

Avrupa Merkez Bankası'nın Finansal Krizdeki Rolü

The Role of European Central Bank in Financial Crises

Esra N. KILCI*

Özet

2007 yılı sonlarında başlayan global finansal krizle birlikte, para politikası birçok zorlukla karşılaşmıştır. Finansal kriz, özellikle parasal aktarım mekanizmasında istikrarsızlık yaratarak para politikasının yürütülmesini zorlaştırmıştır. Ayrıca, parasal birlik içerisinde, üye ülkeler arasındaki farklılıklar, belirsizlik ve karışıklığın artmasına neden olmuştur.

Avrupa Merkez Bankası'nı da içeren birçok merkez bankası finansal piyasaların sağlıklı bir şekilde işlenmesini desteklemek üzere geleneksel ve geleneksel olmayan önlemler uygulamaya koymuşlardır.

AMB tarafından yürütülen geleneksel olmayan önlemler, bankalara limitsiz fon desteğinin sağlanması, kabul edilebilir teminat listesinin genişletilmesi, teminatlı bonoların kesin alımlarının yapılması ve menkul kıymet piyasaları programı aracılığıyla, Euro bölgesinde yapılan müdahalelerden oluşmaktadır.

Bu çalışmanın amacı, Amerika'da konut balonunun patlamasını takip eden sub-prime krizi ve hala etkisini sürdüren ülke borç krizini içeren küresel finansal krizi ve özellikle AMB'nin krizdeki rolünü incelemektir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Kriz, Avrupa Merkez Bankası, Ülke Borç Krizi

Abstract

From the start of the crisis in summer 2007, monetary policy has faced a number of challenges. The financial crisis has complicated the implementation of monetary policy, in particular by creating instability in the transmission mechanism. And, within a monetary union, differences between member countries have added to the uncertainty and complexity.

* Doktora Öğrencisi, İstanbul University, Department of Economics (esra.kilci@gmail.com)

Many central banks, including the ECB, have put into effect not only conventional measures, in particular the key interest rate at which liquidity is injected into the system, but also unconventional measures to support the functioning of financial markets.

The unconventional measures, which have been maintained by the ECB and called non-standard, comprised; the provision of unlimited funding support to banks, extension of the list of eligible collateral, outright purchases of covered bonds and interventions in the euro area debt securities markets through the “Securities Markets Programme”. The goal is to remedy the malfunctioning of the money market connected to the increase in the counterparty risk premium that has led to a substantial decrease in volume and liquidity.

The purpose of this paper is to mention the global financial crisis which consists of two episodes; sub-prime crisis that followed the collapse of the housing bubble in the USA and the sovereign debt crisis which still keeps the effectiveness and predominantly to discuss the role of European Central Bank in the crisis.

Keywords: Financial Crisis, European Central Bank, Sovereign Debt Crisis

1. Giriş

Merkez Bankaları'nın başlıca amacı, fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Bu amacın gerçekleştirilmesine yönelik olarak, kısa dönem resmi faiz oranı belirlenerek, enflasyon hedefi tutturulmaya çalışılmaktadır. Bununla beraber, fiyat istikrarının başarılması, finansal istikrarı garanti etmemektedir ve kriz zamanlarında standart dışı önlemler ek olarak uygulamaya konulmaktadır.

AMB politika faiz oranındaki değişiklikler, banka ödünç verme oranlarındaki değişiklikler aracılığıyla enflasyonu, kredi koşullarını ve toplam talebi etkilemektedir. İşlerin iyi gittiği zamanlarda, bu aktarım mekanizması oldukça etkindir ve standart dışı önlemler gereksiz kalabilir. Ancak, olağandışı koşullar olağandışı önlemler gerektirir.

Ağustos 2007'de finansal piyasalarda karışıklıklar görülmeye başladığında, AMB büyük ölçekli likidite enjeksiyonlarıyla tepki veren merkez bankalarından biri oldu. Bankalararası piyasanın işlevini düzgün olarak yerine getirememesine rağmen, bankaların kendilerini finanse edebilmesini devam ettirebilmek amacıyla, ilave ve özel likidite operasyonları yürüttü. Bu operasyonları, Ekim 2008'e damgasını vuran Lehman Brothers'ın iflasından sonra başlayan genişletilmiş kredi yardımı ve Mayıs 2010'da finansal krizin bir ülke borç krizine dönüşmesinden sonra uygulamaya konulan, menkul kıymet piyasaları programı gibi bir dizi standart dışı önlem izledi.

2. Para Politikasının Amaçları

Fiyat istikrarının sağlanması, AMB'nin ana amacıdır ve bu amacın gerçekleştirilmesi görevi Euro bölgesi hükümetleri tarafından AMB'ye verilmiştir. 1999 yılın-

da euro'nun yürürlüğe girmesinden itibaren, AMB fiyat istikrarını orta dönemde % 2'nin altında ve bu orana yakın bir enflasyon oranı olarak tanımlamıştır.

1. *Parasal Aktarım Mekanizması*

Fiyat istikrarının sağlanması, etkin bir parasal aktarım mekanizması gerektirir. Parasal aktarım mekanizması düzgün bir şekilde işlediği zaman, resmi faiz oranı kararları, çeşitli kanallar aracılığıyla enflasyonu ve ekonomik aktiviteyi etkilemektedir.

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 şirketlere aktararak yine ekonomik aktiviteyi etkilemektedirler.

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

2. *Diğer amaçlar*

Fiyat istikrarı ve parasal aktarım mekanizmasının yürütülmesi amaçlarının dışında, AMB, finansal istikrarın sağlanması ve kredi kurumlarının denetimine yönelik izlenen politikalara da destek verebilir.

İçinde bulunduğumuz dönemi de kapsayan finansal krizin çeşitli aşamalarında, finansal istikrar, risk altına girmiştir. Aslında, uygulamada, AMB için, fiyat istikrarı önceliklidir ve ancak bu amacın gerçekleştirilmesinden sonra, AMB finansal istikrara katkıda bulunabilir. Fiyat istikrarı ve finansal istikrar arasında bir değişim sözkonusu değildir. Aksine, finansal istikrarın sağlanabilmesi için fiyat istikrarı gerekli bir koşuldur ve para politikasının finansal istikrara yapabileceği en iyi katkıdır.

AMB'nin finansal sistemin düzgün bir şekilde çalışmasına katkıda bulunmasına rağmen, finansal istikrarı sağlamak, asıl olarak, hükümetlerin sorumluluğundadır. Eğer hükümetler, finansal istikrarı bozucu risklere karşı uygun önlemler alır ve bankalar bilançolarını düzgün bir şekilde oluştururlarsa, Merkez Bankası parasal aktarım mekanizmasını onarmak üzere yürütülen standart dışı önlemlere daha az başvurur.

3. *Global Finansal Kriz*

1. *Sub-prime krizinden ülke borç krizine*

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 iki ana dö-

neme ayırabiliriz; Lehman Brothers'ın iflasıyla büyüyen sub-prime krizi ve etkisini hala sürdüren ülke borcu krizi.

2007 yılında Amerika'da sub-prime krizi patlak verdiğinde, bunun görünürde küçük ve bölgesel bir kriz olduğu düşünülüyordu. Politikacılar tarafından hızlı reaksiyonlar alınmasına rağmen, bu kriz kısa zamanda küresel bir düşüşe dönüştü. Sıkılaştıran kredi koşulları karşısında, ekonomik aktivite yavaşladı ve gelişmiş ekonomiler 2008 ortalarından itibaren resesyona girdiler. Lehman Brothers'ın iflası, AIG'nin kurtarılması ve Amerika ve Avrupa Bölgesindeki bir dizi finansal kuruma müdahaleyi takiben, durum giderek kötüleşti. Bu olaylar algılanan ülke riskinde büyük çaplı bir artışa yol açarken, bankalar değer azalışlarıyla karşılaştı ve sağlam bankaların dahi borç ödeme güçleri sorgulanmaya başlandı. Likid varlıklar çok düşük fiyatlara satıldı ve kaldıraçla çalışan finansal araçlara tanınan kredi limitleri önemli ölçüde düşürüldü. Tahvil getirileri sert bir şekilde genişledi ve ticari finansman akışı kesildi. Hisse senedi fiyatları dibe vururken, bankalar borç verme standartlarını sıkılaştırmaya devam ettiler.

Bankacılık sisteminin çekirdeğindeki aşırılıklar ve başarısızlıkların etkileri, hızlı bir şekilde dünya ekonomisi içindeki tüm ülke ve sektörler yayıldı. Ayrıca, ekonomik görünüme ilişkin endişeler ve politika tepkilerindeki belirsizliklerin yaygınlaşmasıyla, iş ve tüketici güveni çöktü. 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 etkilendi.

Sub-prime krizi, birçok açıdan ülke borç krizine katkıda bulundu. İlk olarak, sub-prime krizi, Mayıs 2010'da ülke borç krizi baş gösterdiğinde, bankaların tamir edilmeye çalışılan bilançolarını daha da kötüleştirdi. Ayrıca, bankacılık sistemine verilen mali destek ve ciddi miktarda harcama paketleri, kamu borcu ve açıklarını arttırdı.

Şu anda devam eden krizin temel nedeni, Euro bölgesinde yatmaktadır ve bu kriz, bazı Euro bölgesi ülkelerinde yoğunlaşan bir ülke borç krizidir. Yunanistan, İspanya ve Portekiz gibi bazı ülkeler, kamu borç ve bütçe açıklarını sürdürülebilir düzeylerin üzerinde biriktirmişler ve "Maastricht Kriterleri" ni büyük ölçüde ihlal etmişlerdir.

2. Euro bölgesindeki mali dengesizlikler

Krizin başlangıcından itibaren dört yıllık süreçte, Euro bölgesi ekonomik görünümüne ilişkin önemli riskler, belirsizliğin yüksek olmasına yol açmıştır. Riskler, özellikle Euro bölgesindeki gerilimin artması ve yaşanan sorunların reel ekonomiye yayılması durumuyla ilgilidir. Giderek kötüleşen mali görünümle birlikte, kamu maliyesinin sürdürülebilirliğine ilişkin piyasa güveni, oldukça azalmış ve büyüme beklentileri olumsuz yönde etkilenmiştir.

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 ülkelerden düşük milli gelire sahip ülkelere doğru sermaye akımları kolaylaştı. Bunun sonucunda, örneğin, 1999 ve 2008 yılları arasında, Yunanistan ve İspanya'da kişi başına düşen gelirler Euro bölgesi ortalamasına çok yaklaştı. Portekiz'de bu durum 2003 yılına kadar sürerken, İrlanda 1999-2007 yılları arasında, kişi başına düşen gelirde muazzam büyük bir artış kaydeti. Sayısal olarak göstermek gerekirse, 1999-2008 yılları arasında, kişi başına düşen yıllık ortalama gelirler sırasıyla Yunanistan'da % 3.4, İrlanda'da % 3.4 ve İspanya'da % 2 artış gerçekleştirdi. Aynı dönem için, Euro bölgesi ortalaması % 1.4 ve Amerika ortalaması % 1.5' dur.

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

Sözkonusu ülkelerdeki yüksek gelir beklentileri, ekonominin arz kapasitesine göre aşırı tüketim ve yatırıma yol açtı; maliyet ve fiyat artışları verimlilik artışla-

rını büyük ölçüde geçti. Nominal göstergelerdeki sapmalar, aşağıdaki konjonktürel faktörlerle hızlandırıldı. İlk olarak, özellikle reel açıdan, tek para politikası uygulanmasından kaynaklanan düşük faiz oranları, risk alan davranışı teşvik etti. Ayrıca, bütçe açığının milli gelire oranı gibi nominal değişkenlere dayalı olarak belirlenen mali politikalar, konjonktürel hale geldi ve aşırı yerli talep büyümesiyle birlikte, dışsal dengesizliklerin artmasına katkıda bulundu. Birçok ülkede denetleme politikaları, aşırı risk alımı ve aşırı ısınma sürecini hızlandıran yüksek kredi büyümesinin engellemedi. Finansal piyasalar ve derecelendirme kuruluşları, ülke borç piyasalarında risk priminin önemli ölçüde baskı altında tutulmasına katkıda bulunarak, farklı risklere sahip Euro bölgesi ülkelerine farklı davranmada başarısız kaldı.

2001-2007 döneminde, on yıllık devlet tahvilleri, ekonomik göstergeleri büyük ölçüde farklılık gösteren tüm Euro bölgesi ülkelerinde, hemen hemen eşit fiyatlandırıldı. 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 açtı. Bu da aşırı bir dış borçluluk oluşumuna neden oldu. Biriken dış borç ağırlıklı olarak, doğrudan yatırım yerine borçla finanse edildi. Doğrudan yatırımın düşük kalması da, ekonominin arz tarafının ve verimliliğin artırılmasına yönelik pek bir çaba sarfedilmediğinin göstergesiydi. Dengesizliklerin artışına yol açan bir başka faktör de kamu sektörü maaşlarındaki artışı.

2008-2009 krizi Euro bölgesini vurduğunda, bütün bu dengesizlikler, gelirlerdeki sert düşüşün ve özel sektör borcunun kamu borcuna dönüşmesinin sonucu olarak, daha yüksek oranda kamu borcuna yol açtı. Örneğin, İrlanda'da, genel kamu borcu 2007 yılında, milli gelirin % 25' iken, aynı oran 2010 yılında, % 97'ye yükseldi. Dış borçlanmadaki aşırı güven, artan kamu borcunun finansmanını giderek güçleştirdi.

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

4. Avrupa Merkez Bankası'nın Krize Yönelik Tutumunun İncelenmesi

1. Kriz sırasında para politikası

Avrupa Merkez Bankası, finansal kriz ve Euro bölgesinde yaşanan ülke borç krizinde çok önemli bir role sahiptir. Bankanın krizden önceki işleyişi, merkez bankalarını tamamen tüketici fiyat enflasyonunun koruyuculuğuyla sınırlı tutan merkez bankacılığı monetarist anlayışa dayanmaktaydı.

Lehman Brothers'in iflasından sonra, AMB şaşkırtıcı bir dönüş yaptı. Sorunlu bankalara karşı "lender of last resort" yani, nihai kredi verme mercii rolünü üst-

lendi. Ayrıca, ikincil piyasalarda devlet tahvillerinin satın alınması yoluyla, stres altındaki devletlere dolaylı yoldan para vererek, kendi bazı kurallarını bozdu.

Uygulanan iki ayaklı stratejide, AMB fiyat istikrarı ve finansal istikrar olmak üzere iki amaç izlemektedir. Bu doğrultuda, fiyat istikrarına yönelik faiz oranını kullanırken, finansal istikrarın sağlanmasına yönelik olarak, makro ihtiyatlı kontroller gibi enstrümanları kullanabilmektedir.

AMB tarafından yürütülen araçları standart ve standart dışı olarak ikiye ayırabiliriz. Para politikasının standart ve en önemli aracı resmi faiz oranıdır. Bu oran, Euro sistem örneğinde haftalık refinansman operasyonlarında kullanılan minimum teklif oranıdır.

Finansal kriz, faiz oranlarında ciddi indirimler yapılmasını gerektirdi. Lehman Brothers'ın iflasından itibaren AMB, yedi aylık bir periyotta, refinansman oranını % 4.25'den 325 baz puan indirerek % 1'e düşürdü. Sonrasında bu oran, Nisan 2011 ve Ekim 2011'de iki adet 25 baz puanlık arttırmadan sonra tekrar % 1'lik orana getirildi.

Bu arada, şiddeti giderek artan kriz, AMB'nin standart faiz oranı politikasının dışına çıkmasını ve standart dışı araçlara başvurmasını gerektirdi. Bu araçları üç segment açısından inceleyebiliriz;

1. Interbank Para Piyasası

Sub-prime krizi, interbank para piyasasında Ağustos 2007 başında hissedilmeye başlandığında, gecelik faiz oranlarıyla, "MRO" denilen ana finansman operasyonu faiz oranı arasında ciddi nitelikte yüksek farklar oluşmaya başlamıştı. Bu durum, bazı bankaların likidite riskine karşı korunma ihtiyaçlarını açık bir şekilde yansıtıyordu. Artan likidite ve kredi riski interbank para piyasasını durma noktasına getirdi ve Lehman Brothers'ın iflası para piyasalarındaki gerilimi şiddetli bir krize dönüştürdü. Para piyasalarında, spesifik banka isimlerine göre bölümlendirmeler oluştu. Interbank para piyasasında oluşan bu segmentasyona cevap olarak, AMB, piyasada kaybolan finansal aracılığı arttırabilmek amacıyla "fixed rate full allotment policy" denilen sabit oranlı tahsis politikası, 6 ay ve 12 ay vadeli uzun dönem finansman operasyonları, döviz kuru operasyonları ve teminat yapısının genişletilmesi gibi çeşitli araçları uygulamaya koydu.

Ağustos 2007'de para piyasalarında oluşan gerilim, gecelik vadeli sabit oranlı ihalelerle giderilmeye çalışılırken, AMB Ekim 2008'de, çeşitli vadeler için tüm refinansman operasyonlarında, sabit oranlı tahsis politikasını uygulamaya koydu. Bu politikada, yeterli teminat ve finansal sağlamlık koşullarının yerine getirilmesiyle, tarafların teklifleri karşılanarak; bankaların likidite sağlayabilmeleri mümkün hale getirildi ve likidite riskinin dengelenmesine çalışıldı.

Bu politika, 6 aylık ve 12 aylık operasyonlarla yürütüldü; bu operasyonlar, bankacılık sisteminin daha uzun bir zaman diliminde karşı karşıya kaldıkları fonlama

riskini azaltmaya çalıştılar. Sözkonusu operasyonların 2009 sonlarında aşamalı bir şekilde sonlandırılmasına karar verilirken, Ağustos 2011’de, 6, 12 ve 13 aylık operasyonlar şeklinde, 2013 yılına kadar devam edecek şekilde yeniden uygulanması uygun görüldü.

Merkez bankalarının uluslararası işbirliği büyük önem taşıyordu; özellikle Amerika Merkez Bankası (FED) ile, yabancı para cinsinden işlem yapılan para piyasalarındaki bozulmayı gidermeye yönelik gerçekleştirilen swap anlaşmaları AMB’nin, ABD doları cinsinden sabit oranlı tahsis politikası uygulamasına imkan sağladı. 2010 yılında sözkonusu operasyonlara olan talep azalırken, özellikle, Lehman Brothers’ın iflasını takip eden dönemde, oldukça yararlı olmuştur. AMB tedbir olarak, 7 günlük ihalelere ilaveten, ABD doları cinsinden 84 gün vadeli sabit oranlı tahsis ihalelerini de uygulamaya koymuştur. Likidite sağlamak ve euro dışındaki diğer para birimlerine ait fonlama piyasalarındaki gerilimi yatıştırmak için diğer büyük merkez bankalarıyla da uluslararası işbirliği sağlandı.

Ayrıca, refinansman operasyonlarında kabul edilen uygun teminat listesi, bankaların ihtiyaç duyduğunda operasyonlara girebilmeleri amacıyla, büyük ölçüde genişletildi. Euro sistemin teminat yapısının ana özelliklerini şu şekilde özetleyebiliriz; AMB, oldukça geniş bir varlık ve banka listesinin refinansman operasyonlarına katılmasını uygun görmüştür ve benzer teminatlar tüm refinansman operasyonlarında kabul edilerek, uygunluk kriteri tüm Euro bölgesi için aynı tutulmuştur.

Ayrıca, Ekim 2008’de, AMB, Euro bölgesi teminatı karşılığında yabancı para cinsinden varlığa dayalı menkul kıymetleri kabul etmeye başladı ve varlığa dayalı menkul kıymetler dışındaki pazarlanabilir varlıklar için kredi eşiklerini A- den BBB’ye düşürüldü.

Bununla beraber, sonraki dönemde, AMB, geleneksel risk yönetim yaklaşımının bir parçası olarak, belirtilen şartlarda sıkılaştırmaya gitti. Örneğin, Ocak 2011’de yabancı para cinsinden varlığa dayalı menkul kıymetlerin uygunluğunu kaldırdı ve ilgili varlıklara ilişkin derecelendirme koşullarını büyük ölçüde sıkılaştırdı.

Ülke borç krizine yönelik, AMB teminat yapısında yapılan değişikliklerden biri de, Yunanistan, İrlanda ve Portekiz hükümetleri tarafından ihraç veya garanti edilen, henüz ödenmemiş ve yeniden piyasaya sürülebilir borç enstrümanları için uygulanan, asgari kredi notu eşliğini askıya almaktı.

2. Teminatlı bono alım programı

AMB’nin operasyonel yapısındaki en yenilikçi uygulamalardan biri, Temmuz 2009’da başlatılan “covered bond purchase programme” adı verilen teminatlı bono alımı programıdır. Bu uygulamanın amaçları; para piyasası faiz oranlarını indirmek, kredi kurumları ve girişimciler için fonlama koşullarını kolaylaştırmak, kre-

di kurumlarını hane halkı ve girişimcilere borç vermeleri yönünde teşvik etmek ve özel borç piyasalarında yer alan önemli segmentlerdeki piyasa likiditesinin geliştirmektir.

İlk alım programı, Mayıs 2009'da duyuruldu ve Temmuz 2009-2010 döneminde, 60 milyar Euro tutarında teminatlı bono alımı gerçekleştirildi. Program birincil piyasada oldukça başarılı oldu. Ancak, ülke borç krizinin son dönemde şiddetini arttırmasıyla, teminatlı bono piyasaları tekrar ciddi bir baskı altına girdi. Bunun üzerine, 6 Ekim 2011 tarihinde, AMB, ikinci bir bono alım programı yapacağını duyurdu. Bu programla da, Kasım 2011'den itibaren bir yıl içinde, 40 milyar Euro tutarında bir alım yapılması hedeflendi. Bu programın amacı da, ilkinde benzer olarak, fonlama koşullarının kolaylaştırılması, kurumların ödünç vermeye teşvik edilmesi ve özel borç piyasalarında likiditenin sağlanmasıdır. Bu varlık sınıfının Euro bölgesindeki bankalar ve reel ekonominin finansmanı için sahip olduğu özel önem nedeniyle, söz konusu programlar uygulamaya konulmuştur.

3. Menkul Kıymet Piyasaları Programı

Euro bölgesinde yer alan ülke borç piyasalarının, Mayıs 2010'da giderek kötüleşmesi ve bu segmentin, Euro bölgesi finansal sistemi için arzettiği önem nedeniyle, AMB tarafından, bu tarihe kadar uygulanmış en önemli standart dışı para politikası başlatıldı. "Securities Markets Programme" adı verilen bu programın başlıca amacı, belirli kamu ve özel sektör bono piyasalarının düzgün bir şekilde işleyişini yerine getirerek, parasal aktarım mekanizmasının sağlıklı çalışmasını sağlamaktır.

AMB tarafından, kamu menkul kıymetlerinin satın alınması, finansal sektör ve özellikle bankaların finansmanı için önemli olduğu düşünülen piyasa segmentlerini destekleyerek, parasal aktarım mekanizmasını korumayı amaçlamaktadır.

Devlet tahvili piyasalarındaki gerilim nedeniyle, parasal aktarım mekanizmasında meydana gelen bozulma son derece önemlidir. Bu, ilk olarak, fiyat kanalı yoluyla olabilir. Ayrıca, ülke portföylerinin düşen değerleri, banka bilançolarını etkileyebilir ve likidite kanalı aracılığıyla devlet tahvillerinin teminat olarak kullanılmasını azaltabilir. Tahvil fiyatlarının aşırı oynaklığı, aynı zamanda yatırımcıları ellerindeki tahvilleri satmaya zorlayabilir ve piyasa yapımcıların işlerini güçleştirebilir.

Bu kanallar, banka ve diğer katılımcıların Merkez Bankası'nın faiz oranı politikasının aktarılmasında oynadıkları rolü etkilemektedir. Çünkü bunlar, ilgili kurumların aracılık rolüne zarar verebilmekte ve kredi arzında bir daralmaya neden olabilmektedir.

Belirtmekte fayda var ki, bu program, "quantitative easing" denilen miktarsal gevşeme politikasından açık bir şekilde farklıdır. "SMP" nin amacı, parasal aktarım mekanizmasını tamir etmek iken, "QE" de, ekonomiyi canlandırmak için Merkez

Bankası tarafından ek likidite enjekte edilmesi amaçlanmaktadır. “QE” miktarsal amaçları beraberinde getirirken, “SMP” alımlarının büyüklüğü, piyasanın işleyişini düzeltmeyi amaçlayan bir müdahale stratejisinin sonucudur. “SMP” alımları yoluyla piyasaya verilen likidite de, oluşabilecek olumsuz etkiyi nötr hale getirebilmek amacıyla, haftalık olarak emilerek, fiyat istikrarı sağlanmaya çalışılmıştır.

4. Uzun vadeli refinersman operasyonu

Yüksek belirsizliğin hakim olduğu 2011’in ikinci yarısında, ülke borç piyasalarında stresin artması, Euro bölgesi bankalarının piyasalardan fonlama yapabilmelerini büyük ölçüde engelledi. Böyle bir bozulma, kredi kurumlarının, bölgedeki hane halkı ve finansal olmayan şirketlere ödünç vermesinin kısılması riskini taşı-maktaydı.

Bu şekilde oluşacak bir kredi kısıntısının önüne geçebilmek ve para politikası kararlarının etkin bir şekilde reel ekonomiye aktarılmasının devamlılığını sağlamak, dolayısıyla, Euro bölgesinde fiyat istikrarının korunması amacıyla, AMB, Ekim 2011’de ek standart-dışı araçları uygulamaya karar verdi. Uygulanması düşünülen önlem paketi, 3 yıllık vade ve erken ödeme opsiyonuyla, iki adet daha uzun vadeli refinersman operasyonunu içermektedir.

21 Aralık 2011’de yer alan ilk operasyon, 523 kredi kurumuna 489.2 milyar Euro tutarında likidite sağladı. Bu tutar, Ekim 2011’de 12 aylık vade ile düzenlenen operasyondan gelen 45.7 milyar Euro’yu içermektedir ve nette 210 milyar Euro tutarında bir likidite enjeksiyonuyla sonuçlandı. İkinci operasyon, 29 Şubat 2012’de gerçekleşti ve 800 kredi kurumuna 529.5 milyar Euro tahsis edildi. Bu tarihte gerçekleştirilen 3 ay vadeli operasyonda sağlanan 6.5 milyar Euro’ya ek olarak, haftalık refinersman operasyonunda sağlanan 29.5 milyar Euro da dikkate alındığında, AMB tarafından, toplamda 565.5 milyar Euro likidite sağlandı.

Sonuç

Ağustos 2007’de finansal piyasalarda başlayan gerilim, tüm devletlerin olağan-dışı önlemler almalarını gerektirdi. Özellikle merkez bankaları, birçok zorluklarla karşı karşıya kaldılar. Avrupa Merkez Bankasını da içeren birçok merkez bankası, sadece standart araçlarını kullanmakla kalmayıp, finansal piyasaların düzgün bir şekilde işleyebilmesini sağlamak üzere, aynı zamanda, standart dışı araçlar da uygulamaya başladılar.

AMB tarafından yürütülen bu araçlar, bankalara limitsiz fon desteğinin sağlanması, kabul edilebilir teminat listesinin genişletilmesi, teminatlı bonoların alımının yapılması ve euro bölgesinde yapılan müdahalelerden oluşmaktadır.

Euro bölgesinde bankaların reel ekonomi için arz ettikleri önem nedeniyle, 2008 sonlarında, AMB, bankalara sınırsız miktarda ve uzun vadelerde likidite sağlamaya başladı. Haziran 2009’da, Euro bölgesi bankaları tarafından ihraç edilen euro cinsinden bonoları alım programını başlattı. Buradaki amaç, krizde önemli

ölçüde kötüleşen bu piyasayı canlandırmaktı.

Mayıs 2010'da, yüksek kamu borcu ve muhasebesel sahtekarlıklar, Yunanistan'da bir borç krizini ortaya çıkardı. Piyasada oluşan belirsizlikler, diğer ülkelere de yayıldı ve başlangıçta bölgesel nitelikte olan güven kaybı, genel bir kaosa dönüştü. Bu koşullar karşısında, AMB, "SMP" adı verilen menkul kıymet piyasaları programını yürürlüğe koydu.

Finansal piyasalardaki gerilimin 2011 sonlarında şiddetlenmesi üzerine, AMB, ilave önlemlere başvurdu. Aralık 2011'de gerçekleştirilen ilk 3 yıl vadeli uzun dönem refinansman operasyonunda, Euro bölgesindeki 523 bankaya, 489.2 milyar Euro tutarında ve 29 Şubat 2012'de yürütülen ikinci operasyonda, 800 bankaya 529.5 milyar Euro tutarında bir fon sağlandı. İkinci operasyon, daha geniş ölçekte bir banka grubuna ulaştı. Bu grubun içerisinde özellikle, küçük ve orta ölçekli şirketlere fon sağlayan birçok küçük banka yer almaktaydı. Programın etkisi, genişletilmiş teminat desteğiyle, küçük ve orta ölçekli bankaların katılımını sağlayacak şekilde arttırıldı.

Sonuç olarak, AMB, politika faiz oranını düşürmenin yanısıra, bir dizi standart-dışı aracı uygulamaya koyarak, finansal krizin çözümü, ekonomik görünümün ve makro-ekonomik göstergelerin iyileştirilmesine yönelik çalışmalarda bulundu. Yürütülen standart-dışı araçların başlıca amacı, parasal aktarım mekanizmasının düzgün bir şekilde çalışmasının sağlanarak, fiyat istikrarı ve aynı zamanda finansal istikrarın gerçekleştirilmesidir.

Kaynakça

Bekaert, G., Hoerova, M. and Lo Duca, M. (2010), "Risk, Uncertainty and Monetary Policy," CEPR Discussion Paper, No. 8154

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

Borio, C. (2011), "Central banking post-crisis: What compass for uncharted waters?," BIS Working Paper, No. 353, September

Cooper, G. (2008), "The Origin of Financial Crises: Central Banks, Credit Bubbles and the Efficient Market Fallacy"

Cúrdia, V. and Woodford, M. (2009), "Conventional and unconventional monetary policy", CEPR Working Paper, No. 7514

De Grauwe, P. and Gros, D. (2009), "A new two-pillar strategy for the ECB", CESifo Working Paper, No. 2818

Fahr, S., Motto, R., Rostagno, M., Smets, F. and Tristani O. (2011), "Lessons for monetary policy strategies from the recent past", European Central Bank Event

Fischer, B., Lenza, M., Pill, H. And Reichlin, L. (2009), "Monetary analysis and monetary policy in the euro area 1999-2006," Journal of International Money and Finance, Elsevier, Vol. 28(7), pages 1138-1164, November, 2009

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

Mishkin, F.S. (2010), "Monetary policy strategy: Lessons from the crisis", Paper presented at the ECB Central Banking Conference, "Monetary policy revisited: Lessons from the crisis", Frankfurt, November 18-19.

Jackson, James K. (2009), "The Financial Crisis: Impact on and Response by The European Union", CRS Report

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

Whelan, K. (2009), "The ECB Role in Financial Supervision", European Parliament Paper

(2007), "Output Growth Differentials in the Euro Area: Sources and Implications", ECB Monthly Bulletin Article, April 2007

(2009), "Crisis and Recovery", IMF World Economic Outlook, April 2009

(2011), "Euro Bölgesi Çevre Ülke Ekonomilerinin Kırılganlıkları ve Bankacılık Sektörünün Karşılıklı Duyarlılıkları", TCMB Ekonomi Notları, No:11/09