



Politik Ekonomik Kuram
Dergi Web Sitesi: <http://dergipark.gov.tr/pek>



2008 Finansal Krizi Sonrası Para Politikası Üzerine Teorik Bir İnceleme

Hilal Şeker¹

Baki Demirel²

Makale Bilgileri

Makale Geçmişi:

Makalenin Yüklendiği Tarih: 24.05.2019

Makalenin Kabul Edildiği Tarih: 17.06.2019

Anahtar Kelimeler: para politikası, geleneksel olmayan para politikası, 2008 krizi

¹Öğr. Gör. Amasya Üniversitesi, Sosyal Bilimler MYO, Muhasebe ve Vergi Uygulamaları, hilal.seker@amasya.edu.tr.

² Doç. Dr. Tokat Gaziosmanpaşa Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü Öğretim Üyesi, baki.demirel@gop.edu.tr.

Özet

2008 yılında ABD’de başlayıp tüm dünyaya yayılan finansal kriz, sadece gelişmekte olan ülkeleri değil, aynı zamanda gelişmiş ülkeleri de zor bir sürece sokmuş ve para politikası açısından iktisat literatürüne yenilikler getirmiştir. Türev piyasalarda ortaya çıkarak sadece finansal sektörü değil reel sektörü de etkisi altına almasıyla diğer krizlerden farklıdır. Bu krizle birlikte hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler, farklı şekillerde etkilenerek farklı deneyimler kazanmıştır. Söz konusu kriz, gelişmekte olan ülkeleri enflasyonist bir sürece sokmuşken, gelişmiş ülkeleri deflasyon problemiyle karşı karşıya bırakmıştır. Dolayısıyla gelişmiş ülkeler yaşadıkları deflasyondan kurtulabilmek, ekonomik canlanma sağlayabilmek için, miktarsal genişleme gibi geleneksel olmayan para politikalarına başvurmuşlar, bu ise küresel likidite fazlası oluşmasına neden olmuştur. Küresel likidite fazlasının gelişmekte olan ülkelere yönelmesi ise fiyat istikrarlarını bozarak enflasyonist bir sürece girmelerine neden olmuştur. Bu bağlamda çalışmanın amacı 2008 Finansal Krizi sonrası gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin uyguladıkları geleneksel olmayan para politikası üzerine teorik bir çerçeve çizmektir.

A Theoretical Study Based on Monetary Policy After the Financial Crisis of 2008

Abstract

The financial crisis which started in USA in 2008 and spreaded all over the world has put not only the developing countries but also the developed countries into the difficult process and caused some innovations to economy literature in the terms of monetary policy. Appearing in derivate markets, this crisis is different from the other crisis as it effects not only the financial sector but also the real sector. Both the developed and developing countries have beend effected differently and gained different experiences because of this crisis. The crisis mentioned has caused the developed countries to have deflation problem while it has put the developing countries in inflationist process. Hence the developed countries implement non-traditional monetary policies such as quantity expansion in order to provide economic recovery and get rid of the deflation they have but it has caused global liquidity to be excessive. The excessive global liquidity that heads into the developing countries has caused them to involve in inflationist process, impairing the price stabilities. In this sense the aim of the study is to form a theoretical frame based on non-traditional monetary policy that developing and developed countries implemented after the financial crisis of 2008.

Key words: monetary policy, non-traditional monetary policy, crisis of 2008

1.Giriş

Finansal kriz iktisat literatüründe özellikle para politikası konusunda pek çok yeni düşüncenin oluşmasına neden olmuş ve merkez bankacılığı anlayışını da derinden farklılaştırmıştır. En belirgin değişiklik kuşkusuz fiyat istikrarının sağlanmasının finansal istikrarı da yanında getireceğine yönelik inanın terk edilmesidir. Merkez bankaları sadece fiyat istikrarının ekonomik anlamda tek başına yeterli olamayacağını anlamış ve amaç fonksiyonuna fiyat istikrarına ek olarak finansal istikrarı da eklemiştir. Kriz öncesi pek çok ülkede finansal istikrarın sağlanmış olması finansal krizin ortaya çıkmasına engel olamamıştır. Merkez bankalarının tek amacı olan fiyat istikrarına, tek politika aracı olan faiz oranları ile ulaşılmasını gerekli kılan enflasyon hedeflemesi stratejisi, krizle birlikte yerini, birkaç amaca ulaşmayı sağlayacak farklı araçların kullanılabilirdiği esnek enflasyon hedeflemesi stratejisine bırakmıştır (Vural, 2013:1). Çalışmada önce kısaca 2008 krizinden bahsedilecek, ardından kriz sonrası gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere uygulanan geleneksel olmayan para politikalarına ve sonuçlarına değinilecektir.

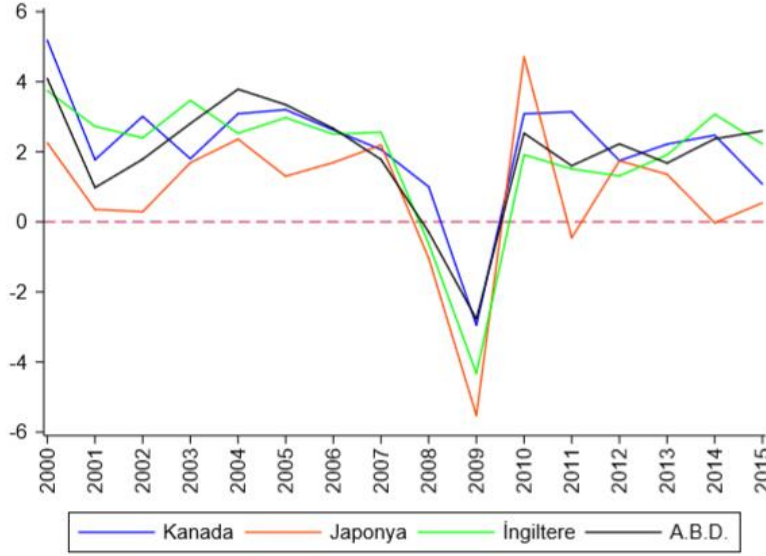
2.2008 Krizine Genel Bir Bakış

2008 krizi, finans kaynaklı bir kriz olup, ABD’deki bankaların yanlış kredi uygulamaları ve konut piyasasında kullanılan kredilerin geri dönmesindeki problemler nedeniyle ortaya çıkmış bir krizdir. Önce konut piyasasında başlayıp finansal piyasalara, buradan da reel sektörün her alanına yayılan bir krizdir. ABD 11 Eylül 2001 yılında yaşadığı terör saldırısı sonrası ekonomik canlanma sağlamak amacıyla kısa vadeli faiz oranlarını düşük tutmaya başlamıştır. Kredi maliyetleri bu sayede azalmış ve konut alımları cazip hale gelmiştir. Düşük ve orta gelirli kesim, bu kredilere fazlasıyla ilgi gösterince konut talebinde yaşanan ciddi artışlar fiyatların da seri şekilde yükselmesine neden olmuştur.

ABD’den ortaya çıkan güvensizlik dalgası yıllardır düşük enflasyon sorunu yaşayan Japonya’ya, yüksek kamu borcuyla birlikte düşük üretkenlik yaşayan Avrupa ülkelerine yayılmakla kalmamış, özellikle avro bölgesinde büyüme oranları çakılmış, periferi ülkelerde finansal stres oluşturup bankacılık sistemi sorgulanmaya başlanmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde ise bir emtia şişmesi kaynaklı refah dönemi yaşanırken, küresel yatırımcılar bu ülkelere geliyor ve yüksek büyümeden faydalanmayı amaçlıyordu. İşte finansal kriz sermaye akımlarının günden güne güçlendiği böylesi bir ortamda yaşanmaktaydı (Şen, 2018:258-260).

Fed’in politika faiz oranlarını bu kadar uzunca süre düşük tutmasıyla yaşanan kredi patlaması bankaların daha çok kar elde edebilmek için araştırma yapmaksızın kullandıkları krediler, verilen kredilerden doğan alacaklarını da teminat göstererek, emlak tahvilleri çıkarıp bunları daha yüksek faizle, riskli yatırımlardan yüksek kârlar elde etmeyi hedefleyen hedge fonlara satmaları, krizi tetikleyen unsurları oluşturmaktadır. Hedge fonlardan gelen kaynaklar da yeniden kredi olarak riskli kişilere dağıtılmıştır. 2004 yılında Fed konut fiyatlarındaki artıştan olumsuz etkilenen ekonomiyi rahatlatmak ve enflasyonu düşürmek için faiz artırımına gitmiştir. Bu ise krizin başlamasını tetiklemiş, konut piyasası durgunluk içine girmiş, konut fiyatlarını düşürmüştür. Bu gelişmeler en çok değişken faizli kredi kullananları ve konut sahiplerini zora sokmuş, kredi ödemelerini yapamaz hale getirmiştir. Verilen kredilerin dönüşünün olmaması, bankaların kaynak sıkıntısına girmeleri, finansal piyasalardaki güvensizlikle birlikte bankalar da borç alışverişini bırakmış, finansal sistem adeta durma noktasına gelmiştir. Finansal kuruluşların risk iştahı ve dikkatsizce verilen krediler, mali yapıyı bozarak tüm finansal sektörü etkilemiştir. Özellikle 12 Mart 2007’de ülkenin en büyük ikinci ipotekli kredi kuruluşu olan New Century Financial Corporation’ın iflas isteminde bulunması, Freddie Mac ve Fannie Mae’in hisse senetlerinin ciddi oranda değer kaybetmesiyle krizin etkileri iyice hissedilir olmuştur. Eylül 2008’de ABD hükümetinin bu iki kuruluşu el koyması, 158 yıllık yatırım bankası Lehman Brothers’ın batmasıyla kriz belirginleşmiş, ABD’nin konut piyasalarında başlayan kriz, bir süre sonra likidite krizine dönüşmüş ve ABD bankalarının risklerini yabancı yatırımcılara aktarması sonucu başta Avrupa olmak üzere tüm dünyaya yayılmıştır (Vural, 2013:2-4). Aşağıdaki şekil ABD, Kanada, İngiltere ve Japonya ekonomilerindeki reel büyüme oranlarını göstermektedir. ABD için 2008 yılı üçüncü çeyrekte %0.4 izleyen dönemlerde ise %2.11, %1.38, %0.13 küçülme gözlenirken, Kanada için, 2008 yılı dördüncü çeyrekte %1.09, izleyen dönemlerde ise %2.24 ve %0.90, İngiltere için 2008 yılı ikinci çeyrekte %0.9, sonraki çeyreklik dönemlerde sırasıyla %1.44, %2.14, %0.4 ve %0.1 oranlarında küçülme yaşanmıştır.

Şekil 1: Reel Büyüme Oranları



Kaynak:OECD

3.Geleneksel Olmayan Para Politikaları

Yaşanan kriz dünyadaki çoğu ülke için, sermaye hareketlerinin olumsuz etkileri, yetersiz para politikası uygulamaları gibi nedenlerle, merkez bankalarının yeni politika araçları arayışına girmesine neden olmuştur. Geleneksel olmayan politikalar kullanılmaya başlanmış, özellikle krize kadar tek amacı fiyat istikrarı, tek aracı faiz oranları olan merkez bankaları amaç fonksiyonlarına finansal istikrarı da eklemiş, yeni politika araçları kullanmaya yönelmiştir (Vural, 2013:1-19).

Gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler söz konusu politikaları aynı şekilde uygulamamıştır. Çünkü gelişmiş ülkelerin karşılaştıkları durum resesyona iken gelişmekte olan ülkeler enflasyon problemiyle karşı karşıya kalmıştır. Dolayısıyla gelişmiş ülkeler ekonomik canlanma sağlamak için politika uygularken gelişmekte olan ülkelerin asıl amaçları özellikle sermaye hareketlerinin neden olduğu istikrarsızlığı gidermek için politika faiz oranını düşürmek, doğrudan araçlar kullanarak örneğin faiz koridoru, zorunlu rezerv oranlarını değiştirerek esnek politika uygulamaya çalışmaktır (Çaşkurlu ve Dağlaroğlu, 2010:9). Gelişmiş ülkeler için durum daha çok deflasyonla mücadele çerçevesinde geliştiği için miktarsal genişleme, kredi genişlemesi, faiz taahhüdü gibi araçlara başvurmuşlar (Atılgan, 2016:250), deflasyonun yanı sıra politika faiz oranlarının sıfıra yaklaşması nedeniyle likidite tuzağı ile

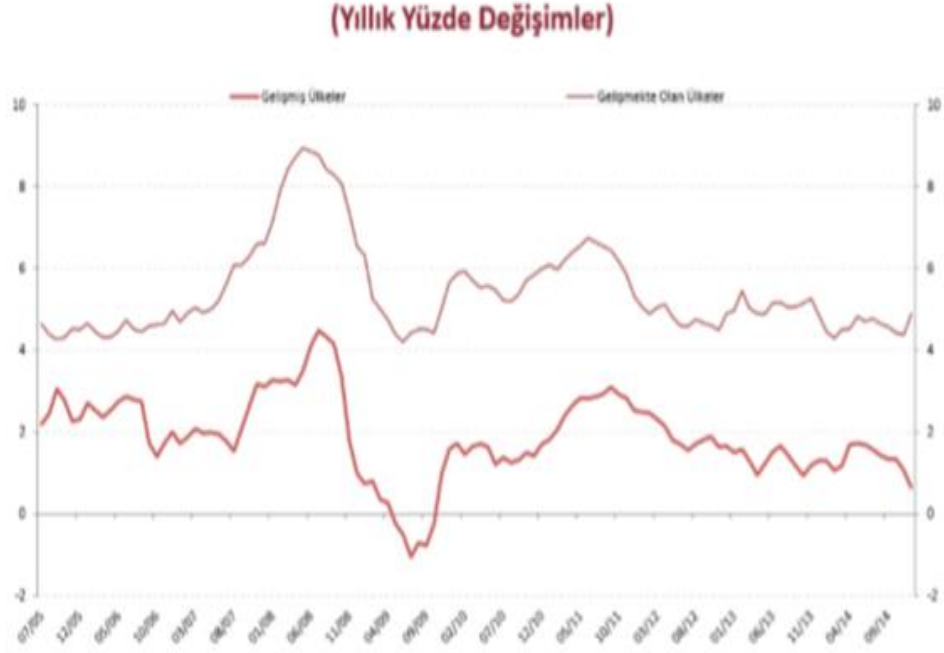
karşı karşıya kalmışlardır. Dolayısıyla artık kısa vadeli hazine bonosu, nakit para gibi tam ikame edilebilir durumdadır ve açık piyasa işlemleri gibi geleneksel politikalar etkinliğini kaybetmiş, parasal taban ve nominal faiz oranları üzerinde etkin şekilde kullanılamaz hale gelmiştir (Çaşkurlu ve Dağlaroğlu, 2010:45-47).

Böyle bir iktisadi durumda gelişmiş ülke merkez bankaları yaşadıkları deflasyondan kurtulabilmek için esnek politika uygulamasını tercih etmişlerdir. Amaç para arzının artırılarak taleple birlikte fiyatların ve dolayısıyla enflasyon beklentilerinin de artmasını sağlamaktır. Ancak yaşanan kriz bu amacın geleneksel politikalarla sağlanabilmesini imkânsız kılmıştır. Geleneksel politikalarla politika faiz oranı kullanılarak kısa vadeli faiz ve beklentilere yön vermek mümkündür. Aktarım kanalı faiz aracılığıyla servet, kredi, döviz kanalları ve enflasyonun etkileşimiyle işler. Beklentiler ve kısa vadeli faiz oranları etkinliğini kaybederse tüm mekanizma çökecek ve etkisizleşecektir. Resesyonda olan bir ekonomide merkez bankası faiz oranlarını sıfır bandının altına indirmek isterse geleneksel mekanizma etkinliğini kaybettiği için farklı araçlara ihtiyaç duyacaktır. 2008 finansal krizi sonrası başta FED olmak üzere pek çok gelişmiş ülke merkez bankası politika faiz oranlarını indirmiş ve reel faizlerin negatif olmasını sağlamıştır (Tunalı-Yalçınkaya, 2016:70).

Bu durum yapılan akademik çalışmalarda da desteklenmektedir. Smaghi (2009) çalışmasında, normal olmayan dönemlerde geleneksel para politikalarının yeterli olmadığını belirtmiştir. Yaşanan koşullarda geleneksel politikalarla faiz oranlarını daha fazla düşürmek mümkün olmamakla birlikte farklı araçlara gereksinimi artırmıştır (Vural, 2013:21). Lehman Brothers'ın iflasıyla birlikte, merkez bankaları politika faizlerinde sıfır alt bandıyla karşılaşmış (Tunalı, Yalçınkaya, 2016:61) ve miktarsal genişleme, kredi genişlemesi, faiz taahhüdü politikası, zorunlu karşılık oranı uygulaması, faiz koridoru politikası gibi geleneksel olmayan politika araçlarına başvurmuşlardır.

Aşağıdaki grafik bize bu durumu göstermektedir. Düşük faiz oranlarına rağmen ekonomik canlanma sağlanamamıştır. Özellikle varlık fiyatlarındaki sürekli düşüş, kredi sıkılaştırmaları, güvensizlik oluşumuna olanak sağlamış, finansal sektörde yaşanan kriz reel sektöre de yayılmış ve enflasyonun özellikle gelişmiş pek çok ekonomide sifira yaklaşmasına neden olmuştur. (Çaşkurlu ve Dağlaroğlu, 2010:48).

Şekil 2: Küresel Enflasyon



Kaynak: TCMB Ekonomik Gelişme Raporu, 2015

İşte bu ortamda merkez bankaları geleneksel para politikalarını uygulamaktan vazgeçmiş, likidite operasyonlarının miktarını ve amacını farklılaştırmış ve kredi piyasalarına direkt olarak destek vermeye başlamış, miktar genişlemesi, kredi genişlemesi, faiz taahhüdü politikası, zorunlu karşılık uygulaması, faiz koridoru uygulaması gibi geleneksel olmayan politikalara yönelmiştir.

3.1. Miktersal Genişleme

Merkez bankalarının piyasalara büyük tutarlarda likidite sağlamasına imkân veren bir uygulama olup, faiz oranlarını ana politika aracı olmaktan çıkarmıştır. Para miktarının artırılarak ekonomik canlanma sağlanması hedeflenmektedir. Bu politikayı geleneksel politikalardan ayıran temel özellik alınan varlık miktarının çok daha fazlası olmasıdır (Karaş, 2017:632). Bu sayede para arzı büyük miktarda artırılmakta ve uzun vadeli faizler düşürülerek enflasyon beklentilerini etkilemek amaçlanmaktadır. Şöyle ki, varlık fiyatları ve servetteki artış borçlanma maliyetleri ile talebi artırarak enflasyonun istenilen düzeye gelmesi sağlanacaktır (Joce et al, 2011:207). Aynı zamanda finansal istikrar ve fiyat istikrarının eşanlı olarak sağlanması da beklenmektedir (Perera, 2010:17).

Bowdler ve Radia (2012) çalışmalarında varlık alımları aracılığıyla merkez bankalarının ekonomiye para enjekte ederek uzun dönemli faiz oranlarının düşürülmesinin hedeflendiğini belirtmektedirler. Joyce et al. (2011) ise çalışmalarında varlık alımları ile politika faizini düşürmek arasında varlık fiyatlarının ve servetin artırılarak borçlanma maliyetinin düşürülmesi, tüketimin artırılması, enflasyon hedefine ulaşmak gibi ortak amaçlar olduğunu belirtmiştir. Rogers et al. (2014) niceliksel genişleme programı ile ekonomik iyileşmenin normal seyrinden daha hızlı gerçekleşebileceğini belirtirken Eggertsson ve Woodford (2003) geleneksel olmayan para politikasının, uzun vadeli tahvil faizlerini düşürmede önemli bir etkiye sahip olduğunu belirtmektedir.

3.2.Kredi Genişlemesi

Kredi genişlemesi aslında miktarsal genişleme uygulamasına benzemektedir. Ancak kredi genişlemesinde, farklı olarak riskli olan menkul kıymetlerin merkez bankaları tarafından alınarak likidite yaratılması söz konusudur. Ayrıca bu uygulama merkez bankalarının bilançolarını değiştirirken, direkt bir para yaratılması olmamaktadır. Kısa vadeli hazine bonolarının ihraç edilerek riskli menkul kıymetlere likidite sağlanması hedeflenmektedir.

Aslında kredi genişlemesi, işlevselliği yok olan piyasaların değerlendirilerek yeniden düzenlenmesini amaçlamaktadır. Örneğin merkez bankaları kısa vadeli hazine bonolarını satarak benzer vadedekileri satın alır, riski olmayanları piyasada kalırken riskli olanları merkez bankasında tutulur. Bu uygulama kredi genişlemesine bir örnektir (Karaş, 2017:633). Merkez bankası kısa vadeli hazine bonosunu satıp, aynı vadede ticari menkul kıymet olarak kredi genişlemesi stratejisini uygulamaktadır. Merkez bankası bu uygulamayla bilanço büyüklüğünü ve vadesini değiştirmemekte, ancak bilanço kompozisyonu değişmektedir. Riskli varlıkları alarak risksiz olanları piyasaya sürülmesi söz konusu olduğu için kredi maliyetleri azalacaktır (Tunalı- Yalçınkaya, 2016:79).

3.3.Zorunlu Karşılık Uygulaması

Söz konusu uygulama bankaların, tutulan mevduatlar karşılığında merkez bankasına yatırmak zorunda oldukları tutarı ifade etmektedir. Özellikle parasal bir sıkılaştırma yapılmasına olanak sağlayan bu uygulama krizle birlikte gelişmekte olan pek çok ülke merkez bankasının

başvurduğu bir yöntemdir. Merkez bankaları, bankaların tuttıkları tutarı yükselterek sıkı bir politika uygulama yoluna gidebilirler. Ters durumda yani karşılık oranlarını düşürerek de daha esnek genişletici bir politika uygulayabilirler. Bu politika Glocker and Towbin (2011)’e göre, fiyat istikrarı mı finansal istikrarı mı sağlamak amacıyla kullanılıyor tartışmalıdır. Ancak özellikle faiz oranlarının sıfır bandında olduğu ülkeler için fiyat istikrarının ana hedef olduğu düşüncesi ön plandadır (Vural, 2013:29).

Krizle birlikte gelişmiş ülkelerin uyguladığı büyük miktar alımları yüzünden gelişmekte olan ülkelere sermaye akımları fazlalaşmış, artan toplam talebi dizginleyebilmek için pek çok ülke merkez bankası karşılık oranlarını artırarak hem talebi baskılamaya hem de kredi genişlemesini kontrol altına almaya çalışmıştır (Montoro, 2011:4). Bu açıdan bakıldığında özellikle krizle birlikte gelişmekte olan ülke merkez bankalarının başvurduğu önemli bir politika aracıdır denilebilir. Brezilya, Kolombiya ve Peru gibi ülkeler fiyat ve finansal istikrarı amacına varmak için bu politikayı kullanılmaktadır (Borio ve Shim, 2007).

3.4.Faiz Teminatı.

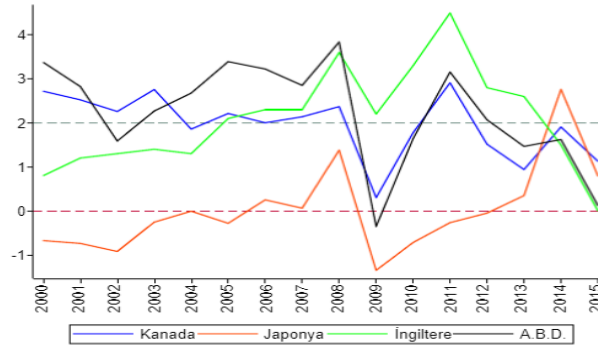
Faiz teminatı krizle birlikte kullanılmaya başlanmış geleneksel olmayan politika araçlarından biri olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu uygulamada merkez bankası bir faiz oranı açıklar ve bu oranı uzun süre sıfır bandında tutacağına dair garanti verir. Hedeflenen ekonomik canlanma ve enflasyon oranına ulaşıldıktan sonra politika faiz oranı artırılır. Merkez bankaları bu şekilde davranarak iktisadi aktörleri kısa dönem faiz oranlarının artmayacağı konusunda ikna etmeye çalışırlar. Bunu başardıkları takdirde uzun dönem faiz oranlarında da düşüşler gözlenecektir ve istenilen ekonomik canlanma sağlanacaktır.

Aslında bu politika tamamen geleceğe dönük beklentilerin yönetilmesi ile ilgilidir. Çünkü amaç beklentileri etkileyerek uzun vadeli faizlere yön vermektir. Bu güveni sağlamak için merkez bankalarının teminat vermesi faiz teminatı uygulaması olarak adlandırılır (Eggertson-Woodford, 2003-2004). Merkez bankaları aynı zamanda gelecekte genel fiyatlar seviyesinin artacağına dair ekonomi aktörlerini ikna etme yoluyla da reel faiz oranlarını düşürmeyi hedefleyebilir (Krugman, 1998, Swenson, 2004).

Yapılan bazı akademik çalışmalar da bunu destekler niteliktedir. Örneğin Reifshneider ve Williams (1999) gibi. Bu çalışma bize göstermiştir ki; gerçekleşen enflasyonun hedeflenen değere ulaşana kadar faiz teminatı verilmesi piyasaların reel faize yönelik beklentilerini düşürecektir (Tunalı-Yalçınkaya, 2014:70). Ancak bunun olması merkez bankalarının güvenilirlik, şeffaflık ve bağımsızlık gibi kriterleri taşımaları ile mümkündür. Örneğin Bernanke, Reinhart ve Sack (2004), FED iletişim politikasının bekleyişler üzerindeki etkisini araştırmışlar ve FED’in kamuoyu üzerinde politika faiz oranına yönelik beklentileri ciddi biçimde etkileme gücüne sahip olduğu sonucuna varmışlardır.

Bu politikanın uygulanmasında dikkat edilecek önemli bir konu enflasyon oranlarıdır. Düşük faiz taahhüdü, talebi amaçlanan düzeyden daha çok artırırsa gerçekleşen enflasyonun beklenenden yüksek gerçekleşme durumu ortaya çıkabilir. Böylesi bir durum ise merkez bankalarının taahhütlerini yerine getirmelerine ve güvenilirliklerinin sarsılmasına yol açar. Çünkü yükselen enflasyonu hedeflenen seviyeye düşürmek için faiz artırımına gidilmesi kamuoyunda merkez bankalarının imajını zedeleyecektir (Vural, 2013:27).

Şekil 3: Enflasyon oranları



Kaynak: OECD

Yukarıdaki şekil bize gelişmiş ülkelerden Kanada, Japonya, ABD ve İngiltere ekonomilerinde enflasyon rakamlarının hedeflenen %2'nin altında olduğunu göstermektedir. Söz konusu ülkelerin merkez bankaları uzun vadeli faiz oranlarını düşük tutmak için kısa dönem faiz oranlarını sıfır bandında tutacaklarına dair teminat vermiştir. Krizle birlikte bu stratejiyi uygulayan başka ülkeler de olmuştur. Örneğin İsveç merkez bankası temel politika faiz oranı olan repo faiz oranını uzun bir süre düşük tutacağını belirtmiş, Yeni Zelanda, Şili merkez

bankaları da 2009 yılında aynı stratejiyi uygulamıştır (Vural, 2013:42-43). Bu politikayı uygulayan ülkelerde uzun dönem faiz oranlarının düştüğü gözlenmektedir.

3.5.Faiz Koridoru

Faiz koridoru, borç alma faizi, borç verme faizi ve politika faiz oranının merkez bankası tarafından belirlenmesiyle oluşmuş bir geleneksel olmayan para politikası aracıdır.

$$iba \leq i^* \leq ibv$$

iba; borç alma faiz oranı likidite sıkıntısına düşen bir bankanın merkez bankasından borç alma karşılığında ödeyeceği faizin oranıdır.

ibv; borç verme faiz oranı likidite fazlası olan bir bankanın merkez bankasına mevduat olarak fazla likiditeyi vermesi karşılığında elde edeceği faiz oranıdır.

i^* ise politika faiz oranını ifade eder. Genellikle bu koridorun orta noktasıdır (Tunalı-Yalçınkaya).

Gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışları arttığı zaman bu durumun özellikle kur üzerindeki etkisini hafifletmek için piyasanın ihtiyaç duyduğundan daha az fonlama yaparak firmaları dövizlerini satarak fon ihtiyaçlarını gidermeye yönlendirecektir. Sermaye akımları eğer çok güçlüyse koridoru aşağı doğru genişleterek, zayıfsa yukarı doğru genişleterek kur oynaklığını kontrol etme yoluna gidecektir (Kara, 2012:11).

Finansal kriz öncesi bu politikayı Kanada, İngiltere, Japonya, AMB, Norveç, Avustralya, İsveç ve Yeni Zelanda kullanırken, kriz sonrası ek olarak Endonezya, Polonya, Romanya, Macaristan, Sırbistan, Türkiye ve İzlanda gibi ülkeler de kullanmaya başlamıştır (Duramaz, Dilber, 2015:36).

4.FED ‘in Uyguladığı Geleneksel Olmayan Politikalar

Dünya üzerinde pek çok merkez bankası miktarsal genişleme stratejisini uygulamıştır. Öncelikle krizin etkilerini en aza indirebilmek amacıyla geleneksel para politikası çerçevesinde faiz indirimleri yapılmış, ancak bu indirimlerin istenilen etkiyi oluşturamaması üzerine gelişmiş ülke merkez bankaları niceliksel genişleme süreci (Quantitative Easing) başlatmıştır. Bu

uygulamada öncü FED olmuş, piyasaya geleneksel olmayan politika araçları kullanarak yüklü miktarda likidite sağlamıştır (Şentürk vd. 2016:148)

Temel mantığı para tabanını genişletmek olan parasal genişleme ya da İngilizce kısaltması ile QE, aslında bu zamana kadar uygulanan en ilginç para politikası deneyimidir. Parasal gevşeme, faizler sıfır ya da alt düzeye yapışık durumdayken, çıktı açıkları ve enflasyonun hedefe göre düşük kaldığı ekonomilerde enflasyon beklentilerini yönetebilmek ve toplam talebi canlandırabilmek adına dizayn edilmiş sıra dışı bir politika uygulamasıdır (Şen, 2018:266-268). FED, 26 Kasım 2008’de Bank of America’nın Merrill Lynch Yatırım Bankasını 50 milyar dolar karşılığında alınmasına onay vermiş, böylece birinci dönem miktarsal alımlarını başlatmıştır. 2009-2014 yılları arasında 2,5 trilyon doları aşan varlık alımlarıyla üç farklı program uygulamıştır (Labonte, 2016:13). Mart 2009’da 1,25 trilyon dolar tutarında varlık alımı yapacağını ilan etmiş ve birinci dönem miktarsal genişleme programı son bulmuştur. Yapılan bu alımlar faiz oranlarının 6,3’den 5.2’ye düşmesine, ekonominin canlanmasına neden olmuştur. Ancak işsizlik oranlarında bir düşüş yaşanmayınca FED 2010 kasımından itibaren bankaları kredi kullandırma konusunda ikna ederek ikinci miktarsal genişleme programını uygulamaya koymuştur. Yedi ay içinde 30 Haziran 2011’de sonlanmak üzere 600 milyar dolarlık hazine tahvili alacağını duyurmuş, yanı sıra 250-300 milyar dolarlık kısa vadeli hazine varlıklarına yatırım yapacağını ilan etmiştir. Faizleri düşürmek amacıyla Operation Twist uygulamasını başlatmıştır. Program değiş-tokuş şeklinde uygulanmış, 400 milyar dolarlık 6-30 yıl vadeli hazine tahvilleri alınarak üç yıldan kısa vadeli olanlar satılmıştır. FED bu sayede bilançosunu büyütmeden uzun vadeli tahvilleri alarak talep artışı sağlamış ve faizleri düşürmüştür. Uygulanan iki programda da istenilen etki elde edilememiştir, bunda ekonomik aktörlerin beklentilerinin negatif yönlü olmasının etkisi yüksektir. Ancak üçüncü program özellikle ekonominin reel kesimini canlandırmayı başarmıştır (Alper vd., 2015:3-4). Üçüncü miktarsal genişleme programını Eylül 2012’de uygulanmıştır. Yıl sonuna kadar her ay 85 milyar dolarlık uzun vadeli varlıklar ve 40 milyar dolar ipoteğe dayalı menkul kıymet alımları yapacağını açıklamıştır (Hancock ve Passmore, 2014:26). Tüm bu politikalar FED’in varlıklarını 2007’de 869 milyar dolardan 2014’de 4,5 trilyon dolara çıkarmıştır (Karaş, 2017: 634-636).

5.AMB'nin Uyguladığı Geleneksel Olmayan Politikalar

Kriz sonucunda Avrupa Birliği ülkeleri de etkilenmiş sermaye hareketleri sınırlanmış, bankalar zor duruma düşmüş ve özellikle hisse senedi piyasası çökmüştür. AMB 2007 ortalarından itibaren fiyat istikrarını sürdürmek amaçlı avro sistemi faiz oranlarını ciddi biçimde indirmiş, ek olarak pek çok geleneksel olmayan politika uygulamıştır. İlk olarak kabul edilebilir borç karşılığı varlık teminatı ile sabit faiz oranları uygulanarak sınırsız likidite imkânı avro bölgesindeki bankalara sunulmuştur. Ardından yeniden yapılandırma operasyonlarının vadeleri altı aya kadar uzatılmıştır. İpotek teminatlı menkul kıymet satın alma programı likiditeyi sağlamak, kısa vadeli faiz oranlarını yönetmek ve finansal istikrarı sağlamak amacıyla Mayıs 2009'da uygulanmıştır (Andriuskeviciute ve Balciunas, 2013:22).

Ancak 2010 yılında Yunanistan'ın kamu borçları nedeniyle konkordato ilan etmesi piyasalarda tedirginliğe yol açmış, İrlanda, Portekiz, İspanya ve İtalya üzerindeki etkileri nedeniyle avro bölgesinde ciddi bir borç krizi hasıl olmuştur. 2010 mayısında devlet tahvillerinin ikinci el satışlarının durması, talebin neredeyse hiç olmaması dış borçların sürdürülebilirliğini oldukça zayıflatmış, AMB ise menkul kıymet piyasaları programını başlatmıştır. Kamu ve özel menkul kıymet piyasalarında müdahaleler gerçekleştirerek aktarım mekanizmasını devreye sokmak adına önemli rol oynamıştır (CourThimann ve Winkler, 2013:13).

AMB Eylül 2012'de OMT (Outright Monetary Transactions) programını uygulamaya sokmuştur. Özellikle başvuran ülkeler için nihai kredi merci olacağını ve problem yaşayan Avro ülkeleri için tahvil satın alacağını duyurmuştur. Ayrıca Menkul Kıymet Piyasaları Programı ile sınırsız tahvil satın alınması planlanmıştır. 2012 sonunda Menkul Kıymet Piyasaları Programı uygulanarak AMB'nin bilançosundaki devlet tahvillerinin büyüklüğü 208,3 milyar avroya ulaşmıştır. Ayrıca 2011 kasımında faiz oranlarında indirim uygulamış ve %1 değerine indirmiştir. Neredeyse 2011 kasımında 523 bankaya 490milyar avro, 2012 şubatında 800 bankaya 530 milyar avro borç vermiştir. FED gibi yüklü miktarda varlık alımları yaparak krizle mücadele etmeye çalışmıştır (Karaş, 2017:636).

QE aslında pek çok ülkede uygulanmış bir politikadır ve hala da uygulanmaya devam etmektedir. Özellikle kur kanalını aktif kullanmak isteyen İsviçre merkez bankası ülke milli

hasılasının üç katı kadar varlık alımı yapmıştır. Japonya Merkez Bankası 1990’lı yıllardan itibaren düşük büyüme ve deflasyonist baskı, yüksek işsizlik oranları ve ek olarak Asya Krizi neticesinde 2001-2006 yıllarını kapsayan ilk niceliksel genişleme programı ile 400 milyar yen değerinde uzun vadeli devlet tahvili alımları yapmıştır. İkinci kez 2010 ekiminde 35 trilyon yen olarak açıklanan program 2012 aralığında 101 trilyon yen olarak güncellenmiştir. İngiltere Merkez Bankası, Nisan 2008’de Özel Likidite Planını uygulayarak, bankalara üç yıl vadeye kadar ipotega dayalı menkul kıymetlerini kısa vadeli iç borçlanma senetleriyle değiştirme opsiyonu sağlamış, 200 milyar sterlin değerinde orta ve uzun vadeli devlet iç borçlanma senedi ve tahvil alımı yapmıştır (Tunalı-Yalçınkaya, 2016:92). Merkez bankaları bu yollarla 13 trilyon dolardan fazla bilanço genişlemesi yaşamışlar ve doğal olarak küresel sisteme çok büyük etkide bulunmuşlardır (Şen, 2018:273).

6.Fiyat İstikrarından Finansal İstikrara

Krizden önce merkez bankalarının neredeyse yirmi yıla yakın zamandır fiyat istikrarını tartışmasız tek hedef olarak belirlediklerini görmekteyiz. Bu amaca ulaşmak için de politika faiz oranını kullanarak gelecekteki kısa vadeli faiz oranlarına yönelik beklentilere yön vererek, uzun dönem faiz oranları ve varlık fiyatlarını da düzenlemekteydiler. Merkez bankaları küresel finans krizine kadar fiyat istikrarını başarılı bir şekilde sağlamışlardır. O zamana kadar fiyat istikrarının aynı zamanda finansal istikrarı da sağlamada yeterli olduğu görüşü kabul edilmişken, kriz sonrası finansal istikrarın sağlanmasının fiyat istikrarıyla elde edilemeyeceği anlaşılmıştır. Bu ise merkez bankalarının finansal istikrar üzerine öncekinden çok daha fazla odaklanmalarına neden olmuştur (Kaya, Tokucu, 2014:2-4). Küresel krizle birlikte büyük oranda fiyat istikrarını amaçlayan geleneksel para politikası üzerinde sağlanan uzlaş, yerini uygulanan politikalarda az önce bahsedilen şekilde değişikliğe bırakmıştır. Merkez bankaları daha önce kullandıkları politika faiz aracı ile finansal istikrara yön veremeyecekleri için, araç çeşitliliğine giderek daha önce açıklamış olduğumuz geleneksel olmayan araçları da kullanmaya başlamış, politika amaçlarını da fiyat istikrarının yanına finansal istikrarı da koyarak genişletmiştir.

Krizden evvel fiyat istikrarı makro, finansal istikrar ise mikro açıdan düşünülmüş ve bu amaçlara ulaşılması ile beraber ekonominin finansal istikrara ulaştığı kabul edilmiştir. Farklı politika enstrümanları ve farklı kurumlar bu konuda sorumlu tutulduğu için merkez bankaları

finansal istikrara daha uzak bir duruş sergilemiştir. Ancak krizle birlikte yaşanan gelişmeler, önceki yapıdaki finansal istikrarın mikro düzeyde yapılacak düzenlemeler ile denetleyici ve düzenleyici bir kurumun sorumluluğuna bırakılması, fiyat istikrarının ise makro bir bakış ile merkez bankasının sorumluluğuna bırakılması şeklinde olan ayırımın değişmesine neden olmuştur. Finansal istikrarın sağlanabilmesi adına, kriz öncesi uygulanan mikro ihtiyati düzenlemelere ek olarak, alınacak makro ihtiyati önlemler ile kullanılacak politika enstrümanları arasında sağlanacak koordinasyon, politika setinin elini kuvvetlendirmektedir (Atılğan, 2016:250). Özellikle gelişmiş ülkelerde uygulanan geleneksel olmayan politika araçların olumsuz bir etkisi olarak ortaya çıkan likidite fazlası ve sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelerin makro ekonomik dengelerini tehdit edici düzeylere ulaşması, aynı zamanda krizin oluşturduğu sıra dışı durumların etkisini kaybetmeye başladığının düşünülmesi gibi sebeplerle geleneksel olmayan para politikasından vazgeçmeye eğilimi oluşmuştur.

Kriz sonrası hem FED hem ECB artık gündemine finansal istikrarı da almak zorundaydı. FED üyeleri yeni yollar bulma telaşındaydı. ECB başkanı Draghi sonraki yıllarda krizi yatıştırmış ve finansal istikrar ve fiyat istikrarı arasındaki bağı hemen kabul etmiş ve birbirleriyle bağlantılı olduğunu yaptığı konuşmalarda dile getirmiştir. Kriz sırasında elbette bu konuda tartışmalar oldukça yoğun yaşansa da merkez bankaları olan bitene ayak uydurmak ve önlem almak zorundaydı. Kısaca finansal krizin grift yapısı ve finansal istikrarın fiyat istikrarına etkisinin göz önüne alınmasıyla beraber merkez bankaları için yepyeni, alışılmadık politikaların uygulanması gerekli hale gelmiş ve para politikası adına, yeni bir dünyanın kapıları aralanmış oluyordu (Şen, 2018:260-263).

7.Sonuç Yerine

Krizler ülke ekonomilerini, yapılarına göre farklı biçimlerde etkilemektedir. Ülkelerin ekonomik koşulları krizlerden etkilenme derecelerini belirlemektedir. Son yaşanan finansal kriz de gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri farklı şekillerde etkilemiş dolayısıyla uygulanan para politikası reçetesi de her ülke için farklı bir hal almıştır. Gelişmiş ülkelerin yaşadıkları resesyona bağlı olarak esnek politikalar izlemesi, gelişmekte olan ülkelerinse enflasyonist süreçle baş edebilmeleri için sıkı politikalar tercih etmesi buna bir örnektir.

Krizle birlikte uygulanan geleneksel olmayan politikaların etkin olup olmadıkları aslında finansal piyasalar ve makro ekonomik etkiler olmak üzere iki alanda kendini göstermektedir. Finansal etkiler şöyle özetlenebilir; Merkez bankaları uyguladıkları bu politikalarla sistematik

riskleri düşürmüş ancak bankaların kredi verme imkanlarını yeterince genişletmemiş, dolayısıyla da ekonominin canlanması için gerekli kredi olanakları oluşturulamamıştır. Sağlanan likidite ile beraber hem Euro bölgesinde hem ABD’de kredi miktarlarında ciddi ölçüde azalışlar yaşanmıştır. Özellikle uygulanan geleneksel olmayan politika araçları içinde niceliksel genişleme ve kredi genişlemesi küresel anlamda bir likidite fazlasına yol açmış, faiz teminatı uygulaması nedeniyle gelişmiş ülkelerde faiz oranlarının düşük tutulması ile likidite akışı gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir. Özellikle 2009-2014 yılları arasında söz konusu akış tavan yapmış, bu yüklü fon girişi nedeniyle yatırımların artması, genel faiz seviyesinde düşüş, borçlanma vadelerinde uzama gibi pozitif etkilerle birlikte, varlık fiyatlarında artış, kısa vadeli borçlarda artış, kredi kullanımında artış gibi negatif etkiler oluşmuştur.

Finansal krizler genel olarak makro ekonomik performans üzerinde diğer krizlerle kıyaslandığı zaman çok daha derin etkiler bırakmaktadır. Allen-Gale (2000), Calvo-Mendoza (1996), Reinhart (1999), ve Taylor (2015) yaptıkları çalışmalarda finansal krizlerin diğer krizlere nazaran daha derin etkiler doğurduğunu kanıtlamışlardır. 2008 krizi de ardından derin makro ekonomik etkiler bırakmıştır. Özellikle ciddi oranlarda istihdam kayıpları sadece ABD’de değil pek çok ülkede yaşanmıştır. Bilhassa miktarsal genişleme, kredi genişlemesi gibi uygulamalar merkez bankalarının hem bilanço büyüklüklerini hem kompozisyonlarını değiştirmiştir. Krizden sonraki esnek politikalar fiyatlar üzerinde etkiler yaratmış, özellikle gelişmekte olan ülkelerde enflasyonun yükselişe geçmesine, ek olarak enflasyonist beklentilere sebebiyet vermiştir. Geleneksel olmayan politikaların çıktığı, fiyatlar ve aktarım kanallarına olan etkileri sınırlı ampirik çalışmayla ortaya konmaya çalışılmıştır. Bu çalışmaların ortak noktası parasal aktarım kanallarının krizle birlikte etkinliğini kaybettiği noktasında birleşmekte ve bu yüzden geleneksel olmayan politikaların yükselişinin gündeme geldiğidir.

Kaynakça

Andriuskeviciute D., Deimante ve Balciunas, Norbertas (2013). *The Monetary Policy of the European Central Bank in the Period of Sovereign Debt Crisis*, Ekonomika, 2013 Vol. 92(2), s.20-31.

Atılğan M.H. (2016). *Yeni Para Politikası Anlayışı ve Finansal İstikrar*. Çankırı Karatekin Üniversitesi İİBF dergisi, c:6, s:2, 249-268

Borio, C. ve Shim, I. (2007). *What can macro-prudential policy do to support monetary policy?* BIS Working Papers 242, Bank for International Settlements

Şeker, H, Demirel B. (2019), "2008 Finansal Krizi Sonrası Para Politikası Üzerine Teorik Bir İnceleme", Politik Ekonomik Kuram, Cilt 3(1)

Bowdler, C. ve Radia, A. (2012). *Unconventional monetary policy: the assessment*. Oxford Review of Economic Policy, 28(4):603-621.

Courtmann P., Winkler B. (2013). *The ECB's Non-Standard Monetary Policy Measures. The Role of Institutional Factors and Financial Structur*, European Central Bank Working Paper, S. 1528, April 2013

Çaşkurlu E., Dağlaroğlu T.(2010). *Gelişmekte Olan Ülkelerin Krize Karşı Geliştirmiş Oldukları Ekonomi Politikaları*. İktisadi Araştırmalar Vakfı.

Duramaz S., Dilber İ. (2015). *Küresel Kriz Sürecinde Para Politikasında Yeni Bir Araç Olarak Faiz Koridoruna Genel Bir Bakış*, Maliye Araştırmaları Dergisi, C.1, S.1

Eggertsson, G. B. ve Woodford, M. (2003). *The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy*. Brookings Papers on Economic Activity, 34(1):139-235.

Eggertsson, G. B. ve Woodford, M. (2004). *Optimal monetary and fiscal policy in a liquidity trap*. Working Paper 10840, National Bureau of Economic Research.

Ersoy H., Işıl G. (2016). *Küresel Kriz Sonrası Merkez Bankası Para Politikaları ve Finansal Sistem Üzerine Etkileri*. İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Yıl:15 Özel Sayı:29 Bahar 2016/1 s.349-374

Hancock D., Passmore W. (2014). *How the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases (LSAPs) Influence Mortgage Backed Securities (MBS) Yields and U.S. Mortgage Rates*, Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington D.C.

Joyce, M., Tong, M., ve Woods, R. (2011). *The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact*. Bank of England Quarterly Bulletin, 51(3):200-212.

Kara H.(2012). *Küresel Kriz Sonrası Para Politikası*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Çalışma Tebliği, No:12/17

Karaş Z. (2017). *2008 Küresel Krizi Sırasında Merkez Bankaları Tarafından Uygulanan Geleneksel Olmayan Para Politikaları*. Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi. C.10, S.48

Kaya Z. ve Tokucu E. (2014). *Son Finansal Kriz Öncesi ve Sonrası Para Politikalarında Gelişmeler ve Merkez Bankalarının Değişen Rolü*, Avrasya Ekonomileri Üzerine Uluslararası Konferans

Krugman, P. R. (1998). *It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap*. Brookings Papers on Economic Activity, 29(2):137206.

Labonte M. (2016). *Monetary Policy and the Federal Reserve: Current Policy and Conditions*, Congressional Research Service Report, RL30354, January 28,2016.

Şeker, H, Demirel B. (2019), “2008 Finansal Krizi Sonrası Para Politikası Üzerine Teorik Bir İnceleme”, Politik Ekonomik Kuram, Cilt 3(1)

Lars E.O. Svensson, (2012). *Comment on Michael Woodford ,Inflation Targeting and FinancialStability.* Sveriges Riksbank Economic Review, pp.33-34

Montoro, C. (2011). *Assesing the Role of Reserve Requirements under Financial Frictions.*

Joyce, M., Tong, M., and Woods, R. (2011). *The United Kingdom’s quantitative easing policy: design, operation and impact.* Bank of England Quarterly Bulletin, 51(3):200–212.

Perera, A. (2010). *Monetary Policy in turbulent Times: Impact of Unconventional Monetary Policies.* Central Bank of Sri Lanka Working Paper.

Rogers, J. H., Scotti, C., ve Wright, J. H. (2014). *Evaluating AssetMarket E_ects of Unconventional Monetary Policy: A Cross-Country Comparison.* International Finance Discussion Papers 1101, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).

Smaghi, L.B.(2009). *Conventional and Unconventional Monetary Policy, Keynote Lecture,* International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva, 28 April 2009.

Svensson, L. E. (2004). *Targeting rules vs. instrument rules for monetary policy: What is wrong with mccallum and nelson?*, Working Paper 10747, National Bureau of Economic Research

Şen G. (2018). *2008 Finansal Krizi ve Sonrası Gelişmeler. 1923’den Günümüze Türkiye’de Para-Kredi ve Kur Politikaları.* Ekin Basın-Yayım, Bursa

Şentürk M., Kayhan S., Bayat T., *Küresel Finans Krizi Sonrasında Merkez Bankacılığı ve Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası.* Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Temmuz, 2016; 9(3)

Tunalı H., Yalçınkaya Y.(2016). *Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamasında Enflasyon ve Döviz Kuru Arasındaki Nedensellik İlişkisinin Analizi,* İktisat Fakültesi Mecmuası, C.66, 61-112

Vural U. (2013). *Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi,* TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi