatlı bono alım programı gibi uygulamaları içermekte olup, para piyasası vade farklarını azaltarak, aktarım mekanizmasının işlerliğini kazanmasına az da olsa, yardımcı olmuştur.

Kriz sırasında, parasal aktarım mekanizmasının temel kısmı olan politika faiz oranlarından piyasa faiz oranlarına olan aktarım, bir bakıma işlevini sürdürmeye devam etmiştir. Ancak, aktarım çok daha yavaş olup, politika faiz oranları ile piyasa faiz oranları arasındaki gecikmeler daha uzun gerçekleşmiş, bu da ekonomiyi ve enflasyon beklentilerini dengelemek için politika faiz oranının çok düşük düzeylere indirilmesini gerekli kılmıştır. Genişletilmiş kredi desteği programı, politika faiz oranlarının piyasa faiz oranlarına yansımını kolaylaştırarak, para piyasası vade farklarının azaltılmasına yardımcı olmayı hedeflemiştir. Sonuç olarak, AMB'nin bilançosunun önemli ölçüde büyümesi, devlet tahvili vade farklarının azalmasını ve Euro Bölgesi'ndeki devlet tahvillerine ait verim eğrisinin daha yatık hale gelmesini sağlamıştır. Bu sonuç, bir bakıma alınan önlemlerin az da olsa, olumlu etkileri olduğunu göstermektedir.

Kriz süresince, para piyasalarındaki gerilim, bankaların ekonomiye fon aktarımında aksamalar yaşanmasına yol açmıştır. Finansal krizden önceki dönemde kredi ayağında önemli bir kaynak işlevi gören seküritizasyon, durma noktasına gelmiştir. Bu da, AMB tarafından başlatılan genişletilmiş kredi desteği olmaksızın, politika faiz oranlarındaki indirimin pek de işe yaramayacağını göstermiştir.

Genişletilmiş kredi desteği programı, hem faiz oranları hem de kredi arzı üzerinde direkt etkiye sahiptir. Faiz oranı üzerindeki etkisi, ilk olarak, Euro Bölgesi bankalarının değişken oranlı kredilerde ve kısa vadeli kredilerde referans olarak aldıkları para piyasası faiz oranlarına (düşüş şeklinde) yansımıştır. Kredi arzı üzerindeki etkisi, iki tamamlayıcı kanal aracılığıyla ölçülebilir. Öncelikle, tüm önlemler, bankaların fonlama kabiliyetini arttırarak, kredilerde artışa katkıda bulunmayı amaçlamıştır. Ayrıca, teminatlı bonoların satın alınması, sermaye piyasasında önemli bir role sahip olan bu segmentte, bankaların fonlama yapabilmesini kolaylaştırmıştır. Özellikle, alınan önlemler, para piyasalarının işleyişinin ciddi şekilde zarar gördüğü ve bankaların sermaye piyasalarına başvururken sıkıntılar yaşadıkları bir ekonomik ortamda, kalıcı bir iyileşme sağlanamasa da, banka kredi kanalının dönemsel olarak açılmasına yardımcı olmuştur.

Finansal kriz, aktarım mekanizmasının ilk halkası olan, Merkez Bankası ve interbank para piyasası oranları olarak adlandırılan halkayı ciddi bir bozulma riskiyle karşı karşıya getirmiştir. Yukarıda belirtilen gelişmeler, standart para politikası araçlarını tamamlamak amacıyla standart-dışı araçların kullanılmasını gerekli hale getirmiştir.

AMB, genişletilmiş kredi desteği önlemleriyle, finansal piyasaların işlevini düzenli bir şekilde yerine getiremeyen segmentlerini değiştirmeye çalışmış ve likidite açığı olan bankalarla likidite fazlası olan bankalar arasında aracılık rolünü üstlenmiştir. Bununla aynı zamanda, likidite risk priminin düşürülmesine çalışılmıştır.

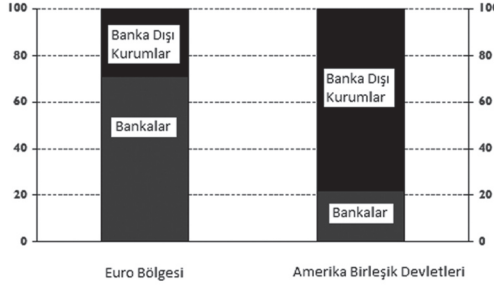
6. Bankaların Aktarım Mekanizmasındaki Rolü

Euro Bölgesi'nde, finansman sağlanmasında ağırlıklı olarak bankacılık sistemine başvurulduğu ve firmalara ve hane halklarına kredi sağlanması süreci, büyük ölçüde bankalar aracılığıyla gerçekleştirilmekte olduğu için, bankaların parasal aktarım mekanizmasında önemli bir rolü vardır. Son yıllarda, firmaların dış finansmanlarının hemen hemen dörtte üçü bankalardan sağlanmaktadır ve banka kredi kanalında meydana gelen bir bozulma, firmaların dış finansmanlarının çoğunlukla özel sektör tahvil piyasalarından sağlandığı ülkelere nazaran, çok daha şiddetli sonuçlara neden olmaktadır (ECB, 2008).

Kriz nedeniyle, Euro Bölgesi'ndeki bankalar, hem sermaye tabanları hem fonlama koşulları açısından, büyük baskı altına girmişlerdir. Bankalar, finansal piyasalardan, uzun dönemli finansman sağlanmasında güçlüklerle karşılaşmaktadır. Fonlamada yaşanan bu tür bir daralma, bilançolarda vade uyumsuzluklarına neden olmakta ve sonuç olarak, finansal krizin şiddetini arttırmaktadır. Aynı zamanda, özellikle küçük ve orta ölçekli bankalar olmak üzere, finansal sistemin bazı segmentlerinde, teminat açıkları oluşmuştur.

Bankacılık sektöründeki bu tür baskıları tespit etmek üzere, AMB tarafından düzenli olarak yürütülen ekonomik ve parasal incelemeler, Euro Bölgesi'nde, finansal piyasalarda artan gerilimin ekonomik aktiviteyi olumsuz yönde etkilemeye devam ettiğini ve ekonomik görünümün yüksek belirsizlik ve önemli risklere maruz kaldığını göstermektedir.

Merkez Bankası, para politikasını krizin zorluklarına adapte etmek için, araçlarını büyük ölçüde genişleterek, bölgedeki bankaları mevcut ve gelecek likidite sıkışıklıklarına karşı korumayı amaçlamıştır. Bankalar, Euro Bölgesi finansal sisteminin belkemiğini oluşturmakta ve Avrupada gerçekleştirilen yatırımların büyük bir çoğunluğunu finanse etmekte olup; firmaların dış borçlanmasının %70'i bankalardan sağlanmaktadır. Bankaların reel sektöre kredi verebilirliğinin tehlikeye atılması, aynı zamanda milyonlarca Avrupalı'nın işinin tehlikeye atılması anlamına gelmektedir.



Bu koşullar altında, orta dönemde fiyat istikrarı hedefine sadık kalınarak, Avrupa Merkez Bankası, geniş kapsamlı birçok önlem almıştır. İlk olarak, gösterge faiz oranını %1'e kadar indirmiştir. Normal koşullarda, politika faiz oranı indirimi, enflasyonun kontrol edilmesi ve talebin desteklenmesi yönünde güçlü bir araç olup; faiz indirimiyle, finansal getirilerde aşağı yönlü ayarlamalar yoluyla, geniş bir menkul kıymet yelpazesine ait verimin düşmesi sağlanmaktadır.

Kriz nedeniyle, bu süreç zarar görmüştür, dolayısıyla, faiz indiriminin etkisi zayıflamıştır. Bankalar, diğer bankalara ve daha genel anlamda ekonomiye verdikleri kredileri sınırlandırmışlar ve nakit olarak tutmayı tercih etmişlerdir. Krizin ikinci aşamasında, devlet tahvili piyasalarının bazı segmentlerinde yaşanan düşük likidite de, bu kıymetlerin teminatlı kredilerde yaygın olarak kullanılması nedeniyle, bankaların fonlama koşullarını sektöre uğratmıştır. Bu nedenle, AMB, reel ekonomiye gerekli para politikası etkisini getirebilmek amacıyla, ek destek sağlamayı hedefleyen önlemleri uygulamaya başlamıştır.

2011 yılının son çeyreğinde, özel sektördeki para ve kredi göstergeleri oldukça kötüleşmiştir. Parasal büyüklüklere ait yıllık büyüme oranları büyük ölçüde düşmüş olup; özel sektör kredilerinde, özellikle bireysel ve kurumsal kredilerde düşüşler yaşanmıştır. Ülke borç krizi nedeniyle, bankacılık sektörünün reel ekonomiye olan katkısı giderek kötüleşmiştir.

Özel sektöre verilen banka kredileri yıllık büyüme oranı, 2011 yılı son çeyreğinde büyük ölçüde düşmüştür. Özellikle, tüketici kredileri, hem talep yönlü faktörler (ekonomiyle ilgili olumsuz beklentiler, konut sektöründeki kötüleşme), hem de arz yönlü faktörler (bankacılık sektöründe yaşanan fonlama sıkıntıları) nedeniyle büyük ölçüde azalmıştır.

2011 son çeyreği için yapılan Banka Kredi Araştırması sonuçları da parasal gelişmelerdeki bozulmayı teyit eder niteliktedir; Euro Bölgesi bankaları, 2010 yılı son çeyreğiyle karşılaştırıldığında, kredi koşullarını iyice sıkılaştırmıştır (*Bank Lending Survey, Ocak 2011*).

Bu verilerin ışığında, bankaların fonlama ve sermaye yapılarında artan baskıların, bazı ülkelerde, banka kredilerinin önemli ölçüde kısılmasına yol açacağına

ilişkin yüksek somut riskler görülmüştür. Özellikle, düşük ekonomik aktivite, bankaların finansman sıkıntıları ve kredilerdeki azalmalardan oluşan bu döngü, fiyat istikrarını büyük ölçüde tehlike altına sokmuştur.

Kredilerdeki bu azalma, artan fonlama maliyetleri ve banka bilançolarının kötüleşmesi nedenlerinden kaynaklanmaktadır. Kredi kurumlarının fonlama koşulları, 2011 yılı ikinci yarısından itibaren oldukça bozulmuştur. Euro Bölgesi yerleştiği olmayan kişiler mevduatlarını hızlı bir şekilde çekmektedirler ve bankalar uzun dönemli borç finansmanında birçok güçlüklerle karşılaşmaktadırlar. Bu durum, bankaların, Euro sistem operasyonlarına daha çok başvurmasına yol açmıştır.

Özel sektöre verilen kredilerdeki azalma, Euro Bölgesi'nde özel sektörün finansal varlıklara yatırım yapma konusunda isteğini giderek azaltmıştır ve bankaların, teminatlardaki kötüleşme vb. sebeplerle teminatlı para piyasasını kullanarak, finansman sağlamasını engellemiştir.

Yatırımcıların ülke borç krizinin tırmanması konusunda ciddi endişeler taşıması, bölgedeki bankalar için piyasa bazlı fonlamanın giderek azalmasına yol açmıştır. Bankalar aynı zamanda sermaye pozisyonlarını güçlendirmek konusunda, düzenleyici baskılarla karşı karşıya kalmışlardır. Aralık 2011'de, arz yönlü faktörler, bankaları reel sektöre kredi vermede isteksiz hale getirirken, banka bilançolarındaki bir diğer olumsuz etki de, ülke tahvil fiyatlarındaki hızlı düşüşün durumu daha da kötüleştirilmesi olmuştur.

Bu riskli durum karşısında, yukarıda belirttiğim üzere, Avrupa Merkez Bankası tarafından bazı araçlar uygulanmıştır. Öncelikle, finansman sıkıntılarının giderilmesine yönelik olarak, uzun vadelerde büyük likidite sağlanmıştır. Ayrıca, likidite sağlanması ve KOBİ'lere kredi temininin kolaylaşması amacıyla, kabul edilebilir teminat listesi genişletilmiştir.

Aralık 2011'de, 3 yıl vadeli iki adet uzun dönemli refansman operasyonu başlatılmıştır. Bu operasyonlar, sabit oranlı ihalelerle yürütülmüştür. Bu operasyonların esnekliğini arttırabilmek ve farklı likidite ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla, taraflara, tahsis edilen miktarların kalan kısımlarını, 1 yıl sonra geri ödeme opsiyonu tanınmıştır.

Avrupa Merkez Bankası, 21 Aralık 2011'de yapılan ilk 3 yıllık operasyon ile 489 milyar Euro tutarında likidite sağlamış olup; vadesi gelen ve o hafta kapanması gereken diğer operasyonlar hesaba katıldığında, net likidite artışı 210 milyar Euro olarak gerçekleşmiştir. 29 Şubat'ta yapılan ikinci 3 yıllık operasyon ile, kredi kurumlarına ek bir 530 milyar Euro sağlanmıştır. Aynı şekilde, vadesi gelen işlemler göz önüne alındığında, net likidite enjeksiyonu 311 milyar Euro tutarında gerçekleşmiştir. Söz konusu operasyonlarda teklif veren taraflar iki gruba ayrılabilir; ilk grup, nispeten küçük miktarlar için teklif veren birçok küçük bankadan oluşmakta

iken, diğer grup, büyük bankaları ve tahsis edilen miktarın büyük çoğunluğunu teşkil etmekteydi. İkinci operasyonun ayırt edici özelliği, teklif verenlerin sayısının ilk operasyonda oluşan 523'e karşılık 800 civarında olmasıydı. İkinci operasyonda teklif verenlerin büyük çoğunluğu, Euro Bölgesi'nde ekonomik koşulların çok daha iyi olduğu ülkelerdeki küçük bankalardı. Bu bankaların yarısından çoğu, 50 milyon veya daha az tutarda Euro için teklif vermişlerdir. Bu sonucun mantıklı bir açıklaması, Euro sistemin daha küçük finansal kurumlara ulaşmada başarılı olduğu görüşü olabilir. Ayrıca, KOBİ'lere kredi sağlanmasında büyük önemi olan bu bankaların, ikinci operasyon için tekliflerini hazırlarken ilkinden daha fazla zamanları olmuştur.

Bu doğrultuda düzenlenen ve 3 yıllık vadelerle gerçekleştirilen uzun dönemli refansman operasyonları, Merkez Bankası para politikası açısından büyük bir yeniliktir. Sistemik riskin, ekonominin işleyişine ciddi bir şekilde zarar verdiği mevcut koşullar altında, Merkez Bankası kredi desteğinin kullanılması son derece gerekli hale gelmiş olup; kredi desteğinin bu kadar uzun vadelere genişletilmesi, bankalara likidite ihtiyaçlarının planlamasında daha geniş bir süre tanınması anlamına gelmektedir. Aralık 2011'de yapılan ilk 3 yıllık uzun dönemli refansman operasyonunda sağlanan likiditenin, ekonomik birimler arasında değiş tokuş edildiği ve aynı zamanda, Merkez Bankası'ndan ödünç alan bankaların, mevduattan yararlanan bankalarla aynı olmadığı görülmüştür. Ayrıca, ilk yıldan sonra, bankalara, operasyonu sonlandırma opsiyonu sunulması, değişen likidite ve normalleşen piyasa koşullarına göre kendilerini ayarlayabilme esnekliği olanağını sağlamıştır.

Bu operasyonlar neticesinde, verim eğrisi üzerinde, başlangıçta kısa dönemde, sonra daha uzun aralıklarda olmak üzere, faiz oranlarının kısmen düşmekte olduğu görülmüştür. Bu gelişmeler, standart-dışı araçların bankacılık sektöründe, reel ekonomiye finansman sağlanmasındaki güçlükleri ortadan kaldırmada, çok daha ciddi bir kredi sıkışmasının yaşanmasını bir nebze de olsa önlediğini göstermektedir.

3 yıl vadeli operasyonlar aracılığıyla yapılan büyük ölçekli likidite enjeksiyonu, birçok piyasa segmenti üzerinde etkili olmuştur. Bankaların karşı karşıya olduğu likiditeye ilişkin endişelerin azaltılması ve bankacılık sektörü sistemik riskinin azaltılmasıyla (örneğin, CDS primlerindeki düşüşlerle), sözkonusu operasyonlar, fonlama piyasalarının tekrar çalışmaya başlamasına katkıda bulunmuştur.

Para piyasalarında, EURIBOR-OIS¹¹ faiz farkları geçen yıldan beri, genişleyen trendini tersine çevirerek ve önemli ölçüde daralarak, bu operasyonların risk primini düşürmede kısmen başarılı olduklarını göstermiştir. Daha genel anlamda, tüm Euro piyasa eğrisi düzleşmiştir. Teminatlı segmentte, seçili Euro Bölgesi devlet tahvillerinde Ağustos 2011'den beri aşamalı bir şekilde artan repo oranları, AAA reytingine sahip ülkelere ait devlet tahvilleri ile karşılaştırıldığında, düşmeye başlamıştır.

11 OIS (Overnight Indexed Swap), Gecelik swapların faiz oranı göstermektedir.

İkinci önlem, bankalara kredileri teminat olarak kullanma olanağı sağlamaktadır. Bununla, bankaların ekonomiye verdikleri krediyi kısımları ve bilançolarındaki diğer varlıkları ölü fiyatlara satmaları engellenmeye çalışılmaktadır. Avrupa Merkez Bankası, milli bankaların, belirli uygunluk şartlarını sağlayan banka kredileri gibi unsurları da teminat olarak kabul edebilmesine olanak sağlayarak, teminat kullanılabilirliğini arttırmaya karar vermiştir. Örneğin, Banque de France, ipotekli veya birinci sınıf imtiyazlı gayrimenkul kredilerini, ABD doları cinsinden ihraç edilmiş kredi alacaklarını ve Coface tarafından garanti edilen ihracat kredisi alacaklarını da teminat olarak kabul etmeye başlamıştır. Aynı zamanda, Euro sistem operasyonlarında hali hazırda kabul edilebilir olan varlığa dayalı menkul kıymetlere ek olarak, AMB, ihraçta ikinci en iyi reytinge sahip ve ömür boyu A-veya üzeri nota sahip varlığa dayalı menkul kıymetleri, ipotekli konut kredileri ve KOBİ'lere¹² açılan kredilere dayalı varlıkları da, teminat olarak kabul etmeye başlamıştır.

Üçüncü önlem, munzam karşılık oranının %2'den %1'e düşürülmesi olmuştur. Bu da, bankacılık sektörüne 100 milyar Euro tutarında ek likidite sağlamıştır. Diğer önlemlerle birlikte, munzam karşılık oranlarındaki bu düşüşün, para piyasasındaki aktiviteyi ve borçlanmayı canlandırmaya yardımcı olması hedeflenmektedir.

Bu önlemlerin amacı, parasal aktarım mekanizmasındaki bozulmaların giderilerek, hanehalkı ve firmaların, özellikle küçük ve orta ölçekli işletmelerin, mevcut koşullar altında mümkün olduğu kadar etkin bir şekilde borç alabilmelerini sağlamaktır.

7. Sonuç

Politika faiz oranları, öncelikle para piyasası ve tahvil faiz oranlarına, piyasa faiz oranlarındaki bu değişiklikler de, banka kredi ve mevduat faiz oranlarına ak-

12 Bir kredi daralması, özellikle, banka fonlamasına olan bağımlılıkları dikkate alındığında, küçük ve orta ölçekli işletmeler (SMEs) için çok tehlikelidir. Bu işletmelerin, istihdamın üçte ikisini oluşturdukları hesaba katıldığında, Avrupa ekonomisinin temel taşı oluşturduklarını söylemek yanlış olmaz. Birkaç örnek vermek gerekirse, KOBİ'ler, Euro Bölgesi'ndeki tüm işletmelerin %98'ini, bölgedeki işgücünün %72'sini, ekonomideki katma değer (tüm yatırımların) %60'ını oluşturmaktadırlar. Büyük şirketlerden çok daha yüksek oranda iş yaratma kabiliyetine sahiptirler. Bununla beraber, KOBİ'ler, çok daha sıkı finansal koşullarla karşı karşıya kalmakta olup; dış finansman sağlarken daha yüksek maliyetler ve daha yüksek borçluluk oranları söz konusu olmaktadır. Euro sistem tarafından KOBİ'ler için yapılan son araştırma sonuçlarına göre, 2011 yılının ikinci ve üçüncü çeyreklerinde, KOBİ'lerin karşılaştığı en büyük güçlüklerden biri, finansman sağlanması olmuştur. Bu arada, ekonomik aktivitenin oldukça zayıf olduğu 2009 yılında, finansman sıkıntısı yaşayan şirket sayısı çok daha düşüktü. Aynı araştırmaya göre, banka finansmanı (ek hesap, kredi limitleri, banka kredileri gibi yollarla sağlanan), KOBİ'lerin dış finansmanında en önemli kaynak olarak kalmaya devam etmektedir ve bankaların kredi verme-deki isteksizleri göze çarpmaktadır. Dolayısıyla, 2010 yılındaki gelişmeler neticesinde, KOBİ'ler tarafından finansman sağlanmasında önemli güçlüklerle karşılaşmaktadır. Alınan önlemlerin bu sektöre destek sağlaması, dolaylı yoldan yatırımları, büyümeyi ve istihdamı olumlu yönde etkilemesi beklenmektedir.

tarılmaktadır. Teminat değerleri, bankalar tarafından yapılan kredi riski değerlendirilmesi ve para politikasının bankacılık sistemi üzerindeki etkileri göz önüne alındığında, bu yansımanın derecesi para politikası tutumuyla yakından ilişkilidir. Yaşanan finansal kriz, kriz öncesi hakim para politikası anlayışındaki bazı eksiklikleri ortaya çıkarmıştır (BIS, 2009).

Euro Bölgesi'nde, parasal aktarım mekanizmasıyla ilgili özellikle üç piyasa segmenti bulunmaktadır; interbank (bankalararası) para piyasası, covered bond (teminatlı bono) piyasası ve sovereign bond (ülke devlet tahvili) piyasası. Bu piyasalar özellikle finansal kriz zamanında, oldukça önemli hale gelmiştir.

Euro Bölgesi'nde bankaların reel ekonomi için arzettikleri önem nedeniyle, bankaların yüksek likidite ihtiyaçlarının karşılanması ve fonlamada yaşanan sıkıntıların yatıştırılması, geniş anlamda ekonomiyi desteklemek için gereklidir.

Finansal piyasalarda ciddi bozulmalar başladığında, Avrupa Merkez Bankası tarafından, bankaların artan likidite talebini karşılamak ve belirsizliği azaltmak amacıyla, genişletilmiş kredi desteği programı adı altında birçok önlem uygulamaya konulmuştur ve banka bilançolarında varlık tarafındaki sıkıntıların giderilmesine ve dolayısıyla, zararına satış riskinin azaltılmasına çalışılmıştır.

AMB'nin geleneksel olmayan önlemleri veya genişletilmiş kredi desteği programı; uzun vadelerde ve büyük miktarlarda likidite operasyonları, teminat listesinin genişletilmesi, teminatlı bono alım programı gibi uygulamaları içermekte olup, para piyasası vade farklarını azaltarak, aktarım mekanizmasının az da olsa işlerliğini kazanmasına yardımcı olmuştur.

2010 yılı ikinci yarısında, Euro Bölgesi'nde giderek daha fazla sayıda ülkede, borç piyasalarının işlevini kaybetmeye başlaması, para politikası kararlarının, finansal piyasalara ve daha geniş anlamda ekonomideki finansman koşullarına aktarım kanalını zayıflatmıştır. Mayıs 2010'da, bu sıkıntıları giderebilmek için, Merkez Bankası, "Menkul Kıymet Piyasaları Programı" nı başlatarak, borç piyasalarına müdahale etmiş ve menkul kıymet piyasalarında varlık fiyatlandırma koşullarının korunmasına yönelik bir politika izlemeye başlamıştır. "Menkul Kıymet Piyasaları Programı" çerçevesinde, Avrupa Merkez Bankası, ikincil piyasada, Euro Bölgesi borç kağıtlarının direkt alımlarını yürütmüştür.

Ayrıca, uzun dönemli finansman operasyonlarıyla, bankaların bilançolarındaki yatırım ve fonlama ayakları arasındaki uyumsuzluğun hafifletilmesine ve likidite arzıyla ilgili belirsizliğin azaltılmasına çalışılmıştır. Bu gelişmelerin sonucu olarak, kriz öncesi dönemde para piyasası aracılığıyla gerçekleştirilen aracılık, büyük ölçüde Merkez Bankası bilançosu kullanılarak gerçekleştirilmeye başlanmıştır.

2012 yılı Mart ayındaki görünümüne bakıldığında, alınan tüm önlemlere rağmen, Euro Bölgesi'nde kalıcı bir iyileşme sağlanamış olup; piyasalara verilen likidite-

nin büyük bölümü, krediler yerine mevduata dönüşmekte ve finansal sektöre reel sektöre aktarım gerçekleşmemektedir. Bölgedeki ekonomik görünümün belirsiz olması ve finansal sistemin kırılganlığı, güvenlik duvarlarının daha da güçlendirilmesi gereğini ortaya çıkarmakta olup; uzun dönemli resesyona riski nedeniyle, AMB'nin parasal genişleme politikasına bir süre daha devam etmesi beklenmektedir. Yayılma riskinin önünde geçebilmek amacıyla, kurtarma fonunun hacminin arttırılacağı beklentisi hakim olmakla beraber, bölgeden gelen ekonomik veriler, kısmen iyileşmeler görülsede, beklentileri karşılayamamaktadır.

Kaynakça

Altunbas, Y., L. Gambacorta and D. Marques Ibanez (2009), "Securitisation and the bank lending channel", *European Economic Review* 53(8), pp. 996-1009

BIS (2009), "Rescue, recovery, reform", Chapter I, 79th Annual Report, pp. 3-15

Benati L. (2009), "Long-run evidence on money growth and inflation", *ECB Working Paper Series*, No 1027

BERK, Jan Marc (1998), "Monetary transmission: What do we know and how can we use it?", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 51 (205), ss. 145-170

Bordo M. (2007), "A brief history of Central Banks," *Economic Commentary*, Federal Reserve Bank of Cleveland

Blinder, Alan S. (2010), "How central should the Central Bank be?", *CEPS Working Paper*, No. 198

Blundell-Wignall, A. and Slovik, P. (2011), "A market perspective on the European sovereign debt and banking crisis", *OECD Journal, Financial Market Trends*

Brunnermeier M. and L. Pedersen (2010), "Market liquidity and funding liquidity" *The Review of Financial Studies*, 22, pp. 2201-2238

Cooper, G. (2008), "The origin of financial crises: central banks, credit bubbles and the efficient market fallacy"

ECB, *Monthly Bulletin* (July 2000), "Monetary policy transmission in the euro area"

ECB, *Monthly Bulletin* (October 2002), "Recent findings on monetary policy transmission in the euro area"

ECB, *Monthly Bulletin* (May 2010), "The "Great Inflation": Lessons for monetary policy"

ECB, *Monthly Bulletin* (October 2010), "The ECB's response to the financial crisis"

ECB, *The Euro Area Bank Lending Survey* (January 2012)

Fahr, S., R. Motto, M. Rostagno, F. Smets and O. Tristani (2011) "Lessons for monetary policy strategies from the recent past" in "Approaches to monetary policy revisited – lessons from the crisis", ed. M. Jarocinski, F. Smets and C. Thimann, pp. 26-67, *European Central Bank*

García, J.A. and T. Werner (2010), "Inflation risks and inflation risk premia," *ECB Working Paper* No 1162

Giannone, D., Lenza, M., Pill, H. and Reichlin, L. (2012), "The ECB and the interbank market" *Working Papers ECARES* 2012-005

Giannone, D., Lenza, M., Pill, H. and Reichlin, L. (2011), "Non-standard monetary policy measures and monetary developments", *CEPR Discussion Paper*, No. 8125

Lenza, M., Pill, H. and Reichlin, L. (2010), "Monetary policy in exceptional times" *CEPR Discussion*

Paper, No. 7669

J. Boivin, M.P. Giannoni and B. Mojon (2008), "How has the Euro changed the monetary transmission?", NBER Working Papers, No 14190

Mishkin, Frederic S. (1995), "Symposium on the monetary transmission mechanism", *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), s. 3-10

Mishkin, Frederic S. (1996), "The channels of monetary transmission: Lesson for monetary policy", NBER Working Paper No: 5464, ss. 1-27

Mishkin Frederic S. (2007), "Will monetary policy become more of a science?," *Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board, 2007-44*

Rother, P., L. Schuknecht and J. Stark, (2010), "The benefits of fiscal consolidation in uncharted waters", *ECB Occasional Papers, No 121*

Wyplosz, C. (2010), "The European debt crisis: Worrysome delusions", *December 2010*