

GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARININ YÜKSELİŞİ

Umut VURAL

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü
Ankara, Mart 2013

GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARININ YÜKSELİŞİ

Umut VURAL

Danışman

Doç. Dr. Bedri Kamil Onur TAŞ

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü
Ankara, Mart 2013

**TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI
UZMANLIK YETERLİLİK TEZİ TUTANAĞI**

İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü Uluslararası İlişkiler Müdürlüğü Uzman Yardımcısı (13329) Umut Vural'ın, "Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi" konulu yeterlilik tezini görüşmek üzere tez kurulumuz 22.03.2013 tarihinde toplanmıştır.

Kurulumuzca yeterlilik tezi değerlendirilmiş ve yapılan savunma sonucu da dikkate alınarak başarılı bulunmuştur.



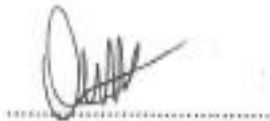
Prof. Dr. Turalay KENÇ
Başkan Yardımcısı



Yusuf Bora ENHOŞ
İletişim ve Dış İlişkiler
Genel Müdür Yardımcısı



Dr. Cüneyt ORMAN
Uluslararası İlişkiler Müdürü



Doç. Dr. Bedri Kamil Onur TAŞ
TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
İktisat Bölümü Öğretim Üyesi



Yrd. Doç. Dr. Türkmen GÖKSEL
Ankara Üniversitesi
Siyasal Bilgiler Fakültesi
İktisat Bölümü Öğretim Üyesi

ÖNSÖZ

Bu çalışmanın hazırlanmasında akademik bilgi ve tecrübelerini benimle paylaşan tez danışmanım Doç. Dr. Bedri Kamil Onur Taş'a, konunun belirlenmesinden çalışmanın bitimine kadar bilgisi, desteği ve yapıcı değerlendirmeleriyle çalışmaya eşsiz katkılarda bulunan değerli arkadaşım Doç. Dr. Eray Yücel'e, çalışma dönemindeki anlayış ve yardımları için yöneticilerime ve çalışma arkadaşlarıma, son olarak da hayatımın her alanında desteklerini ve yanımda olduklarını hissettiren çok değerli aileme teşekkürlerimi sunarım.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	i
İÇİNDEKİLER.....	ii
TABLO LİSTESİ.....	iv
GRAFİK LİSTESİ.....	v
KISALTMA LİSTESİ.....	vi
ÖZET.....	vii
ABSTRACT.....	viii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KÜRESEL FİNANSAL KRİZİN TARİHÇESİ VE GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARI.....	3
1.1. Küresel Finansal Krizin Tarihçesi.....	3
1.2. 2008 Yılı Sonuna Kadar Uygulanan Politikalar.....	8
1.3. Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları.....	20
1.3.1. Miktersal Genişleme.....	21
1.3.2. Kredi Genişlemesi.....	23
1.3.3. Faiz Taahhüdü Politikası.....	27
1.3.4. Zorunlu Karşılık Uygulaması.....	28
1.3.5. Faiz Koridoru Uygulaması.....	30

İKİNCİ BÖLÜM

DÜNYA EKONOMİLERİNDE GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARI UYGULAMALARI.....	33
2.1. Politika Bazında Ülke Uygulamaları.....	33
2.1.1. Miktersal Genişleme.....	37
2.1.2. Kredi Genişlemesi.....	39
2.1.3. Faiz Taahhüdü.....	42
2.1.4. Teminat Çeşitlendirmesi.....	43

2.1.5. Faiz Koridoru	44
2.1.6. Zorunlu Karşılıklar	45
2.1.7. Vade Uzatımı.....	47
2.1.8. Merkez Bankası İşlemlerine Katılımcı Banka Sayısı	47
2.2. Genel Değerlendirme	50

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARI.....	56
3.1. TCMB Uygulamaları.....	57
3.1.1. Faiz Koridoru	63
3.1.2. Likidite Yönetimi	65
3.1.3. Zorunlu Karşılıklar	66
3.1.4. Rezerv Opsiyonu Mekanizması.....	69
3.1.5. İstisnai Gün Uygulaması.....	73
3.1.6. Kaldıraç Uygulaması	74
3.2. Diğer Ülkelere Kıyasla Türkiye Tecrübesi	75
3.3. Türkiye'nin Performansının Değerlendirilmesi	81

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

SONUÇ ve DEĞERLENDİRMELER	86
KAYNAKÇA	89

TABLO LİSTESİ

Sayfa No

Tablo 1.1. İncelenen Ülkelerde Alınan Politika Tedbirleri.....	9
Tablo 1.2. Büyüme Performansına Göre Ülke Kategorileri.....	11
Tablo 2.1. Politika Kategorileri ve Tedbirleri.....	34
Tablo 2.2. Politika Tedbirlerinin Alınma Sıklığı.....	35
Tablo 2.3. Ülkeler ve Politika Tedbirleri.....	36
Tablo 2.4. 2011 Yılı İtibarıyla Ülkelerin GSYİH Düzeyleri.....	50
Tablo 2.5. Ülkelerin GOPP ve Diğer Politikalarının Karşılaştırılması.....	54
Tablo 3.1. Kriz Dönemi Gelişmeleri.....	57
Tablo 3.2. TCMB Yeni Politika Çerçevesi.....	63
Tablo 3.3. Kriz Yaşayan Ülkelerin Politika Tedbirleri.....	75
Tablo 3.4. Kriz Yaşayan Ülkelerin GSYİH Büyüme Oranları (Yıllık, %)......	76
Tablo 3.5. GSYİH Alt Kalemlerinin GSYİH'ye Katkısı (%).....	85

GRAFİK LİSTESİ

Sayfa No

Grafik 1.1. GSYİH Büyüme Oranı (%).....	5
Grafik 1.2. İşsizlik Oranı (%).....	6
Grafik 1.3. Yatırım Oranı (% GSYİH).....	6
Grafik 1.4. Toplam Kamu Borcu (% GSYİH).....	7
Grafik 1.5. Ülke Gruplarının Çeyreklik Üretim Düzeyi (GSYİH).....	12
Grafik 1.6. Politika Faiz Oranı Değişimi (Ortalama).....	14
Grafik 1.7. Yıllara Göre Faiz Oranlarındaki Değişim.....	15
Grafik 1.8. Kamu Harcamaları Değişimi (%).....	17
Grafik 1.9. Yıllara Göre Kamu Harcamaları/GSYİH Değişimi.....	18
Grafik 2.1. Ülkelerin GOPP ve Diğer Politikalarının Karşılaştırılması.....	55
Grafik 3.1. TCMB Politika Faiz Oranlarının Seyri.....	59
Grafik 3.2. Kasım 2008-Eylül 2012 Faiz Oranlarındaki Azalış.....	59
Grafik 3.3. TCMB Faiz Koridoru.....	64
Grafik 3.4. Türkiye'ye Sermaye Girişleri/GSYİH.....	67
Grafik 3.5. Türkiye'de Kredi Hacmindeki Değişim/GSYİH.....	67
Grafik 3.6. TL Zorunlu Karşılıkların Döviz Olarak Tesis Edilmesine İlişkin ROK'lar.....	72
Grafik 3.7. TL Zorunlu Karşılıkların Altın Olarak Tesis Edilmesine İlişkin ROK'lar.....	72
Grafik 3.8. Türkiye'de Cari İşlemler Dengesi/GSYİH.....	82
Grafik 3.9. Cari Açığın Finansmanı (12-aylık Birikimli, Milyon ABD Doları)...	82
Grafik 3.10. Türkiye'de Toplam Kredi Büyüme Oranı (%).....	83
Grafik 3.11. 2008 Sonrası Türkiye'de Üretim Düzeyi (2008 2Ç=100).....	84
Grafik 3.12. Türkiye GSYİH Büyüme Oranı (%).....	84

KISALTMA LİSTESİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AIG	: American International Group (Amerika Uluslararası Grup)
AMB	: Avrupa Merkez Bankası
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
DİBS	: Devlet İç Boçlanma Senedi
FED	: Federal Reserve Bank (ABD Merkez Bankası)
GOPP	: Geleneksel Olmayan Para Politikaları
GSYİH	: Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
IMF	: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
OECD	: Organization for Economic Co-Operation and Development (Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü)
PPK	: Para Politikası Kurulu
ROK	: Rezerv Opsiyonu Katsayısı
ROM	: Rezerv Opsiyonu Mekanizması
ROO	: Rezerv Opsiyonu Oranı
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Lirası
TL	: Türk Lirası
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
YP	: Yabancı Para

ÖZET

Geçtiğimiz on yılda, merkez bankaları fiyat istikrarı ve düşük enflasyon temel amaçlarına genellikle açık piyasa işlemleri ile kısa vadeli faiz oranlarını etkileyerek ulaşmaktaydı. 2008-2009 küresel finansal kriz döneminde, merkez bankaları ekonomik toparlanma ve fiyat istikrarının sağlanabilmesi için geleneksel para politikalarının yetersiz kaldığını görmüşlerdir. 2008 Eylül ayında krizin derinleşmesi ve reel ekonomik aktivitenin çökmesi, merkez bankalarını miktarsal genişleme, kredi genişlemesi, faiz taahhüdü gibi çok sayıda geleneksel olmayan para politikası uygulamasına yöneltmiştir.

Bu çalışma, küresel finansal kriz sonrası dönemde ülke tecrübelerini gözler önüne sermeyi amaçlamaktadır. Küresel finansal kriz sürecinde yaşananları ve bu yaşananların geleneksel olmayan para politikasının uygulanmasına nasıl yol açtığı konusunda bilgi vererek başlayan bu çalışmada daha sonra, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler, Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere, Çin, Japonya ve Avrupa Merkez Bankası'nın 2009-2012 yılları arasında uyguladıkları geleneksel olmayan para politikaları incelenecektir. Son olarak da Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın küresel kriz sonrası dönemde uyguladığı geleneksel olmayan para politikaları ve bu politikaların performansı değerlendirilecektir.

Anahtar Kelimeler: Geleneksel olmayan para politikaları, miktarsal genişleme, kredi genişlemesi, faiz taahhüdü.

ABSTRACT

Over the past decades, most of the world's central banks have widely used open market operations to influence the short-term interest rates to achieve their main objectives of price stability and low inflation. Over the course of the global financial crisis of 2008-2009, central banks confronted with the inadequacy of the conventional monetary policies to promote economic recovery and price stability. The intensification of the crisis in the September of 2008 and the collapse of the real economic activity prompted many central banks to use numerous unconventional monetary policy tools such as quantitative easing, credit easing and interest rate commitment.

This study aims at bringing out the countries' experiences after the global financial crisis. It begins with the process of the global financial crisis and shows how the global financial crisis paved the way to use of the unconventional monetary policies. Then inflation targeting countries, the USA, the UK, China, Japan and the European Central Bank will be analyzed with their unconventional policies between 2009 and 2012. Finally, the unconventional monetary policies of Central Bank of the Republic of Turkey during the global financial crisis and their performance related to the aim of the Central Bank of the Republic of Turkey will be discussed.

Keywords: Unconventional monetary policy, quantitative easing, credit easing, interest rate commitment.

GİRİŞ

Küresel finansal krizle birlikte birçok ülkede sağlanmış olan fiyat istikrarının finansal krizlerin çıkışına engel olamadığı görülmüş ve tek amaç olan fiyat istikrarına, tek politika aracı olan faiz oranları ile ulaşılmasını gerektiren enflasyon hedeflemesi rejiminin ardından, birden çok amaca ulaşmak için birden çok aracın kullanıldığı esnek enflasyon hedeflemesi kavramı literatüre girmiştir.

Küresel finansal kriz döneminde, gelişmiş ülkelerin ekonomik istikrarı yeniden sağlama çalışmaları ve gelişmekte olan ülkelerin sermaye hareketlerindeki oynaklığın olumsuz etkileri ile kredi genişlemesini önleme çabaları ve geleneksel olan para politikalarının bazı durumlarda yetersiz kalması sebepleriyle gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler geleneksel olmayan para politikaları tasarlamaya ve uygulamaya başlamışlardır. Geleneksel olmayan para politikaları genel olarak küresel kriz sonrası dönemde uygulanmaya başladığı için bu politikaların etkinliğini ölçmek için yeterli araç ve veri bulunmamaktadır.¹ Hangi durumda hangi politikanın uygulanması gerektiği ya da hangi politikanın daha başarılı olacağı konusunda da belirsizlikler bulunmaktadır.

Bu çalışmada öncelikle küresel krizde yaşananların geleneksel olmayan para politikalarının uygulanmaya başlamasına nasıl yol açtığı ve geleneksel olmayan para politikaları hakkında detaylı bilgi verilecektir. Daha sonra enflasyon hedeflemesi uygulayan 23 ülke ile dünya ekonomisine yön veren ABD, Japonya, Çin ve AMB'nin 2007-2008 ve 2009 Ocak-2012 Ekim arası uyguladıkları para, maliye, bankacılık sektörü ve emek piyasası politikaları değerlendirilecektir. Son olarak da TCMB'nin aynı dönemlerdeki para politikası uygulamaları üzerinde durularak, başından kriz geçmiş

¹ Gambacorta, Hofmann ve Peersman (2012) çalışmasında geleneksel olmayan para politikalarının etkileri Ocak 2008-Haziran 2011 dönemi için 8 ülkenin yer aldığı panel VAR modeli çerçevesinde ele alınmakta, Gertler ve Karadi (2010) çalışması ise bu politikaları nicel olarak analiz edebilmek için dinamik stokastik genel denge (DSGE) modelinden yararlanmaktadır.

lkelerle Türkiye'nin karşılaştırması yapılacak ve Türkiye'nin küresel kriz dönemindeki politikaların performansının değerlendirmesi yapılacaktır. Bu alışma ile küresel finansal kriz sonrası dönemde geleneksel olmayan para politikalarının geliştirilmesi ve uygulanmasının ön plana çıktığı gözler önüne serilmektedir. Hem gelişmiş ülkeler hem de gelişmekte olan ülkeler tarafından uygulanan bu politikaların tasarlanması, gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler için farklılık göstermektedir. Gelişmiş lkeler ekonomiyi canlandırma amacı güderken, gelişmekte olan ülkeler ise bu politikaları sermaye girişlerinin olumsuz etkileri azaltmak amacıyla kullanmışlardır. Buna ek olarak, geleneksel olmayan para politikalarından bazılarının GSYİH düzeyi yüksek ülkelerde daha yoğun bir şekilde, bazılarının ise GSYİH düzeyi düşük ülkelerde daha yoğun bir şekilde kullanıldığı tespit edilmiştir. Türkiye'nin küresel kriz sonrası dönemde uyguladığı geleneksel olmayan para politikası araçlarının ise az sayıda alanda yoğunlaştığı ve farklı makroiktisadi hedefleri gözetken oldukça etkili politikalar olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Çalışmanın birinci bölümünde, küresel finansal krizin tarihçesi ve geleneksel olmayan para politikaları, ikinci bölümünde, dünya ekonomilerinde geleneksel olmayan para politikaları, üçüncü blmde ise Türkiye'de geleneksel olmayan para politikaları incelenecektir. Sonuç olarak da bu çalışmanın hazırlanması sırasında elde edilen bulgulara yer verilecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

KÜRESEL FİNANSAL KRİZİN TARİHÇESİ VE GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARI

1.1. Küresel Finansal Krizin Tarihçesi

11 Eylül 2001'den² sonra ABD, ekonomiyi canlandırmak amacıyla kısa vadeli faiz oranlarını düşük tutan politikalar uygulamaya başlamıştır. Kredilerin maliyetinin azalmasıyla konut satın almak avantajlı hale gelirken, tüketim harcamaları artmış ve bireysel tasarruflar azalmıştır. Özellikle, alt ve orta grup gelire³ sahip kişiler değişken faizli konut kredilerine büyük talep göstermiş, konut talebinin artması ile birlikte konut fiyatları hızlı bir şekilde yükselmeye başlamıştır.

ABD Merkez Bankası'nın (Fed), politika faiz oranlarını uzun bir dönem boyunca oldukça düşük düzeyde tutması hem kredi patlamasına, hem de konut fiyatlarında aşırı bir şişkinliğe neden olurken, bazı finansal kuruluşları daha çok kar edebilmek için daha çok risk almaya yöneltmiştir.⁴ Bankalar da, daha fazla kredi kullanılabilmek için, riskli olarak görülen alt ve orta grup gelire sahip kişilere kapsamlı bir değerlendirme yapmadan⁵ kredi vermiş, verilen kredilerden doğan alacaklarını da teminat göstererek, emlak tahvilleri çıkarıp bunları daha yüksek faizle, riskli yatırımlardan yüksek kârlar elde etmeyi hedefleyen hedge fonlara satmışlardır. Hedge fonlardan gelen kaynaklar da yeniden kredi olarak riskli kişilere dağıtılmıştır.

² Danacı ve Ceyhan, 2010, s.1386.

³ Azizov, 2009, s.434.

⁴ 1929 krizinden sonra, 1933 yılında Glass-Steagall yasaının çıkması ile bankaların türev enstrümanları kullanması ve spekülasyon yapması yasaklanmıştır. Bu düzenleme ile mevduat bankaları, menkul kıymet şirketleri ve yatırım bankaları birbirinden ayırmakta ve bankalar bilançolarında menkul kıymet tutamazken, yatırım bankaları ve diğer menkul kıymet piyasası ajanları da mevduat toplayamaz duruma gelmekteydi. Ancak 1999 yılında, Glass-Steagall Yasası'nın getirdiği sınırlamaların kaldırılması ile, bankalar yatırım bankacılığı ve menkul kıymet işi yapmaya başlarken, yatırım bankaları ve menkul kıymet şirketleri de, mevduat toplamaya, kredi vermeye başlamışlardır. Bu durum da konut ve finans krizinin meydana gelmesine neden olmuştur.

⁵ Danacı ve Ceyhan, 2010, s.1386.

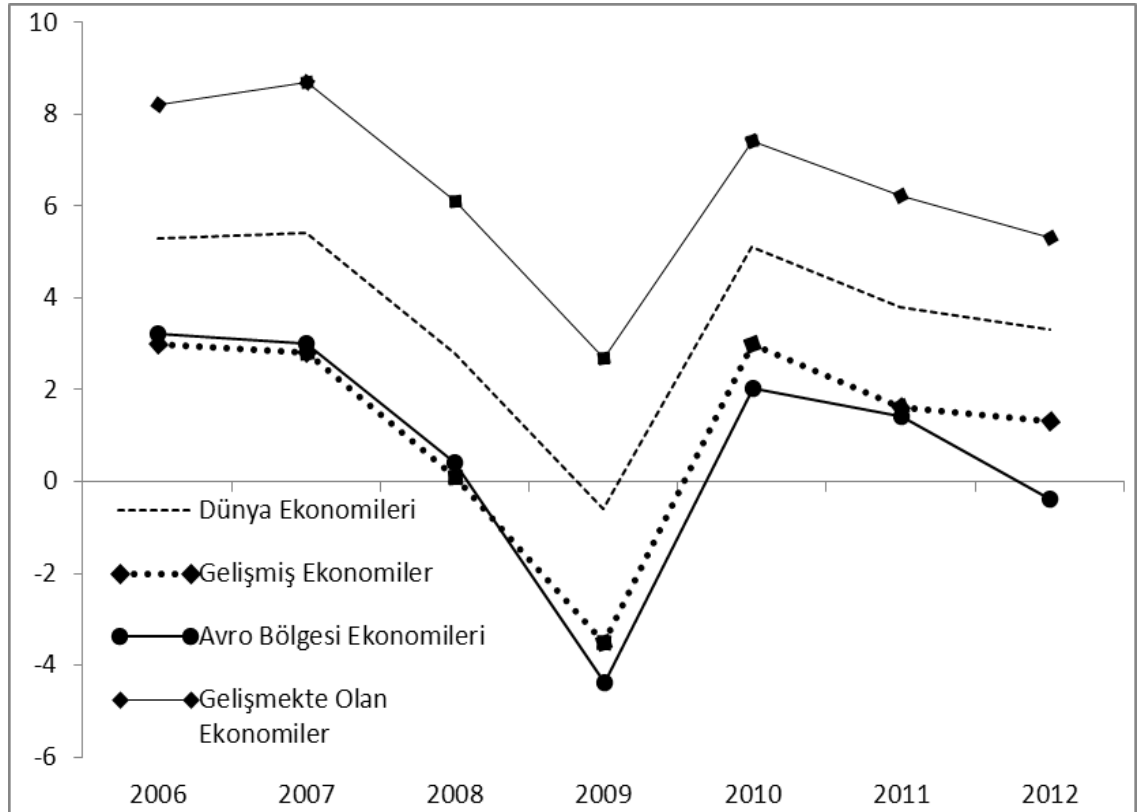
2004 yılında Fed, artan konut fiyatlarının olumsuz etkilediği ekonomiyi rahatlatmak ve artmakta olan enflasyon oranını düşürmek için faiz oranlarını yükseltmiş, bu da krize giden sürecin başlangıcını oluşturmuştur. Fed, 2004 yılında %1 olan faiz oranlarını 2006 yılına kadar %5,25'e yükseltmiştir. Fed'in bu müdahalesi sonucunda, doyum seviyesine ulaşan konut piyasası durgunluk içine girmiş ve konut fiyatları düşmeye başlamıştır. Konut fiyatlarındaki düşüş ve Fed'in faiz artırım politikaları, özellikle değişken faizli kredi alan ve konut fiyatlarındaki artışa güvenenleri zor duruma sokmuş, gelirleri konut fiyatlarının düşmesiyle azalan konut sahipleri kredi ödemelerini yapmakta zorlanmaya başlamışlardır. Verilen kredilerin geri dönmemesi bankaların kaynak sıkıntısına girmelerine neden olmuş, finansal piyasalarda oluşan güvensizlik sonucu bankaların birbirlerine borç vermeyi kesmeleri ile mali sistem durma noktasına gelmiştir.

Finansal kuruluşların risk iştahı ve düşük faiz oranlarının etkisiyle özensizce dağıtılan krediler, ABD'nin kredi hacmini önemli ölçüde arttırırken, mali yapının da bozulmasına neden olmuştur. 2007'de başlayan eşik-altı kredi krizi hızlı bir şekilde tüm ABD finansal sistemini etkilemeye başlamıştır. 12 Mart 2007'de ülkenin en büyük ikinci ipotekli kredi kuruluşu olan New Century Financial Corporation'ın iflas isteminde bulunması krizin üstündeki perdeyi kaldırmış, Freddie Mac ve Fannie Mae'in hisse senetlerinin %70'lere varan oranlarda değer kaybetmesi de krizi iyice derinleştirmiştir. Eylül 2008'de ABD hükümeti bu iki kuruluşa el koymuş, mali kriz de hızını arttırmaya başlamıştır. Bu ay içinde Fed, ABD'nin en büyük sigorta şirketi olan Amerikan Uluslararası Grup (AIG)'a mali yardımda bulunmuş, 158 yıllık yatırım bankası Lehman Brothers iflas etmiştir. Yatırım bankalarının zor duruma düşmelerinde, sermayelerine göre çok fazla borçlanmaları, ipotekli konut kredileriyle bağlantılı riskli menkul kıymetlere büyük yatırımlar yapmaları ve etkin olmayan risk yönetimi uygulamaları etkili olmuştur.

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. Küresel boyuttaki bu yayılma dünya ekonomilerindeki üretim, büyüme, işsizlik

ve güven endeksleri üzerinde yıkıcı bir etki yaratmıştır (Grafik 1.1,1.2,1.3,1.4). Birçok gelişmekte olan ülke borsaları önemli ölçüde düşmüş, ulusal paralar değer yitirmiş, ülke tahvil ve bonolarında risk primleri yükselmiş, aynı zamanda bu ülkelere olan yabancı sermaye akımları önemli ölçüde azalmıştır.

Grafik 1.1'de, küresel finansal krizin reel ekonomiye yansıması nedeniyle büyüme oranlarının önemli ölçüde düştüğü görülmektedir. 2007 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren küresel düzeyde düşmeye başlayan büyüme oranları, 2008 yılının üçüncü çeyreğinde negatife dönmüş, 2009 yılı ilk çeyreğinde ise en düşük noktasına ulaşmıştır. Ancak 2009 yılının ikinci çeyreğinden itibaren toparlanma süreci başlamıştır. 2010 yılındaki pozitif büyüme oranlarının yanı sıra dikkat çeken bir diğer gelişme de gelişmekte olan ekonomilerin gelişmiş ekonomilerden daha yüksek büyüme oranına ulaşmasıdır.

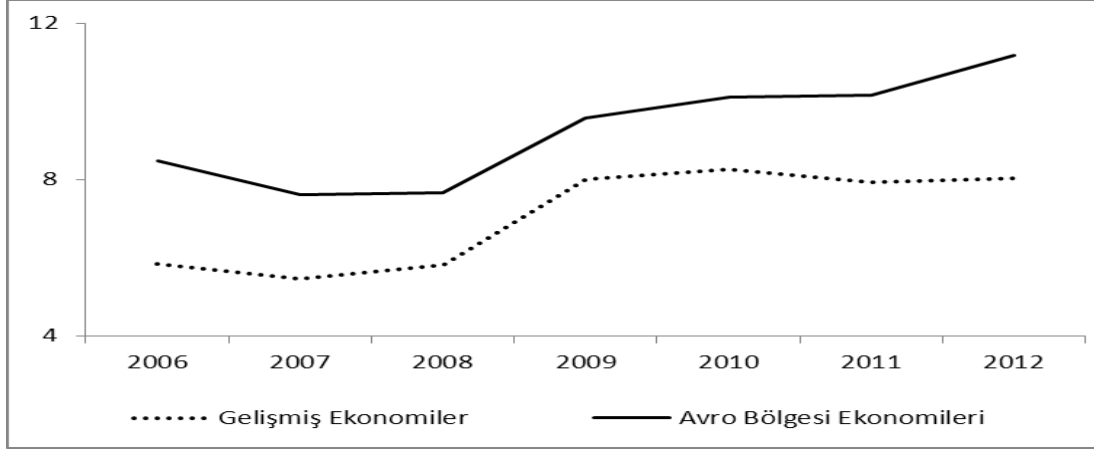


Grafik 1.1. GSYİH Büyüme Oranı (%)⁶

Kaynak: IMF, 2012

⁶ Dünya ekonomilerini gösteren veriler, IMF'nin 186 ülkenin verilerini toplulaştırarak oluşturduğu verilerdir.

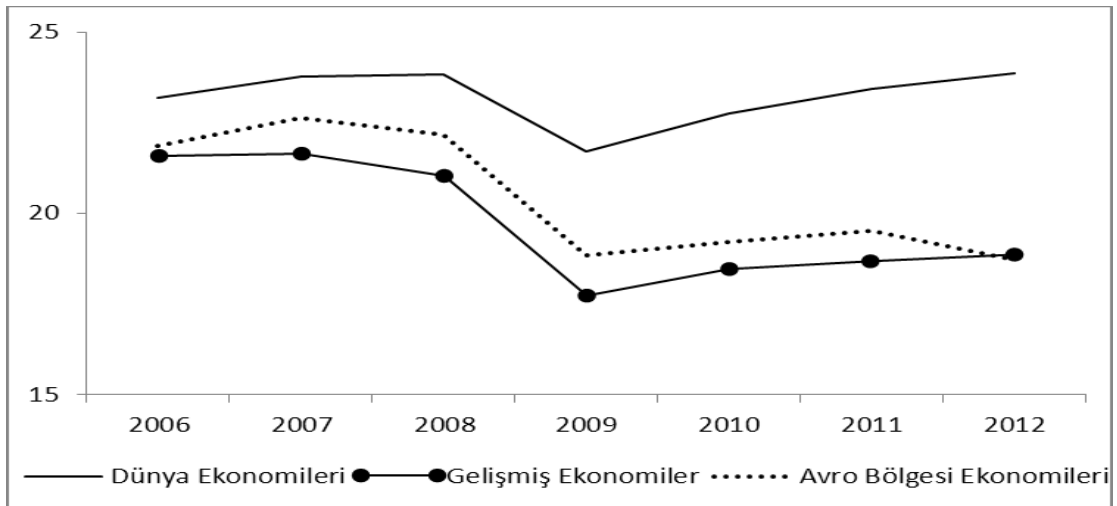
Grafik 1.2’de ise, küresel krizle birlikte işsizlik oranlarının gelişmiş ekonomilerde ve Avro bölgesi ekonomilerinde önemli ölçüde artış gösterdiği görülmektedir. 2004-2005 döneminden itibaren düşme eğilimine giren küresel işsizlik oranı, 2008 yılında yeniden artmaya başlamış ve 2009 yılında işsiz sayısında önemli bir artış olduğu görülmüştür.



Grafik 1.2. İşsizlik Oranı (%)

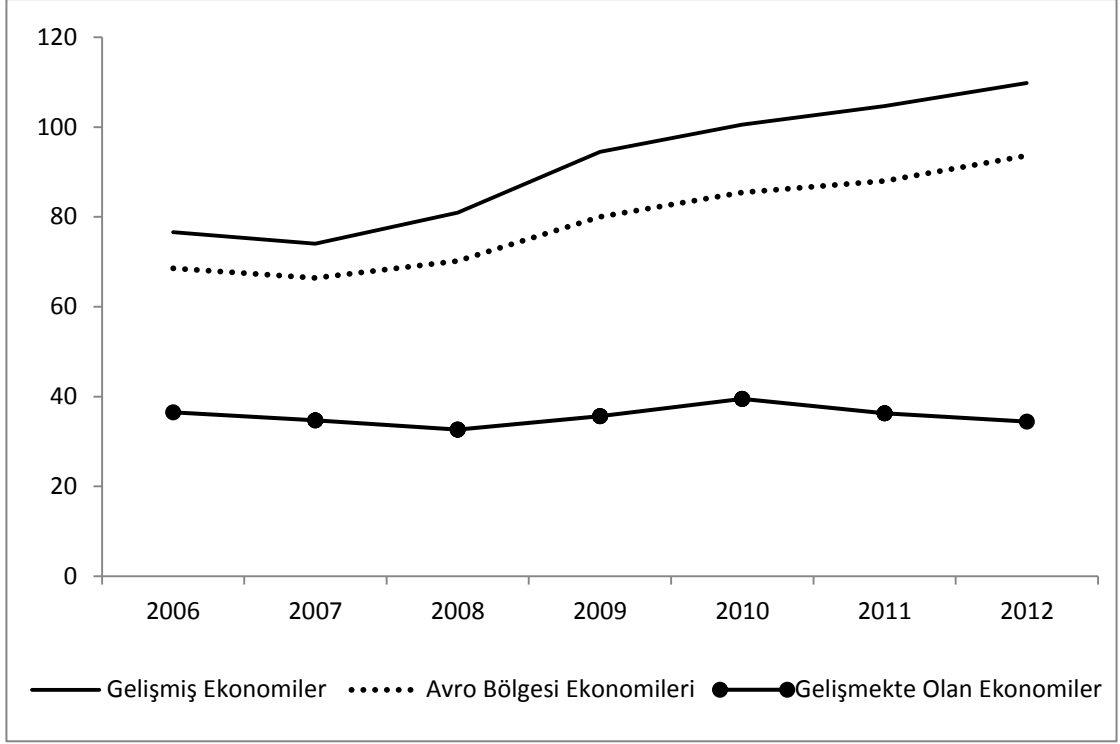
Kaynak: IMF, 2012

Grafik 1.3 ve Grafik 1.4 incelendiğinde ise, yatırım oranlarının gelişmiş ekonomiler ile Avro bölgesi ekonomilerinde azalırken, kamu borcunun yine aynı ülke gruplarında artmakta olduğu görülmektedir. Gelişmekte olan ekonomilerde ise kamu borcu küresel kriz öncesi ve sonrası dönemde yatay seyrini korumaktadır.



Grafik 1.3. Yatırım Oranı (% GSYİH)

Kaynak: IMF, 2012



Grafik 1.4. Toplam Kamu Borcu (% GSYİH)

Kaynak: IMF, 2012

Krizin derinleşmesini önleme ve krizden bir an önce çıkabilme endişeleri, uygulanacak para ve maliye politikaları konusunda tartışmaları da beraberinde getirmiştir. Temel politika aracı olan faiz oranını sıfır düzeyine kadar indiren Fed, kötüleşen ekonomik durum ve faiz oranının daha fazla düşürülemez durumda olması sebepleriyle, orta ve uzun vadeli menkul kıymetleri ve hazine borçlarını satın alarak bilançosunu genişletme yoluna gitmiştir. İngiltere ve Japonya başta olmak üzere diğer ülke merkez bankaları da buna benzer önlemler alarak krizin etkilerini hafifletmeye çalışmışlardır.

Finansal sisteme duyulan güvenin tekrar artırılması için ABD ve Avrupa'da merkez bankaları ve hükümetler büyüklüğü trilyon dolarları bulan kurtarma paketleri açıklamışlardır. Küresel finansal kriz süresince yapılan gözlemler ve kriz sırasında yaşanan olağanüstü dönem ekonomi politikalarının, özellikle de para politikasının sorgulanmasına neden olmuştur. Fiyat istikrarını sağlarken ekonomideki dalgalanmaları asgariye indirmeyi hedefleyen enflasyon hedeflemesi stratejisi de bu dönemde sorgulanmaya başlamıştır.

1.2. 2008 Yılı Sonuna Kadar Uygulanan Politikalar

Dünya ekonomilerinin birbirlerine artan oranda bağımlı olduğu günümüzde küresel finansal kriz, gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ekonomiyi etkisi altına almıştır. Ülkeler, bu krizin etkilerini azaltmaya yönelik, para ve maliye politikaları ile finansal düzenlemeleri içeren çeşitli tedbirler olarak ekonomilerini canlandırmaya çalışmışlardır. Tablo 1.1'de, krizin erken aşamalarından 2008 yılı sonuna kadar gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin nasıl politikalar izlediği gösterilmiştir.

Bu tabloya göre öncelikle hem gelişmiş ülkelerin hem de gelişmekte olan ülkelerin ilk olarak en geleneksel para politikası aracı olan faiz oranlarını kullanmaya yöneldiğini görmekteyiz. Tablodaki 43 ülkenin 30 tanesi politika faiz oranında değişiklik yapmıştır. Bu ülkelerin büyük kısmını da gelişmiş ülkeler oluşturmaktadır.

2007 Eylül ayında ABD'nin konut ve kredi piyasalarında yaşanan sorunların olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla başlatılan parasal genişleme politikaları, Temmuz 2008'de enflasyon oranlarının gerileme eğilimine girmesi ile diğer gelişmiş ülkeler tarafından da kullanılmaya başlamıştır. Bu süreçte, özellikle gelişmiş ülkeler faiz oranlarında önemli indirimlere giderken, birçoğu faiz oranlarını sıfır düzeyine çekmiştir.

2008 yılının sonuna kadar temkinli para politikası izleyen gelişmekte olan ülkeler, küresel çalkantı sonucu kredi olanaklarının daralması ile Aralık ayından itibaren faiz oranlarını hızlı bir şekilde indirmeye başlamıştır.⁷ Gelişmekte olan ülkelerdeki enflasyon oranı genel olarak gelişmiş ülkelere göre daha yüksek olduğundan gelişmekte olan ülkelerdeki faiz indirimleri, gelişmiş ülkelerdeki seviyelere inmemiştir.

⁷ İncelenen ülkelerden Macaristan, Brezilya, İzlanda, Meksika ve Arjantin faiz artırımına gitmişlerdir.

TABLO 1.1. İNCELENEN ÜLKELERDE ALINAN POLİTİKA TEDBİRLERİ

Ülke Grupları	Alınan Tedbirler	Mevduat Garantileri	Yurtiçi Likidite Kolaylığı	Bankalarda Yeniden Sermayelendirme	Bankaların Borçlanmalarına Devlet Garantisi	Kredi Garantileri	Kamulaştırma/ Fona Devir	Politika Faiz Oranında Değişiklik	Döviz Kuru Müdahalesi	Zorunlu Karşılık Oranlarında Değişiklik	Swap Kanalı	IMF	Genişletici Maliye Politikası
AB-15	Almanya	X	X	X	X	X		X			X		
	Fransa		X	X	X	X		X			X		
	İngiltere	X	X	X		X	X	X			X		
	İtalya	X	X	X	X			X			X		
	İspanya	X					X	X					
	Hollanda	X		X				X					
	İsveç	X	X					X			X		
	Belçika	X					X	X					
	Avusturya	X		X		X		X					
	Danimarka	X						X			X		
	Yunanistan	X											
	Finlandiya							X					
	Portekiz	X	X					X					
Diğer Gelişmiş Ülkeler	İrlanda	X			X		X	X					
	ABD	X	X	X	X	X	X	X			X		
	Japonya		X					X			X		
	Kanada		X					X			X		
	Avustralya	X	X		X			X			X		
	İsviçre	X	X	X				X			X		
	Norveç		X								X		
	Singapur	X									X		
Gelişmekte Olan Ülkeler	Yeni Zelanda	X						X			X		
	Çin		X					X					
	Brezilya		X					X	X	X	X		X
	Rusya	X	X	X	X		X						
	Hindistan		X					X	X				
	Meksika		X					X	X		X		X
	Güney Kore		X	X	X			X	X		X		
	Türkiye		X					X		X			
	Arjantin		X					X	X	X			X
	Güney Afrika							X					
	Hong Kong							X					
	Pakistan											X	
	Romanya		X										X
	Ukraine											X	
	Macaristan	X	X				X	X				X	
	Hırvatistan	X											
	Sırbistan								X				X
	Letonya						X		X		X	X	
Estonya	X												
İzlanda	X		X			X	X	X		X	X		
Gürcistan								X			X	X	

Not: Tablo, TEPAV, (2008), s.9'da yer alan tablonun yeniden düzenlenmesi ile oluşturulmuştur.

Faiz indirimleri için hareket alanı kalmayan gelişmiş ülkelerin kriz öncesi dönemde bankacılık sektörü ile ilgili düzenlemelere gittiği görülmektedir. Bankacılık sektöründeki sorunların daha önce krizlere yol açtığı net bir şekilde tecrübe edilmiş olması, gelişmiş ülkeleri bu konuda önlemler almaya yöneltmiştir. Çoğu gelişmiş ve bazı gelişmekte olan ülkeler yapısı bozulan finansal sisteme doğrudan destek sağlamak amacıyla, mevduat garantileri, yurtiçi likidite kolaylığı, bankalarda yeniden sermayelendirme, bankaların borçlarına devlet garantisi, kredi garantileri kamulaştırma/fona devir ve swap kanalı gibi önlemler almışlardır.

Gelişmiş ülkelerin hemen hemen hepsi mevduat garantileri vermiş ve swap kanalını etkin olarak kullanmışlardır. Gelişmiş ülkelerde ayrıca kredilere garanti verilmiş, borçlanma piyasalarındaki aksaklıkların ve güvensizlik sorununun giderilmesi amacıyla, finansal kuruluşların yükümlülüklerine de devlet garantisi getirilmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde ise bankacılık sektörünün yapılandırılması konusunda alınan önlemler gelişmiş ülkelere göre sınırlı kalmış, gelişmekte olan ülkeler daha çok yurtiçi likidite kolaylığı uygulamasını kullanmıştır. Genel olarak, gelişmekte olan ülkelerde alınan önlemlerin gelişmiş ülkeler gibi daha spesifik bir alana odaklanmaktansa, farklı alanlara yayıldığı tespit edilmiştir.

Kriz öncesi uygulanan politikalardan bir diğeri de, iç talebi canlandırarak reel sektörü desteklemeyi amaçlayan genişletici maliye politikalarıdır. Ancak genişletici maliye politikalarının 2009 öncesi dönemde sadece gelişmekte olan ülkelerde uygulandığını görmekteyiz. Çoğu ülkede finans sektöründen reel sektöre para aktarım mekanizmasının zayıflamış olması, maliye politikalarını önemli hale getirmiş ve ülkeler krizden çıkış sürecini hızlandırmak amacıyla genişletici maliye politikaları uygulamışlardır.

Bu önlemlere ek olarak, gelişmiş ülkelerin hiçbiri döviz kurlarına müdahale etmezken, gelişmekte olan ülkelerin çoğunun döviz kurlarına müdahale ettiği görülmektedir. Ayrıca gelişmiş ülkelerin hiçbiri zorunlu karşılık oranlarında değişiklik yapmazken, önemli krizler atlatmış üç ülkenin (Brezilya, Arjantin ve Türkiye) zorunlu karşılık oranlarında değişikliğe gittiği görülmektedir. Diğer bir husus da gelişmiş ülkeler IMF'nin yardımına

başvurmazken gelişmekte olan ülkelerden bazılarının IMF yardımına ihtiyaç duymasıdır. Ödemeler dengesi zorlukları ile karşılaşan Macaristan, İzlanda, Letonya, Gürcistan, Pakistan, Sırbistan ve Ukrayna gibi ülkeler, IMF'nin kısa dönemli likidite kolaylığından yararlanmışlardır.

2007 yılı başından 2008 yılı sonuna kadar olan dönemde uygulanan politikaların genel bir değerlendirmesi yapıldığında, finansal kriz ile başlayan ekonomik yavaşlama eğiliminin, çoğu gelişmekte olan ülkeyi de etkisi altına aldığı söylenebilmektedir. Bununla beraber, içinde Çin, Brezilya ve Hindistan'ın da bulunduğu birçok gelişmekte olan ülke ise güçlü büyüme oranlarını sürdürmeyi başarmışlardır. Tablo 1.2'de 34 ülkenin büyüme performansları incelenmiş ve ülkeler, krizde büyüyenler, hızlı toparlananlar⁸, yavaş toparlananlar ve toparlanamayanlar olarak sınıflandırılmıştır.

TABLO 1.2. BÜYÜME PERFORMANSINA GÖRE ÜLKE KATEGORİLERİ⁹

Krizde büyüyenler	Hızlı toparlananlar	Yavaş toparlananlar	Toparlanamayanlar
<i>Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Uygulayan Ülkeler</i>			
Endonezya Polonya	Brezilya Güney Afrika İsrail Kanada Kore Peru Türkiye	Meksika Norveç	İngiltere İsveç Macaristan Romanya
<i>Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Uygulamayan Ülkeler</i>			
Çin Hindistan	Hong Kong Malezya Singapur	ABD Almanya Fransa İsviçre Slovakya	Avusturya Danimarka Hollanda İspanya İtalya Japonya Litvanya Rusya Slovenya Yunanistan

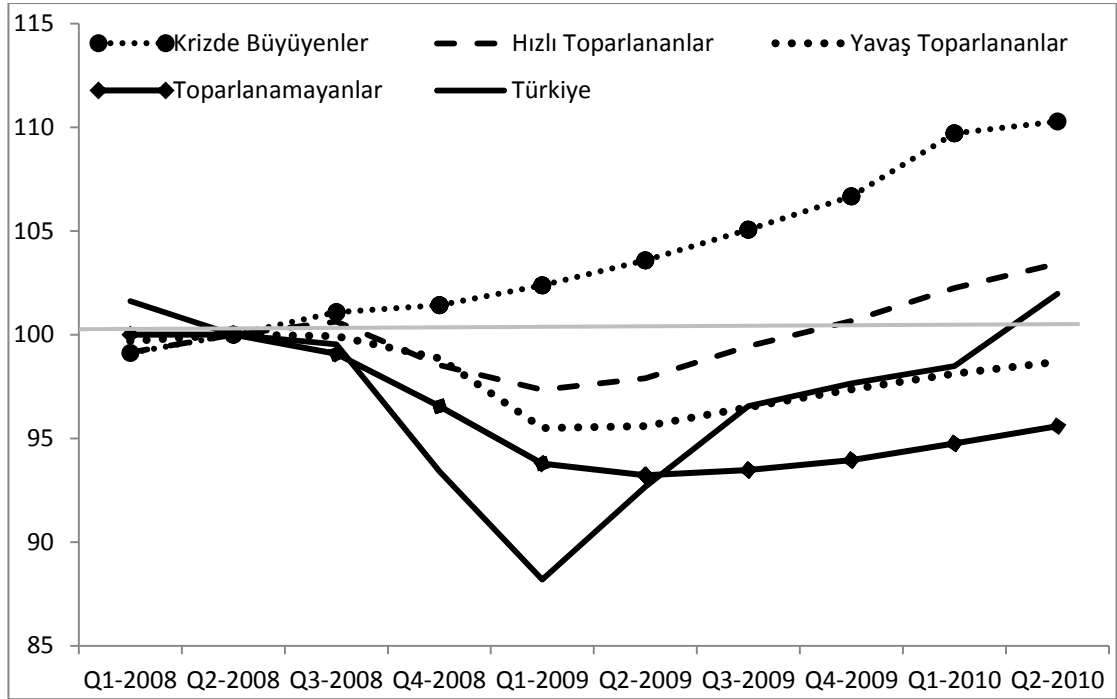
Tablo 1.2'ye göre, krizde büyüyen ve hızlı toparlanan ülkelerin çoğunluğunu enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerin oluşturduğu

⁸ Toparlanma kavramı, 2008 yılı ikinci çeyrekteki seviyeye ulaşma anlamında kullanılmıştır.

⁹ Kalkan ve Cünedioğlu (2010) kullanılarak oluşturulmuştur.

görülmektedir.¹⁰ Kalkan ve Cünedioğlu (2010, s.4)'na göre, incelenen ülkeler içinde enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler, 2010'un ikinci çeyreğinde kriz öncesi dönemin üretim düzeylerinin üstüne çıkmışlardır. Kriz sonrası toparlanamayan ülkelerin çoğunun da enflasyon hedeflemesi dışında rejimler uygulayan ülkeler olduğu söylenebilmektedir.

Toparlanmaya ilişkin sınıflandırmanın nasıl yapıldığı ise Grafik 1.5'te gösterilmektedir. Grafik 1.5'te, OECD'nin veri tabanından alınan ülkelerin reel GSYİH düzeyleri 2008 yılı 2. çeyrek verileri 100'e eşitlenerek bir endeks oluşturulmuş ve ülkelerin kriz öncesindeki durumuna hangi tarihte yeniden ulaştığı gösterilmeye çalışılmıştır. Grafikten açık bir şekilde görüldüğü üzere, krizde büyüyenler 100 çizgisinin altına hiç inmemekte ve giderek yükselen bir yol izlemekte, hızlı toparlananlar 2009 yılı 4. çeyrekte, Türkiye de 2010 yılı 1. çeyrekte 100 değerine ulaşmakta, yavaş toparlananlar 100 değerine gittikçe yaklaşmakta ve toparlanamayanlar da 100 çizgisinin altında kalmaktadır.



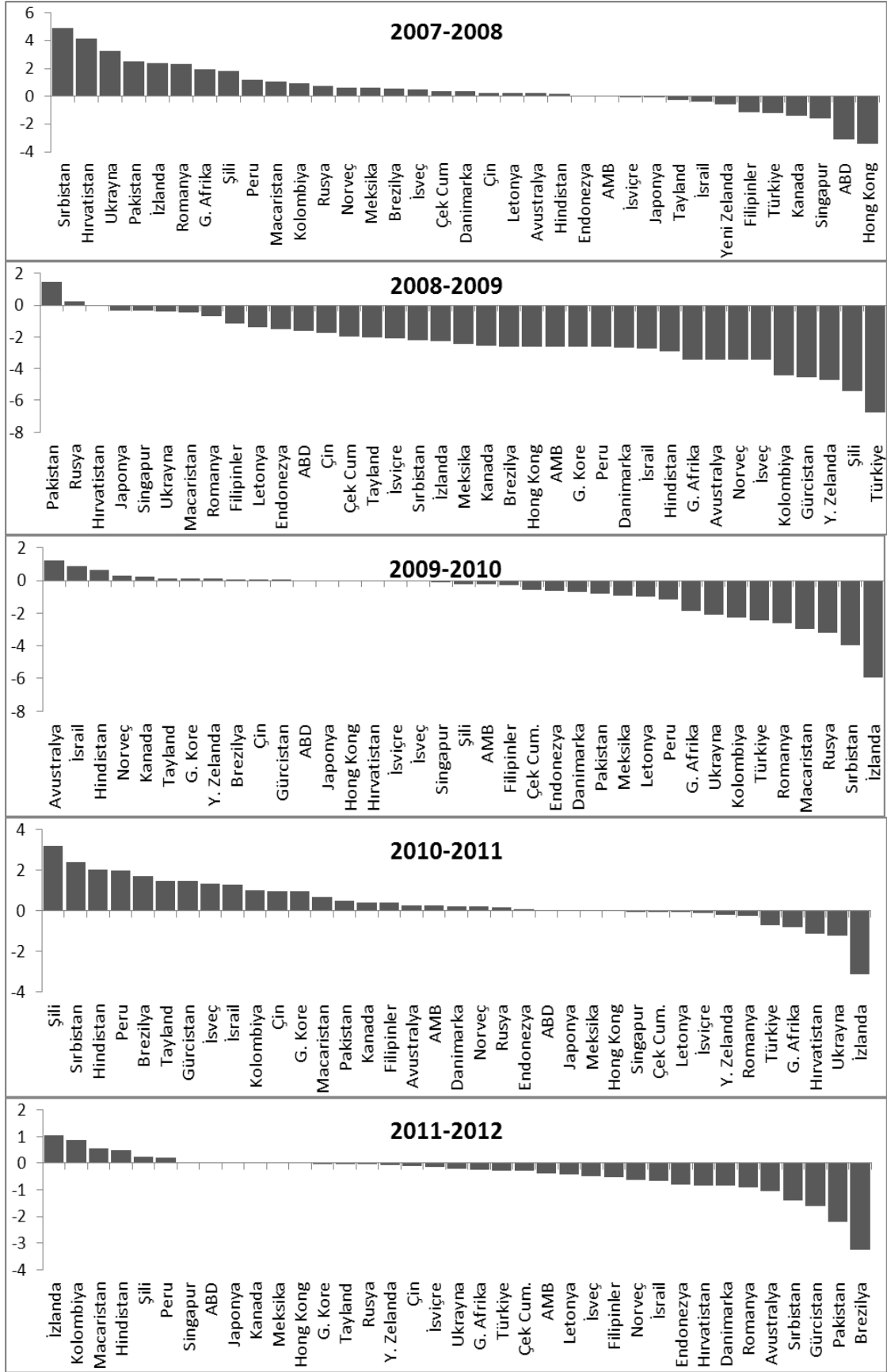
Grafik 1.5. Ülke Gruplarının Çeyreklik Üretim Düzeyi (GSYİH)

Kaynak: OECD, 2012

¹⁰ Bu ülkelerin ortak özelliği, bu dönemde birçok farklı politikayı bir arada kullanmalarıdır. Küresel kriz sürecinde bu ülkelerin, para politikası alanında parasal genişleme ve makroihtiyati politikalar, maliye politikası alanında iç piyasayı destekleme amaçlı genişletici maliye politikaları ve iş ortamını rahatlatmaya yönelik vergi düzenlemeleri ve bankacılık alanında da sermaye yapısını güçlendirmeye yönelik politikalar uyguladıkları görülmektedir. Bu değerlendirmelerin ayrıntıları ise 2. bölümde anlatılacaktır.

Grafik 1.6'da kriz öncesi ve sonrası dönemde ülkelerin faiz oranları ortalamasındaki değişimi incelenmiştir. Grafik 1.6'ya göre, 2007-2008 politika faiz oranlarının ortalamalarındaki değişime bakıldığında bu dönemde çok aşırı değişimler gözlenmemektedir. Krizin ortaya çıktığı Eylül 2008 sonrası dönem için 2008-2009 yıllarına baktığımızda ülkelerin büyük bir kısmının faiz oranlarında önemli indirimlere gittiği, indirim sürecinin 2009-2010 döneminde de devam ettiği, ancak 2010-2011 döneminden itibaren bu eğilimin normal seyrine döndüğü görülmektedir.

Dolayısıyla bu grafikler, küresel kriz döneminde geleneksel para politikası araçlarından biri olan politika faiz oranının çok sık kullanıldığının bir kanıtı olarak gösterilebilmektedir. 2011-2012 döneminde de yine bir parasal genişleme eğiliminden bahsedilebilmektedir.

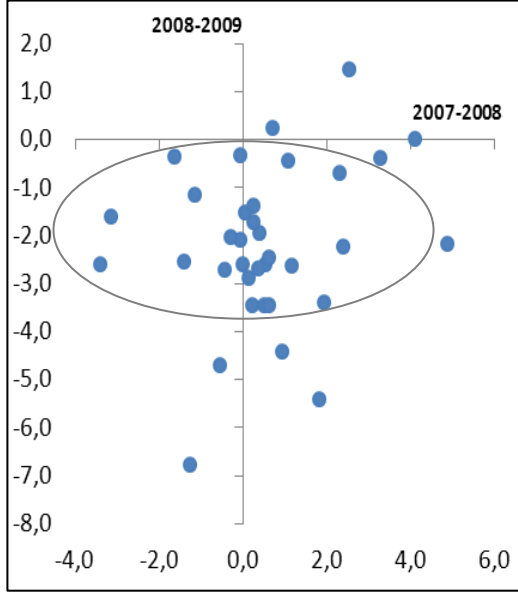


Grafik 1.6. Politika Faiz Oranı Değişimi (Ortalama)

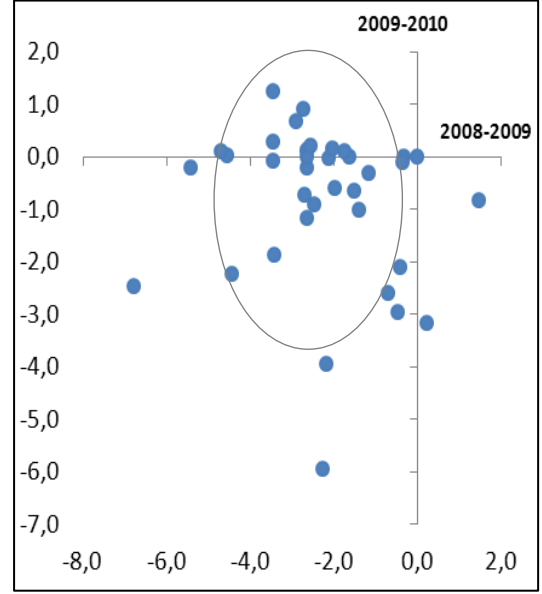
Kaynak: Bloomberg, 2012

Ülkelerin faiz oranlarındaki değişimlerin yansıtıldığı Grafik 1.6'nın daha detaylı değerlendirilmesinin yapılabilmesi ve yıllar arasında nasıl bir politika eğiliminin oluştuğunun saptanabilmesi amacıyla dağılım grafikleri oluşturulmuştur (Grafik 1.7).

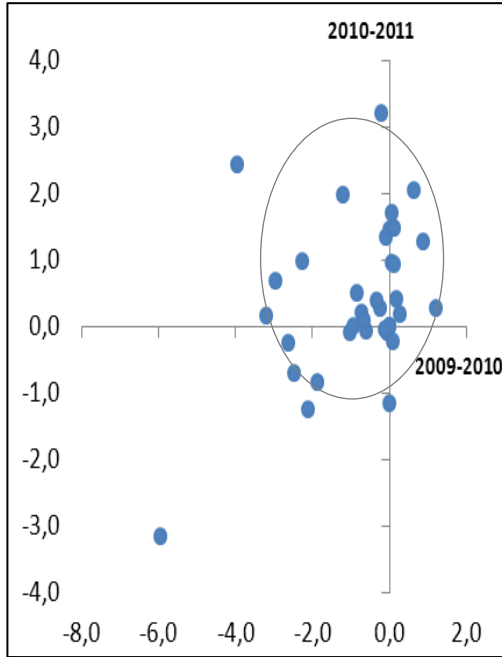
Panel a)



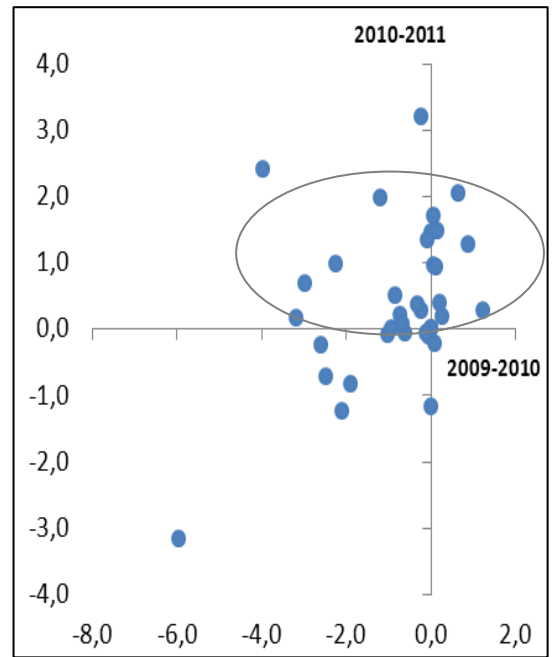
Panel b)



Panel c)



Panel d)



Grafik 1.7. Yıllara Göre Faiz Oranlarındaki Değişim

Kaynak: Bloomberg, 2012

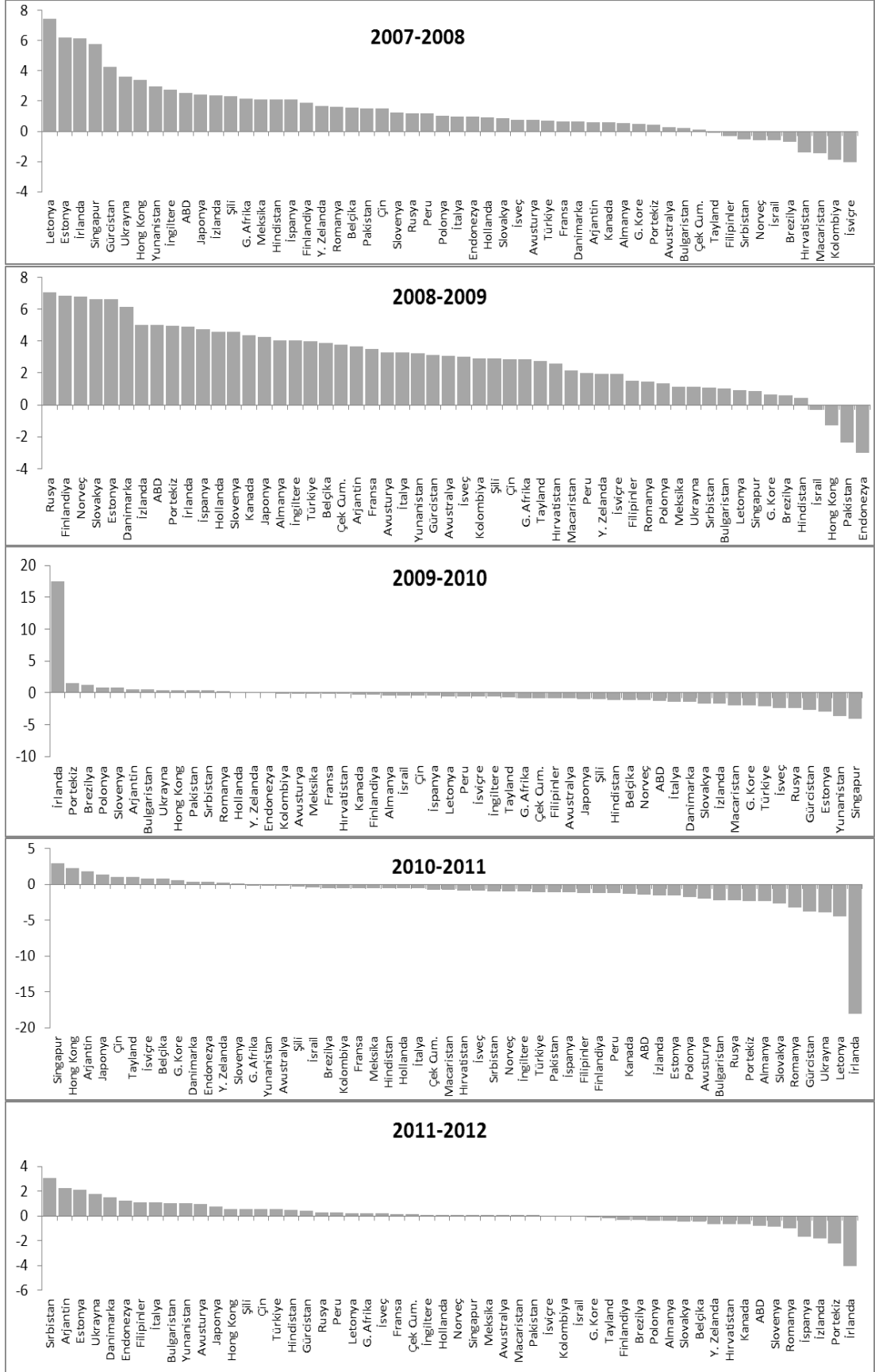
Bu çerçevede, Panel a'da 2007-2008 döneminde ülkelerin faiz oranlarında belirgin indirimlere gittiği ve aynı ülkelerin 2008-2009 döneminde de faiz indirimlerine devam ettiği görülmektedir. Dolayısıyla 2007 yılında başlayan faiz indirim sürecinin 2009 sonuna kadar devam ettiği söylenebilmektedir.

Panel b'de 2008-2009 ile 2009-2010 arasındaki ilişki incelendiğinde ise 2008-2009 arasında faiz indirim politikası uygulayan ülkelerin büyük kısmının 2009-2010 döneminde de aynı politikaya devam ettiği ancak sınırlı sayıda ülkenin bu gruptan ayrılarak faiz artırımı politikası uygulamaya başladığı görülmektedir.

Panel c'de 2010-2011 döneminde ise 2009-2010 dönemine kıyasla daha fazla ülkenin faiz artırımına gittiği ve çoğunluğun parasal sıkılaştırma politikalarına yöneldiği tespit edilmiştir. ABD'de başlayan küresel krizin etkilerinin 2007-2010 arası dönemde parasal genişleme ve faiz oranlarında indirim ile azaltılmaya çalışılması politikası, 2010 yılından itibaren Avrupa Borç Krizi'nin de muhtemel etkisiyle yerini parasal sıkılaşmaya bıraktığı açık bir şekilde görülmektedir.

Son olarak günümüze gelindiğinde, Panel d'de 2010-2011 dönemindeki faiz artırımı politikası 2011-2012 döneminde bazı ülkeler tarafından devam ettirilirken, bazı ülkeler yeniden faiz indirim politikaları uygulamaya başlamışlardır. Bu kapsamda, 2011-2012 dönemi incelenen ülkelerde faiz politikası bakımından bir "ayrışmanın" ön plana çıktığı bir dönem haline gelmiştir.

Grafik 1.8'de ise kriz öncesi ve sonrası dönemde ülkelerin kamu harcamalarının GSYİH'ye oranındaki değişim gösterilmeye çalışılmıştır. Buna göre, kamu harcamalarının GSYİH'ye oranı 2008 yılında 2007'ye göre, 2009 yılında 2008'e göre yükseldiği, küresel krizin etkilerinin hafiflemeye başladığı diğer dönemlerde bu oranın azaldığı görülmektedir. Bu noktada küresel kriz döneminde ülkelerin kamu harcamalarında artış sağlayarak krizin olumsuz etkilerini azaltmak istedikleri söylenebilmektedir.

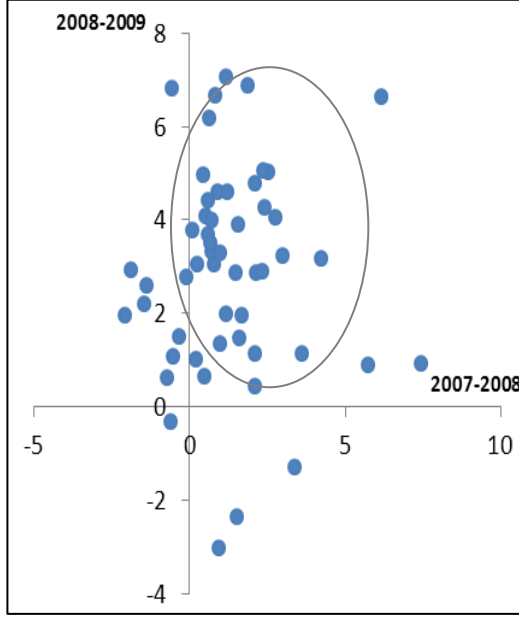


Grafik 1.8. Kamu Harcamaları Değişimi (%)

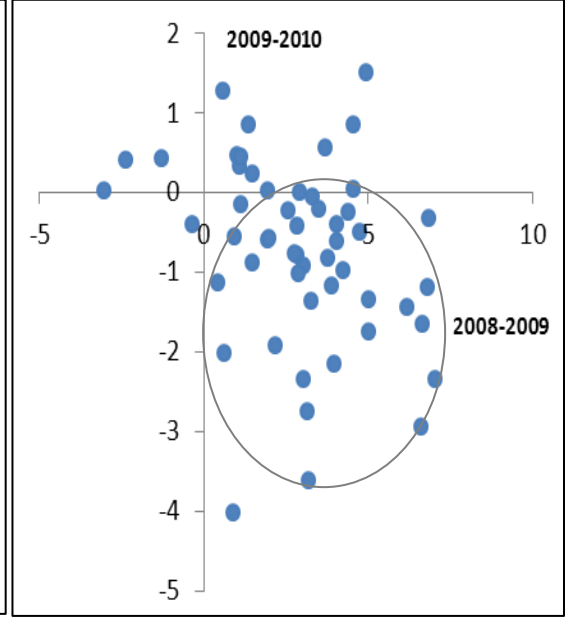
Kaynak: Bloomberg, 2012

Ülkelerin Kamu Harcamaları/GSYİH oranlarındaki değişimlerin gösterildiği Grafik 1.8'in daha detaylı değerlendirilmesinin yapılabilmesi ve faiz oranlarındaki gibi benzer bir politika eğiliminin olup oluşmadığının saptanabilmesi amacıyla dağılım grafikleri yeniden oluşturulmuştur (Grafik 1.9).

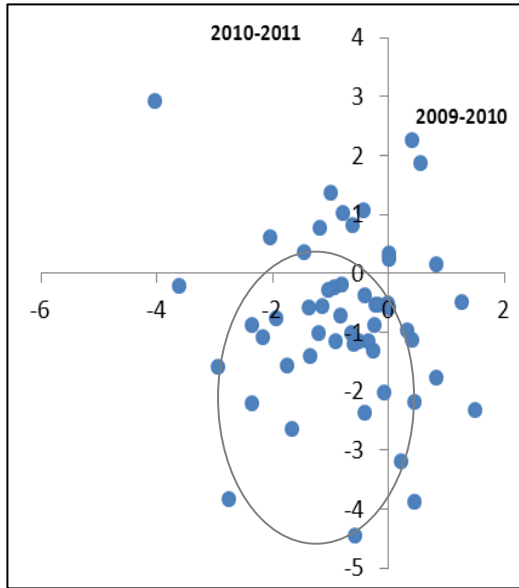
Panel a)



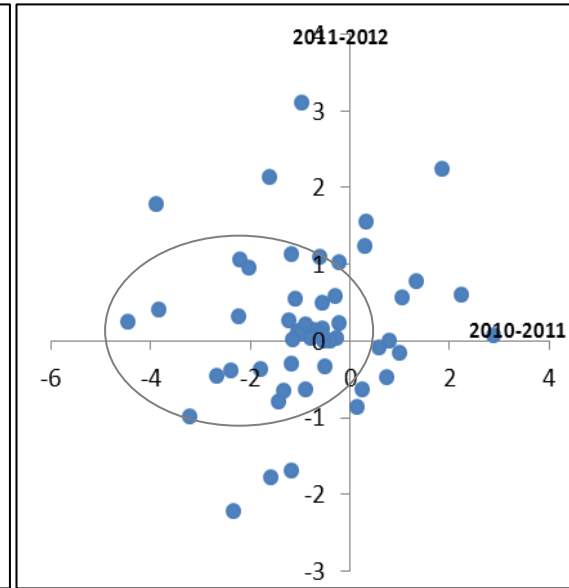
Panel b)



Panel c)



Panel d)



Grafik 1.9. Yıllara Göre Kamu Harcamaları/GSYİH değişimi

Kaynak: Bloomberg

Not: İrlanda grafiklerin okunurluğunu azalttığı için dahil edilmemiştir.

Bu çerçevede, Panel a'da 2007-2008 döneminde ülkelerin ekonomik canlanmayı desteklemek amacıyla kamu harcamalarında artışa gittiği ve aynı ülkelerin 2008-2009 döneminde de kamu harcamalarında artış politikasına devam ettiği görülmektedir. Dolayısıyla 2007 yılında başlayan ekonomiyi canlandırma politikalarının 2009 sonuna kadar devam ettiği söylenebilmektedir.

2008-2009 ile 2009-2010 arasındaki ilişkinin incelendiği Panel b'de ise 2008-2009 arasında kamu harcamalarında artış politikası uygulayan ülkelerin büyük kısmının 2009-2010 döneminde bu politikayı uygulamaktan vazgeçtiği daha temkinli bir duruş sergilemeye başladığı görülmektedir.

Panel c'de 2010-2011 döneminde ise ülkelerin Avrupa Borç Krizi'nin de muhtemel etkisiyle kamu harcamaları konusunda 2009-2010 dönemindeki gibi temkinli olmaya devam ettikleri tespit edilmiştir. Son olarak Panel d'de ise, 2011-2012 döneminde kamu harcamalarındaki temkinli olma politikaları yavaş yavaş yerini yeniden ekonomik canlanmaya ve kamu harcamalarındaki artışa bıraktığı söylenebilmektedir. Diğer bir nokta ise, kamu harcamaları konusunda ülkelerin faiz oranlarındaki gibi belirgin ayrışmalara gitmediği, genel olarak incelenen tüm ülkelerin benzer politikalar uyguladığı tespit edilmiştir.

Sonuç olarak kriz öncesi dönemde, ülkelerin geleneksel para politikaları uyguladığı, bu politikalar içinde de en çok politika faiz oranlarını kullandığı görülmektedir. Gelişmiş ülkeler faiz oranlarının yanı sıra bankacılık sektörünün kuvvetlendirilmesi için de önlemler almışlardır. Böylece kriz öncesi dönemde geleneksel olmayan politikaların fazla talep görmediği, ülkelerin krizin etkilerini azaltmak için öncelikle geleneksel olan politikalara başvurduğu söylenebilmektedir. Ancak krizin ilerleyen aşamalarında ve günümüzde, tek amaç olan fiyat istikrarına, tek politika aracı olan faiz oranları ile ulaşılmasını gerektiren enflasyon hedeflemesi rejiminin ardından, birden çok amaca ulaşmak için birden çok aracın kullanıldığı esnek enflasyon hedeflemesi kavramı literatüre girmiştir. Bazı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları, krizi kontrol altına alabilmek amacıyla "esnek

enflasyon hedeflemesi” ve “geleneksel olmayan para politikası” uygulamalarına yönelmişlerdir.

Bundan sonraki bölümde geleneksel olmayan para politikalarının neden kullanılmaya başladığı, hangi politikaların geleneksel olmayan para politikaları olduğu ve geleneksel olmayan para politikalarının detayları ele alınarak bazı değerlendirmeler yapılacaktır.

1.3. Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları

Temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olan para politikası, bu amacı gerçekleştirmek için temel araç olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanmaktadır. Merkez Bankaları kısa vadeli faiz oranlarını değiştirerek aktarım mekanizmalarının yardımıyla ekonomideki finansman kanallarını etkileyebilmekte, mal ve hizmet talebine ve dolayısıyla enflasyona yön verebilmektedirler. ABD kaynaklı küresel finansal kriz döneminde normal koşullarda iyi işleyen aktarım mekanizmasının etkililiği¹¹ dikkate değer ölçüde azalmış ve merkez bankalarının para politikalarını yeni döneme göre uyarlamaları gerekliliği ortaya çıkmıştır.

Smaghi (2009, s.2)'ye göre, normal olmayan dönemlerde, geleneksel para politikası araçları merkez bankalarının amaçlarına ulaşmasında yeterli olmamaktadır. Genel olarak bunun iki sebebi olduğu söylenebilir. İlk olarak, ekonomik şokların güçlü olduğu dönemlerde nominal faiz oranlarının sıfır düzeyine çekilmesi gerekebilme ve sıfır düzeyinde bulunan faiz oranının daha da düşürülmesi mümkün olmadığından, bu durumda gerekli parasal hızlandırıcılar ancak ve ancak geleneksel olmayan politika araçları ile sağlanabilmektedir.¹² İkinci olarak, eğer para politikası aktarım mekanizmaları önemli ölçüde hasar görmüşse geleneksel olmayan politikalar, faiz oranı sıfırın üzerindeyken bile etkin çalışabilmektedir. Bu şartlar altında da merkez bankalarının iki seçeneği vardır; nominal faiz

¹¹ Burada kullanılan etkililik kavramı etkinlik kavramından farklıdır. Etkililik burada amaca ulaşma kabiliyeti olarak kullanılmıştır. Bu çerçevede kaynakların verimli kullanılması ya da para kaybının yaratılmadığı durum olarak kullanılan etkinlikten farklıdır.

¹² Smaghi (2009, s.2)'ye göre, faiz oranı sıfır düzeyinde iken ek parasal hızlandırıcılar üç şekilde sağlanabilmektedir; orta vadeden uzun vadeye faiz oranı beklentilerinin yönetilmesi, merkez bankası bilançosu kompozisyonunun değiştirilmesi ve son olarak merkez bankası bilançosunun genişletilmesi. Bütün bu önlemlerin bir ortak noktası olup, o da bunların çok kısa vadeli bankalar arası faiz oranından ziyade finansal şartları iyileştirmek için tasarlanmış olmalarıdır.

oranlarında normal şartlardan daha yüksek ölçüde bir indirimle gidilmesi ve geleneksel olmayan politikaları kullanılarak aktarım sürecinde doğrudan rol alınması.

2007 yaz aylarında başlayan finansal çalkalanma sonucu geleneksel politikaların çalıştığı düşünülüyordu merkez bankaları piyasaya likidite enjekte etmiş, ancak kriz Eylül ve Ekim aylarında derinleştikçe Lehman Brothers'ın çöküşünün hemen ardından piyasadaki likiditenin tümü hemen hemen çekilmiş ve piyasada güven kaybı oluşmuştur. Bu noktada da para politikasını gevşeterek faiz oranlarını düşürmek yeterli olmamış ve para politikası aktarım mekanizmalarının önemli ölçüde hasar gördüğü dönemlerde geleneksel para politikası araçlarının etkili olmadığı anlaşılmıştır. Para piyasalarındaki bu olağandışı durum, geleneksel olmayan para politikalarının uygulanmasını zorunluluk haline getirmiştir.

Geleneksel olmayan para politikaları finansal koşulları rahatlatmak için çok geniş araç ve önlemler içermektedir. Merkez bankalarının kendi tasarruflarında bulunan geniş önlemler paketi ve araçları en etkin şekilde kullanabilmek için ara hedeflerini iyi belirlemeleri gerekmektedir. Bu kapsamda geleneksel olmayan para politikası araçları beş temel başlık altında incelenecektir: Miktersal Genişleme, Kredi Genişlemesi ve Faiz Taahhüdü Politikası, Zorunlu Karşılık Oranı Uygulaması ve Faiz Koridoru Politikası.

1.3.1. Miktersal Genişleme

2008 yılındaki finansal krizin ardından, birçok gelişmiş ülke merkez bankası politika faiz oranlarını düşürmeye ve likidite sıkıntısı içinde olan bankalara kredi açmaya başladılar. Faiz oranları sıfır düzeyine yaklaştıkça ve faiz indirimlerinin piyasaya yeterli likiditeyi sağlayamayacağı durumlarda merkez bankaları alternatif bazı önlemler alarak piyasaya para sağlamaya başlamışlardır. Bu şekilde de temel politika aracı olan faiz oranı temel araç olmaktan çıkmış, paranın miktarı araç olarak kullanılmaya başlamıştır.

Miktarsal genişleme politikası ile birlikte merkez bankaları varlık alımları ya da diğer işlemlerle piyasaya yüklü miktarda para sürmektedir. Bu alımlar kısa dönemli finansal varlıklar olabileceği gibi uzun dönemli devlet tahvilleri ya da kredi varlıkları da olabilmektedir. Bu noktada geleneksel politika ve geleneksel olmayan politika arasında herhangi bir fark yokmuş gibi gözükse de aslında miktarsal genişleme sürecinde alınan varlıklar çok daha fazla olmaktadır (NRI, 2009, s.5).

Miktarsal genişleme, merkez bankalarının ekonomik aktivite düzeyini arttırmak için kullandıkları bir politika olup, enflasyon hedefinin tutturulmasına yardımcı olmasının yanı sıra para piyasası koşullarının gelişmesine de katkıda bulunmaktadır. Perrera (2010, s.18)'ya göre, "...doğrudan miktarsal genişlemede merkez bankaları faiz oranından ziyade piyasadaki likidite ile ilgilenmektedir". Faiz oranları ile piyasadaki likiditeyi etkilemek kolay olsa da, merkez bankaları bunu merkez bankası parasını kullanarak da kontrol edebilmektedir.

"Merkez bankaları yapıları gereği para yaratma imkânına sahip bulunmaktadır. Bu fiziksel olarak para basımından ziyade elektronik ortamda da mümkün olmaktadır. Banka elektronik olarak yarattığı bu parayı varlık alımlarında kullanabilmektedir" (Allan, 2012, s.4). Merkez bankalarının bu alımları sonucunda hem özel sektör menkul kıymetlerinin hem de devlet tahvillerinin talebi artmakta, bu da, bu varlıkların getirilerinin azalmasına neden olmaktadır. Uzun vadeli faiz oranlarında düşüş ile sonuçlanan bu alımlar, uzun vadeli yatırım harcamalarını teşvik ederek hızlandırmakta dolayısıyla toplam talep artmakta ve fiyat istikrarı desteklenmektedir.

Kredi piyasalarının tam olarak işleyemediği dönemlerde, geleneksel olmayan yöntemlerle varlık alımları ile merkez bankası parası arzının artırılması daha uygun bir politika olmaktadır. Özel sektör varlıklarının merkez bankası tarafından satın alınması ise özel sektör harcamalarını arttırarak ekonomiyi daha fazla hızlandırmakta ve piyasadaki likiditeyi arttırmaktadır. Özel sektör varlıklarına olan talebin artması borç verme

maliyetini doğrudan azaltmakta ve ticari bankaların bu artan mevduatları kredi olarak yine firmalara ve hane halklarına dönmektedir.¹³

Varlık satın alımları ayrıca, özel sektör yatırımcılarına kendi varlıklarını satabileceklerinin güvencesini vermekte, piyasadaki likidite ile ilgili endişeleri azaltmakta ve ticari aktiviteyi hızlandırmaktadır. Bu da firmaların doğrudan sermaye piyasalarından borçlanmasını kolaylaştırmaktadır. Yeni finansman kaynakları da firmalara yeni yatırımlar yapmaları için imkân tanımakta ki, bu da toplam harcamayı arttırmaktadır. Merkez bankalarının bilançosunda geçici bir değişikliğe sebep olan repo işlemi gibi açık piyasa işlemlerinin aksine, merkez bankalarının bilanço büyüklüğünü etkileyen miktarsal genişleme, bütün parasal genişleme araçları tüketildikten sonra son çare olarak kullanılmaktadır.

Bazı durumlarda özel bankalar tahvilleri karşılığında elde ettikleri likiditeyi tampon görevi görmesi için rezervlerinde tutmayı da tercih edebilmektedirler. Böyle durumlarda merkez bankasının piyasadaki likiditeyi arttırmak için izlediği bu politika etkisiz olup, likidite, kredi olarak finansal sektörlere ve dolayısıyla ekonomiye yayılamamaktadır. Merkez bankaları bu tarz bir işlemi faiz oranı alt sınıra yakınken ya da standart faiz kanalı tamamen işlemez halde iken gerçekleştirirse bu riski minimize etme ihtimali daha yüksek olmaktadır (Perrera, 2010, s.18).

1.3.2. Kredi Genişlemesi

Kredi genişlemesi politikası, menkul kıymetlerin, anonim şirket borç senetlerinin ya da varlığa dayalı menkul kıymetlerin, daralan likidite ve dağılım sorununu çözmek amacıyla belirli piyasalardan doğrudan satın alınması ile uygulanmaktadır (Perrera, 2010, s.19). Kredi genişlemesinin temel amacı, işlevini yitirmiş piyasaların yeniden kurulması ya da değiştirilmesinin sağlanarak likidite ve kredi risk primini azaltmak ve finansal işlemlerin kurtuluşunu sağlamaktır (NRI, 2009, s.7).

¹³ Kriz dönemlerinde kredi koşullarında sıkılaşıma görüldüğünden net etki tam olarak bilinmemektedir.

Merkez bankalarının bilanço büyüklüğünü etkileyen miktarsal genişlemeden farklı olarak, kredi genişlemesi merkez bankalarının bilançosunun kompozisyonunu değiştirmektedir. Miktarsal genişlemede doğrudan para yaratılırken, kredi genişlemesinde merkez bankaları piyasadaki likiditeyi, ticari menkul kıymetleri satın alıp risksiz menkul kıymetleri piyasaya sürerek arttırmaktadır. Küresel finansal krizde de, merkez bankaları genel olarak ticari menkul kıymetler ya da diğer kredi varlıklarını satın alarak kredi genişlemesi sağlamışlardır.

Kredi genişlemesinin en basit örneklerinden biri merkez bankalarının kısa vadeli hazine bonolarını satıp, onun yerine benzer vadedeki ticari menkul kıymetleri satın almasıdır. Bu işlem bilançonun büyüklüğünü ve vade yapısını değiştirmemekte sadece bilançonun kompozisyonu değişmektedir. Böylece risksiz menkul kıymetler piyasaya sürülürken riskli menkul kıymetler merkez bankasına gelmekte ve risk yer değiştirmektedir. Merkez bankalarının bu işlemi piyasada kredilerin hem maliyetini hem de uygunluğunu etkilemektedir. Merkez bankaları ticari menkul kıymet satın alınca özel sektör için bu menkul kıymetlerin arzını azaltmış olmakta ve bu durum kâğıdın fiyatını yükseltip getirisini azaltmaktadır. Riskli varlıklar için talebin olmadığı durumlarda merkez bankalarının alımı piyasadaki kredileri uygun hale getirmektedir.

Kredi genişlemesi, merkez bankalarının sahip olduğu varlıkların çeşitlendirilmesi amacını da taşımaktadır. Çünkü bu varlıkların merkez bankası tarafından satın alınması o varlıkların görelî fiyatlarını etkilerken aynı zamanda reel ekonomik aktivite üzerinde de etkileri bulunmaktadır. Bazı durumlarda kredi genişlemesi de miktarsal genişleme gibi merkez bankalarının bilançolarını genişletebilir ancak kredi genişlemesinin odak noktası varlıkların çeşitlendirilmesidir (Morgan, 2009, s.4.).

Kredi genişlemesi ayrıca aktarım mekanizmalarının düzgün işlemediği dönemlerde piyasalara doğrudan borç verme işlevini de üstlenmektedir. Bu borç verme işlevi, kredi piyasalarının spreadini azaltırken, özel kredi piyasalarının da daha işlevsel hale gelmesine katkıda bulunmaktadır (Morgan, 2009, s.4). Merkez bankaları bu politikayı

uygularken, genelde likit olmayan ya da işlevini yitirmiş piyasalardaki varlıkları satın almayı tercih etmektedirler. İşlevselliğini yitiren piyasalar devlet tahvilleri piyasası olabileceği gibi ticari menkul kıymet piyasası da olabilmektedir.

Bernanke 18 Şubat 2009 tarihinde Ulusal Basın Klübü'nde yaptığı konuşmada üç tür kredi genişlemesinden söz etmiştir;

- 1- Piyasaya kısa vadeli likidite sağlanması – (son borç verme mercii görevi),
- 2- Belirli piyasalardaki yatırımcılara ve borç isteyenlere likidite sağlanması,
- 3- Uzun vadeli menkul kıymetlerin satın alınması.

Faiz oranının düşük olduğu dönemlerde para politikasını ve finansal piyasaları rahatlatmayı hedefleyen bu politikanın etkinliği, hane-halkı ve firmaların ne derece finanse edildiğine bağlı bulunmaktadır. Kredi genişlemesi politikası, şiddetli banka krizlerinin yaşandığı dönemlerde daha etkin bir strateji olmaktadır. Özel sektör menkul kıymetlerinin satın alınması her ne kadar devlet tahvili satın alınmasından temel olarak çok farklı olmasa da bu işlem, merkez bankalarının özel sektörle doğrudan etkileşim içinde olduğunu göstermesi bakımından önem taşımaktadır. Buna ek olarak özel sektör menkul kıymetlerinin merkez bankası tarafından satın alınması, merkez bankalarının bilançolarının risk profilini de etkilemektedir (Perrera, 2010, s.19).

Kredi genişlemesinin risk primlerini düşürerek varlık fiyatlarının toparlanmasını teşvik etme gibi bir özelliği de bulunmaktadır. Bu özellik sadece değer kaybına uğramış varlıkların durumunun düzelmesine yardımcı olmakta ancak, bu varlıkların temel değerini etkilememektedir. Eğer kredi genişlemesi ekonomiyi hızlandırıcı bir etki yaratıyorsa bu piyasadaki işlevsizliklerin giderilip işleyen piyasaların kurulmasının ekonomik aktivite için gerekli fon akışını kolaylaştırdığı için olmaktadır. Bu politika ile merkez bankalarının temel görevi bireysel olarak finansal kuruluşları ya da finansal olmayan firmaları kurtarmak değil sistemik riski önleyerek finansal sistemin

istikrarını sağlamak olmalıdır. Küresel finansal krizde, yeterli hukuki altyapının olmayışı, iflas yasasının eksiklikleri ve hükümetin özel kurumlara likidite enjekte etmesi ile ilgili yasal bir çerçevenin olmayışı sebepleriyle merkez bankaları bireysel kuruluşları kurtarmak zorunda bırakılmıştır (NRI, 2009, s.7).

Kredi genişlemesinin ekonomiyi hızlandırıcı etkisinin yanı sıra sorgulanan bazı yönleri de bulunmaktadır. İlk olarak kredi genişlemesi politikasında kredi genişlemesinin miktarının tek bir göstere ile özetlenememesi sebebiyle merkez bankalarının para politikası stratejileriyle ilgili iletişimi, miktarsal genişleme politikasına göre daha zor olmaktadır. Çünkü varlık fiyatlarının esnekliği bir sektörden diğerine büyük değişiklikler gösterdiğinden, toplam borç verilen miktar, finansal koşulların geliştirilmesine para politikasının ne kadar katkıda bulunduğu konusunda kesin yargılara varmak için yetersiz kalmaktadır (Loisel ve diğerleri, 2009, s.8).

İkinci olarak, merkez bankalarının özel menkul kıymetler biriktirmesi yüksek oranlı kredi riskine maruz kalmasına neden olmaktadır. Ancak merkez bankalarının bu varlık alımlarını, piyasadaki likiditenin daralması sonucu piyasaların işlevselliğini kaybettiği dönemlerde yapmaları, bu riskin sınırlandırılmasına yardımcı olmaktadır. Hatta böyle dönemlerde bu politikanın uygulanması, düzgün işleyen bir piyasanın kurulmasına da yardımcı olabilmektedir.

Üçüncü olarak, sterilizasyon işlemlerinin yapılmadığı dönemlerde, çok fazla menkul kıymet satın alımı ile gerçekleştirilen parasal genişleme, uzun vadede sıfır dışında bir faiz oranı hedefiyle tutarlı olmamaktadır. Bu durumun bir örneği ABD'de yaşanmış, 2008 yılının son çeyreğinde, kredi genişlemesi ile gerçekleştirilen parasal genişleme sonucunda ticari bankaların fazla rezerv miktarları artmış ve %2'lik faiz oranı hedeflenirken, efektif faiz oranı hedef oranın bile altına düşmüştür. Bu durum da, merkez bankası bilançosunun varlık kısmının hızlı bir şekilde genişlemesi durumunda, merkez bankalarının geçici olarak faiz hedefinden vazgeçmeleri gerektiğini göstermiştir.

Sonuç olarak, kredi genişlemesi önlemleri kapsam olarak daha küçük çaplı olup, etkinlikleri konusunda yeterli kanıt bulunmamaktadır. Ancak son krizde gelişmiş ülkeler bu politikayı önemli ölçüde kullanmışlardır. Krizin etkileri halen devam etmekte olduğu için, şu anda bu politikaların etkinliği hakkında herhangi bir yargıda bulunmak mümkün olmamakla birlikte birçok piyasada uygulanan kredi genişlemesi politikasının risk primlerinin düşmesine yardımcı olduğu da gözlemlenmiştir (NRI, 2009, s.7).

1.3.3. Faiz Taahhüdü¹⁴ Politikası

Merkez Bankaları faiz taahhüdü politikası ile politika faiz oranını belirli bir süre düşük düzeyde sabit tutacağını açık ya da üstü kapalı bir şekilde taahhüt edip beklentileri yönetebilmektedir. Özel sektör beklentilerinin makroekonomik dengeye ulaşmada önemli rol oynadığı günümüzde, merkez bankaları bu politikayı kullanarak, ekonominin gidişatı ve kısa vadeli faiz oranları ile ilgili özel sektörün beklentilerini yönlendirerek ekonomik aktiviteyi etkileyebilmektedir. Faiz taahhüdünün açık bir şekilde belirtildiği durumlarda, piyasalar kendini tam olarak toparlayıncaya kadar kısa dönemli faiz oranı düşük düzeyde tutulmaktadır. Faiz taahhüdü politikası nispeten kolay duyurulabilir bir politika olup, merkez bankalarının faiz oranının bu düşük seviyesini belirli bir süre daha koruyacağı konusunda kamuoyu ile iletişiminin iyi düzeyde olması gerekmektedir.

Merkez bankaları bu politikayı uygularken enflasyon oranını göz önünde bulundurmamak durumundadır. Düşük faiz oranı taahhüdü, talebi fazla artırıp enflasyonu beklenenden fazla artırma eğilimine girerse, merkez bankaları bu taahhüdü çiğneyip faiz oranını yükseltmek durumunda kalabilir. Ancak böyle bir durum merkez bankalarının kredibilitesine zarar verebilmektedir.

Bu politikada faiz taahhüdü açık ve net bir şekilde belirtilebileceği gibi üstü kapalı olarak da ifade edilebilmektedir. Normal şartlar altında faiz taahhüdünün üstü kapalı olarak ifade edilmesinde bir sakınca bulunmamakla

¹⁴ Buradaki taahhüt kelimesi, commitment kavramının Türkçe karşılığı olarak kullanılmaktadır.

birlikte kriz dönemlerinde bu taahhüdün açık bir şekilde ifade edilmesi piyasa beklentilerini daha etkin yönetmede önemli rol oynamaktadır.

“Merkez bankaları para politikası stratejilerini belirlerken beklentileri nasıl daha etkin yönetebileceğini de göz önünde bulundurmak zorundadır. Merkez bankaları gelecek için sıfır faiz oranı taahhüdü altına girerse, uzun vadeli faiz oranını düşürebileceği gibi enflasyonist beklentiler sayesinde deflasyonist şokları azaltıp reel faiz oranını da düşürebilmektedir (Nakajima ve diğerleri, 2010, s.1).”

Bu noktada, Fed Başkanı Ben Bernanke'nin 27 Ağustos 2010'da Kansas Merkez Bankası Ekonomik Sempozyumu'nda yaptığı konuşma faiz taahhüdü politikasına güzel bir örnek teşkil etmektedir.

Özellikle Aralık 2008'den beri, Federal Açık Piyasa Komitesi politika faiz oranı hedefini 0 ile 25 baz puan arasında tutmaktadır. Buna ek olarak, Mart 2009'dan beri de Komite, ekonomik koşulların istisnai olarak düşük düzeyde bulunan politika faiz oranını uzunca bir süre daha destekleyeceği konusundaki beklentilerini düzenli bir biçimde ifade etmiştir (Bernanke, 2010, s.1).

Sonuç olarak faiz taahhüdü politikası ile kısa vadeli faiz oranı beklentilerinin bir yansıması olan uzun vadeli faiz oranı merkez bankaları tarafından daha iyi yönetilebilmektedir. Bu politikanın işleyebilmesi için taahhüdün güvenilir ve enflasyon beklentilerinin sabitlenmiş olması gerekmektedir. Bu politika özellikle belirsizliğin yüksek olduğu dönemlerde kullanışlı olmakta, düşük faiz oranı taahhüdü uzun dönemli yatırımları artırıcı bir etkisi de bulunmaktadır.

1.3.4. Zorunlu Karşılık Uygulaması

Küresel finansal kriz, tek amaç –düşük ve istikrarlı enflasyon- ve tek aracın –faiz oranı- finansal sistemin istikrarını sağlamada yeterli olmadığını ortaya koymuştur. Bu sebeple, merkez bankalarının amaçlarına ulaşmak için kullanacağı araçların yeniden gözden geçirilmesi ihtiyacı doğmuştur. Son 20 yıl içerisinde merkez bankalarının temel politika aracı olan faiz oranlarına

yönelmesi ve para politikasını faiz oranlarını kullanarak yönlendirmeleri sebebiyle zorunlu karşılık oranının kullanımı önemli ölçüde azalmıştı. Hatta Kanada ve Yeni Zelanda gibi ülkelerde bu uygulama tamamen ortadan kaldırılmıştı. Ama küresel finansal krizle birlikte zorunlu karşılık uygulamalarında artış görülmekte, özellikle küresel kriz sonrası dönemde zorunlu karşılıklar, gelişmekte olan ülkelerde sıkça kullanılan bir para politikası aracı olarak karşımıza çıkmaktadır.

Zorunlu karşılıklar, bankalar ve diğer finansal kurumların, parasal genişleme yaratan ve kredi olarak kullanılabilecekleri mevduat, menkul kıymetler ve yurt dışı borçlanma gibi kaynaklarına karşılık olarak merkez bankasında tutmak zorunda oldukları kaynakları ifade etmektedir. Merkez bankaları, sistemde dolaşan para miktarını zorunlu karşılıkları kullanarak kontrol edebilmektedir. Küresel krizde yaşanan hızlı kredi büyümesi, makro finansal riskleri artırıcı bir unsur olarak değerlendirilmekte, kredi büyüme hızını daha sürdürülebilir düzeye çekebilme ve kredi piyasalarının kontrolsüz genişlemesini önlemek için zorunlu karşılık uygulaması daha fazla önem kazanmıştır.

Zorunlu karşılıkların para arzının kontrolünde kullanılmasının yanı sıra, merkez bankalarının likidite yönetimine katkıda bulunmak; kısa vadeli faiz oranlarının istikrarına yardımcı olmak; para politikası otoritesinin duruşuna ilişkin bildirim etkisi yaratmak gibi fonksiyonları da bulunmaktadır. Zorunlu karşılıkların artırılmasının; bir yandan krediye yönlendirilebilecek likiditeyi azaltması, diğer yandan yaratacağı maliyet artışı nedeniyle kredi piyasasını sıkılaştırması ve dolayısıyla iç tüketimi ve enflasyonist eğilimleri baskılaması beklenmektedir. Eğer merkez bankaları piyasadaki durgunluğu ortadan kaldırmak ve ekonomiyi canlandırmak isterse zorunlu karşılıkları azaltmaktadır.

Küresel kriz sonrasında merkez bankaları zorunlu karşılık uygulamasını geleneksel olmayan para politikaları kapsamında kullanmışlardır. Zorunlu karşılıklar esnek bir politika aracı olmadığından, yapılan küçük bir değişiklik bile para arzını büyük oranda değiştirebilmekte bu sebeple, hassas bir şekilde kullanılması önem taşımaktadır. Bankacılık

sisteminde, borçların vadelerinin varlıkların vadesinden kısa olması ve bunun bankacılık sektörünün likidite ve faiz riskini artırması sebepleriyle zorunlu karşılıkların sürekli değiştirilmesi ticari bankalar için belirsizlik meydana getirebilmektedir.

Makrosakıngan bir politika olarak da değerdendirilen zorunlu karşılık uygulaması, faiz oranı politikasını tamamlayıcı bir nitelik taşımaktadır. Zorunlu karşılıklar üç sebeple makrosakıngan politika aracı olarak kullanılabilir. Birincisi, konjonktür dalgalanmalarının artış gösterdiği dönemlerde kredi genişlemesini sınırlayan bir hız limiti gibi davranmaktadır. İkincisi, ekonominin hızlandığı dönemlerde rezerv birikimine destek olarak yavaşlama dönemlerinde tüketilebilecek bir kaynak sağlamaktadır. Bu kapsamda, kriz dönemlerinde finansal sistemdeki likidite baskılarını hafifleterek likidite tampon kuvvet rolünü üstlenmektedir. Son olarak da, kredi piyasalarının kendi amaçlarıyla çeliştiği durumlarda, para politikası için etkin bir tamamlayıcı olabilir. Bu durum, en iyi sermaye dalgalanmalarının yaşandığı dönemler ile açıklanabilir. Bu çerçevede, toplam talep üzerindeki baskıyı azaltmak için faiz oranlarının yükseltilmesi politikası, ülkeye sermaye girişine sebep olarak kendin kendini baltalamaktadır. Böyle durumlarda zorunlu karşılıkların yükseltilmesi sadece toplam talep üzerinde baskının azaltılmasını değil aynı zamanda da kredi genişlemesini de sınırlayan etkin bir politika olmaktadır. (Montoro, 2011, s.4).

1.3.5. Faiz Koridoru Uygulaması

Günümüzde finansal dengesizliklerle mücadele edebilmek için kullanılan geleneksel olmayan para politikası araçlarından bir diğeri de faiz koridorudur. Faiz koridoru politikası çok sık olarak kullanılmamakla birlikte literatürde bu konuda çok sınırlı sayıda teorik çalışma bulunmaktadır. Ancak faiz koridoru politikası gün geçtikçe daha fazla dikkat çeken bir politika olmaya başlamıştır.

Faiz koridoru sisteminde, üçlü faiz sistemi söz konusudur: borç verme faiz oranı, politika faiz oranı ve borç alma faiz oranı. Borç verme faiz oranı; geçici likidite sıkışıklığına düşen bir bankanın, Merkez Bankası'ndan

kısa vadeli borçlanmak için ödemeyi kabul ettiği faiz oranıdır. Merkez Bankası'nın borç alma faiz oranı ise, geçici likidite fazlası olan bir bankanın, bu fonunu değerlendirerek, bir faiz getirisi sağlamak için merkez bankasına bu fonu mevduat şeklinde yatırması halinde almayı kabul ettiği faiz oranıdır. Faiz koridoru denildiğinde de merkez bankalarının gecelik borç verme ve borç alma faiz oranları arasındaki bant kastedilmektedir. Politika faiz oranı da genellikle bu koridorun orta noktasını oluşturmaktadır.

Faiz koridoru sistemi, para piyasalarında gecelik faiz oranını hedeflenen orana yakın tutmak için tercih edilmektedir. Tam koridor sisteminde, politikada yapılacak değişiklik herhangi bir açık piyasa işlemi kullanılmadan sadece koridorda değişiklik yapılarak gerçekleştirilir. Merkez bankaları doğrudan politika faizine müdahale etmek yerine faiz koridorunu daraltıp genişleterek piyasalarda döviz kurlarını kontrol altına almaya çalışmaktadırlar.¹⁵

Faiz koridoru politikası ile öncelikle, ekonomideki belirsizliklerin bertaraf edilmesi amaçlanmaktadır. Böylece merkez bankaları piyasaya likidite sağlarken hem sürekli değişen şartlar doğrultusunda algılamalardaki farklılığa hızlı bir şekilde tepki verme hem de uygulayacağı faiz oranı anlamında esnek davranabilme avantajına sahip olmaktadır. Bölüm 2'de bu politikayı hangi ülkelerin nasıl kullandığı, Bölüm 3'te de Türkiye'nin faiz koridoru uygulaması detaylı olarak incelenecektir.

Yukarıda bahsedilen geleneksel olmayan para politikaları uygulamalarına ek olarak bazı ülkelerin "teminat çeşitlendirmesi", "vade uzatımı" ve "katılımcı banka tabanının genişletilmesi" gibi ek politikalar uyguladıkları da görülmektedir. Teminat çeşitlendirmesi uygulamasında, merkez bankaları kredi risklerini azaltmak için talep ettikleri teminatları geçici ya da kalıcı olarak genişletirken, vade uzatımı uygulamasında ise, merkez bankaları verdikleri kredilerin vadelerini uzatarak, bankacılık sistemine esneklik sağlamaktadırlar. 2009-2012 döneminde bazı ülke merkez bankaları

¹⁵ Bütün merkez bankaları borç verme ve borç alma faiz oranı arasındaki faiz koridorunu pozitif olarak belirlemektedirler.

kendi işlemlerine katılabilecek banka ya da finansal kuruluşların sayısını arttırarak katılımcı banka tabanını genişletmiştir.

İKİNCİ BÖLÜM

DÜNYA EKONOMİLERİNDE GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARI UYGULAMALARI

2.1. Politika Bazında Ülke Uygulamaları

Küresel finansal kriz döneminde ülkeler, krizin olumsuz etkilerini en aza indirmek ve ekonomik istikrara ulaşabilmek gibi amaçlarla birbirinden farklı politikalar tasarlamaya ve uygulamaya başlamışlardır. Bu süreçte tasarlanan ve uygulamaya konan yeni politika araçlarının daha önce yaşanan krizlerde uygulanan politika araçlarına göre daha radikal olduğu söylenebilmektedir.

Bu bölümde küresel finansal krizin yaşanmasının ardından başta enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler ve ABD, Çin, Japonya ve AMB'nin 2009-2012 yılları arasında izledikleri politikalar ve aldıkları tedbirler üzerinde durulacaktır.

Bu tedbirler temel olarak, Para Politikası Tedbirleri, Maliye Politikası Tedbirleri, Bankacılık Sektörü Tedbirleri Emek Piyasası Tedbirleri ve Uluslararası Kuruluşlarla İlişkiler olarak beş başlıktan oluşmaktadır. Bu başlıklar, ülke listesinde yer alan tüm ülkelerin para politikası, enflasyon raporları, maliye politikası raporları, bankacılık düzenlemeleri ile ilgili raporlar, finansal istikrar raporları ve emek piyasası raporlarının detaylı olarak incelenmesinin ardından benzer politikaların aynı kategori altında sınıflandırılması sonucu oluşturulmuştur. Sonuç olarak oluşturulan tüm politika tedbirleri Tablo 2.1'de gösterilmektedir.

TABLO 2.1. POLİTİKA KATEGORİLERİ VE TEDBİRLERİ

Politika Kategorisi		Tedbiler
Para Politikası	Geleneksel Olmayan Tedbirler	Faiz Koridoru
		Kredi Genişlemesi
		Miktarsal Genişleme
		Faiz Taahhüdü
		Vade Uzatımı
		Teminat Çeşitlendirmesi
		Zorunlu Karşılık Oranı
		MB İşlemleri Katılımcı Banka Tabanı
	Geleneksel Tedbirler	Politika Faiz Oranı
		Döviz İşlemleri
Maliye Politikası		Genişletici Maliye Politikası
		Daraltıcı Maliye Politikası
		Vergi Düzenlemeleri
		Mali Hızlandırıcı ve Konsolidasyon Programı
		Sosyal Yardım ve Güvenlik Reformu
		İhracat Desteği
Bankacılık Sektörü		Kurumsal Düzenlemeler
		Sermaye ile İlgili Düzenlemeler
		Garanti Programları
		Kredi Mevduat Oranı
		Kredi Değer Oranı
		Likidite Tedbirleri
		Kredi Garantileri
Emek Piyasaları	Emek Piyasası Reformları	
Uluslararası İlişkiler		IMF ile İlişkiler
		Swap Anlaşmaları

Tablo 2.2 Panel a'da, Tablo 2.1'de gösterilen her bir politika tedbirinin alınma sıklığı gösterilmekte olup, tedbirlerin alınma sıklığı ile kaç ülkenin o tedbiri uyguladığı kastedilmektedir. Tablo 2.2 Panel b'de hangi kategoride yoğunlaşma olduğunu göstermek amacıyla politika kategorilerinin kullanılma miktarı gösterilmiştir. Tablo 2.3'te ise 27 ülke ve AMB'nin beş başlıkta uyguladığı tüm politika tedbir ve uygulamaları yer almaktadır.

TABLO 2.2. POLİTİKA TEDBİRLERİNİN ALINMA SIKLIĞI

Panel a)

Politika Faiz Oranı	28
Vergi Düzenlemeleri	21
Sermaye ile İlgili Düzenlemeler	20
Kurumsal Düzenlemeler	19
Swap Anlaşmaları	17
Kredi Genişlemesi	16
Miktarsal Genişleme	15
Faiz Koridoru	15
Genişletici Maliye Politikası	15
Zorunlu Karşılık Oranı	14
Teminat Çeşitlendirmesi	12
Döviz İşlemleri	12
Emek Piyasası Reformları	10
Daraltıcı Maliye Politikası	9
Kredi Garantileri	8
Vade Uzatımı	7
Garanti Programları	6
IMF ile İlişkiler	6
Mali Hızlandırıcı ve Konsolidasyon Programı	6
Faiz Taahhüdü	5
Diğer Para Politikası	5
Sosyal Yardım ve Güvenlik Reformu	4
Kredi Değer Oranı	3
Likidite Tedbirleri	3
İhracat Desteği	3
MB İşlemleri Katılımcı Banka Tabanı	2
Kredi Mevduat Oranı	1

Panel b)

Para Politikası Tedbirleri	131
Bankacılık Sektörü Tedbirleri	61
Maliye Politikası Tedbirleri	58
Uluslararası Kuruluşlar	23
Emek Piyasası Tedbirleri	10

TABLO 2.3. ÜLKELER VE POLİTİKA TEDBİRLERİ

	Para Politikası Tedbirleri						Maliye Politikası Tedbirleri	Bankacılık Sektörü Tedbirleri					Emek Piyasası	Uluslararası Kuruluşlar									
	Geleneksel Olmayan Tedbirler				Geleneksel Tedbirler			Vergi Düzenlemeleri	Genişletici Maliye Politikası	Daraltıcı Maliye Politikası	Mali Hızlandırıcı ve Konsolidasyon Sosyal Yardım ve Güvenlik Reformu	İhracat Desteği		Sermaye ile İlgili Düzenlemeler	Kurumsal Düzenlemeler	Kredi Garantileri	Garanti Programları	Kredi Değer Oranı	Likidite Tedbirleri	Kredi Mevduat Oranı	Emek Piyasası Reformları	Swap Anlaşmaları	IMF ile İlişkiler
	Kredi Genişlemesi	Miktarsal Genişleme	Faiz Koridoru	Zorunlu Karşılık Oranı	Teminat Çeşitlendirmesi	Vade Uzatımı																	
ABD	X	X			X	X	X	X	X	X	X	X	X								X		
AMB	X	X	X	X	X	X								X								X	
ÇİN	X		X		X		X	X	X			X	X									X	X
JAPONYA	X	X	X	X			X	X			X		X	X								X	
İNGİLTERE	X	X	X	X			X		X	X		X	X	X	X	X	X					X	
BREZİLYA	X	X		X			X	X			X	X										X	
KANADA		X	X			X	X		X		X	X	X								X		
AVUSTRALYA	X	X	X	X	X		X	X			X	X		X		X						X	
MEKSİKA							X		X	X		X	X								X	X	X
GÜNEY KORE	X	X		X	X	X	X	X	X	X		X	X									X	
ENDONEZYA			X	X	X		X		X	X	X	X	X										
TÜRKİYE			X	X			X	X		X	X	X	X				X				X	X	
İSVEÇ	X	X	X		X	X	X	X				X	X	X	X							X	X
NORVEÇ	X	X	X				X			X		X	X									X	X
POLONYA		X	X	X	X		X	X				X	X									X	
GÜNEY AFRİKA							X		X	X		X	X	X							X		
TAYLAND							X		X	X					X	X	X					X	
KOLOMBİYA			X				X					X											X
FİLİPİNLER			X				X		X	X			X								X		
İSRAİL	X		X				X	X				X	X		X								
ŞİLİ	X					X	X		X			X	X	X									
ÇEK CUMHURİYETİ*							X		X	X	X		X										
ROMANYA		X	X	X	X		X				X	X	X					X		X			
PERU	X	X	X				X	X				X	X	X	X	X						X	
YENİ ZELANDA	X	X	X	X	X		X	X				X											
MACARİSTAN	X	X	X	X	X		X	X				X			X		X				X	X	X
SİRBİSTAN	X	X	X	X			X		X	X		X										X	X
İZLANDA	X	X					X	X				X	X	X								X	X

*Bazı görüşlere göre, Çek Cumhuriyeti'nde uygulanan döviz kuru tahmin politikaları geleneksel olmayan para politikası aracı olarak değerlendirilebilmekle ancak bu politika bu tabloda yer almamaktadır.

Not: Kaynak olarak, listede yer alan ülkelerin para politikası, enflasyon, maliye politikası, bankacılık düzenlemeleri ile ilgili raporlar, finansal istikrar raporları ve emek piyasası raporları kullanılmıştır.

Bu politika ve tedbirler daha detaylı incelendiğinde alınan tedbirlerin para politikası alanında yoğunlaştığını görmekteyiz. Hem enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler, hem de dünya ekonomisinde önemli paya sahip ABD, Japonya ve Çin gibi ülkeler para politikası tedbirlerini yoğun olarak kullanmışlardır. 2009-2012 arası dönemde, geleneksel olan politikaların yanı sıra geleneksel olmayan politikalara da büyük oranda başvurulmuştur.

Yapılan çalışmada, para politikası tedbirlerinden, politika faiz oranı ve döviz işlemleri geleneksel para politikası kapsamında; miktarsal genişleme, kredi genişlemesi, zorunlu karşılık oranı, faiz koridoru, faiz taahhüdü, teminat çeşitlendirmesi, vade uzatımı ve merkez bankası işlemleri katılımcı tabanının değiştirilmesi geleneksel olmayan para politikaları kapsamında değerlendirilmektedir.

Bu bölümde, küresel finansal kriz öncesinde kullanımına pek rastlanmayan geleneksel olmayan para politikalarının incelenen ülkeler tarafından nasıl kullanıldığı üzerinde durulacaktır.

2.1.1. Miktarsal Genişleme

Küresel kriz döneminde bankacılık sektörünün likidite sorununu çözmek ve finansal kuruluşların yapısını olumsuz etkileyebilecek kredi aksaklıklarının önlenmesi amacıyla uygulanan geleneksel olmayan para politikalarından miktarsal genişleme politikası 2009-2012 yılları arasında toplam 14 ülke ve AMB tarafından kullanılmıştır.

Dünyanın en büyük üç merkez bankası olan Fed, AMB ve Japonya Merkez Bankası bu politikayı en çok kullanan merkez bankalarıdır. Faiz oranı sıfır düzeyine yaklaşmış olan ülkeler manevra alanı kısıtlandığı için, daha fazla faiz indirimi yapıp talep düzeyini etkileyemeyeceklerinden bu yönteme başvurmuşlardır. Ancak kriz sonrası dönemde bu politika, faiz oranı sıfır düzeyine yakın olmayan ülkeler tarafından da uygulanmıştır. Bu politika, bazı taraflarca para basmanın modern yolu olarak değerlendirilse de merkez

bankaları bu politikayı para basarak değil, bankaların kendilerinde tuttıkları aşırı rezervleri kullanarak uygulamaktadırlar.

Fed, Japonya, İngiltere ve AMB'nin miktarsal genişleme politikaları piyasalarda önemli ölçüde rahatlamaya sebep olurken, gelişmekte olan ülkeler açısından istenmeyen ve beklenmeyen bazı sonuçlar da doğurabilmektedir. Küresel sermaye hareketleri sebebiyle risk ve getiri düzeyi yüksek gelişmekte olan ekonomilere akan sermaye, o ülkenin ulusal parasının değerlenmesine yol açarak ihracat ve enflasyon üzerinde olumsuz etki yaratabilmektedir. Özellikle Çin, Brezilya ve Kore gibi ülkeler Fed'in uyguladığı miktarsal genişleme programlarının, küresel ekonomiyi olumsuz etkileyerek para ve ticaret savaşlarına sebep olduğunu dile getirmişlerdir.

İngiltere Merkez Bankası hem rezervlerini kullanarak hem de Hazine tarafından kendisine tanınan, Varlık Satın Alım Programı kapsamında 50 milyar sterlini özel sektör varlıkları olmak üzere 150 milyar sterlin değerinde varlık alma imkânını kullanarak likidite artışı sağlarken, Çin Merkez Bankası da kısa vadeli likidite desteği ve ters repo işlemleri yaparak miktarsal genişleme politikası uygulamıştır.

Brezilya Merkez Bankası, Brezilya Kalkınma Bankasının fonlarını arttırarak piyasaya likidite sağlarken, Kanada Merkez Bankası bu politikayı Özel Satın Alım ve Satış Anlaşmaları ile piyasa yapıcılardan doğrudan devlet tahvili satın alarak uygulamıştır. Avustralya Merkez Bankası ise taahhüt edilmiş likidite imkânı ile bankaların daha önceden belirlenmiş miktarlardaki varlıklarını satın alarak piyasadaki likiditeyi arttırmıştır.

Güney Kore Merkez Bankası bu politikayı daha farklı bir şekilde uygulayarak, Bono Piyasaları İstikrar Fonu'na üye olan finansal kuruluşlara 5 trilyon won tutarında likidite sağlamış, bankalar ve menkul kıymet şirketlerine uzun vadeli yeniden alım anlaşmaları ile likidite enjekte etmiştir. Ayrıca Güney Kore Merkez Bankası, Güney Kore Kalkınma Fonu'na vadesi 1 yıldan az olan kredi şeklinde 10 trilyon Won tutarında fon sağlamıştır.

İsveç Merkez Bankası da en büyük bankaları olan Carnegie Yatırım Bankası ile Kaupthing Bankasına özel likidite desteğinde bulunmuştur. Norveç Merkez Bankası ise piyasalardaki dalgalanmayı önleyebilmek amacıyla, piyasadaki ulusal para cinsinden likiditeyi normal zamanlardan daha yüksek bir düzeyde tutmuştur. Polonya Merkez Bankası, 10 yıl vadeli bonoları vadeleri dolmadan geri alarak, Romanya Merkez Bankası da Hazine işlemleri vasıtasıyla piyasaya likidite enjekte etmiştir.

Peru Merkez Bankası ise, kredilerin aksamaması ve ulusal paranın değer kaybetmesinin önlenmesi için yeni bir likidite enjeksiyon mekanizması oluşturarak, bir yıllık repo, swap işlemlerini kullanarak ve Peru Merkez Bankası mevduat sertifikalarını yeniden satın alarak piyasaya likidite sağlamıştır. Macaristan Merkez Bankası da, piyasalara altı ay vadeli Avro likiditesi sağlamanın yanı sıra ulusal para cinsinden ipoteğe dayalı bonoları satın almıştır.

Sonuç olarak miktarsal genişlemenin bazı ülkelerde ekonomiyi canlandırmada önemli katkıları olurken, bazı ülkelerde bankacılık sektörünün likidite problemini ortadan kaldırmak ve bankaların verebilecekleri kredi miktarını arttırmak için kullandığı görülmektedir. Ancak, bu politika ile bankaların elde ettikleri likiditeyi kredi olarak vermektense elde ettiklerini gördüğünden bu politikanın başarısı üzerinde tartışmalar bulunmaktadır.

2.1.2. Kredi Genişlemesi

Miktarsal genişleme politikası ile benzerlikler gösteren kredi genişlemesi politikasının net bir tanımı olmadığından, her ülke kendi koşulları doğrultusunda farklı şekillerde kredi genişlemesi politikası uygulamıştır. Kredi genişlemesi politikası, 15 ülke ve AMB tarafından uygulanmıştır.

Fed, kredi genişleme politikasını, kredi koşullarının genişlemesini sağlayan ve varlık alımlarını kapsayan her türlü politika olarak tanımlarken, İngiltere Merkez Bankası, kredi piyasalarındaki hedef varlıkların satın alınarak likiditenin geliştirilmesini sağlayan politikalar olarak, Kanada Merkez Bankası ise belli piyasalardaki özel varlıkların el değiştirmesi olarak

tanımlamıştır. Kredi genişlemesi politikası bazı ülkelerde merkez bankalarının bilançolarını genişletirken, bazı ülkelerde sadece bilançonun kompozisyonunu değiştirdiği görülmektedir.

Bu politikayı en kapsamlı olarak uygulayan merkez bankalarından biri olan Fed, kredi genişlemesi politikası kapsamında,

-Vadeli İhale İmkânı

-Fed ile Doğrudan İşlem Yapma ve Hazine İhalelerine Katılma Yetkisine Sahip Menkul Değer Aracı Kurumu Kredi İmkânı

-Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme İmkânı

-Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Kredi İmkânı

-Ticari Varlığa Dayalı Para Piyasası Yatırım Ortaklığı Likidite İmkânı

- Ticari Varlık Fonlama İmkânı

- Para Piyasası Yatırımcıları Fonlama İmkânlarını kullanmıştır.

Fed ayrıca getirileri azaltıp, yatırımcıların riskli varlıklarını değiştirebilmelerini sağlamak amacıyla hükümet fonlarının bastığı birçok ipoteğe dayalı varlık ile devlet tahvili satın almıştır. Fed bu farklı politika araçlarıyla, bankalara kredi olarak verilebilecek önemli miktarda kaynak sağlamış, bazen bankaları es geçerek yatırımcı ve borç almak isteyenlere doğrudan kendisi kredi sağlamış ya da borç vermeye dayalı kredi akışını kolaylaştırmıştır.

İngiltere Merkez Bankası, bankaların likidite durumunu geliştirmek ve yüksek kalitedeki ipoteğe dayalı varlıkların, üç yıla kadar vadeli Hazine bonoları ile değiştirebilmelerini sağlamak amacıyla Özel Likidite İmkânı programını da uygulamaya koymuştur. Böylece bankalara likit olmayan varlıklarını daha satılabilir varlıklarla değiştirme imkanı tanınmıştır. İngiltere Merkez Bankası ayrıca, genişletilmiş teminatlı vadeli repo imkânı da uygulamaya koyarken, Japonya Merkez Bankası likidite sağlamak için özel

sektör varlıklarını satın almanın yanı sıra temel olarak devlet tahvillerinin satın alımına odaklanmıştır.

AMB ise, Geliştirilmiş Kredi Desteği programı ile likidite imkânlarını arttırmış, bilançosunu genişletmiş ancak devlet tahvili satın almamıştır. Her ne kadar AMB kredi piyasalarını doğrudan desteklemese de özel sektör varlıklarının basımını kolaylaştırıp, teminat olarak kabul edilebilecek varlıkları çeşitlendirmiştir. Teminat çeşitlendirmesi konusunda diğer merkez bankalarının önüne geçen AMB, konut piyasalarını desteklemek amacıyla 60 milyar Euro değerinde bir program da başlatmıştır.

Brezilya Merkez Bankası ise, doğrudan kredi arzı yapmanın yanı sıra, devlet bankalarının kredilerini genişletmiş ve özel dış borçların finanse edilebilmesi için kullanılan kredi kanallarını arttırmıştır. Avustralya Merkez Bankası, Vadeli Mevduat İmkânı programı uygulayarak kredi genişlemesi sağlarken, Güney Kore'de kredi tavanı yükseltilmiş, 10 milyar Amerikan Doları değerinde İhracat Senedi Teminatlı Yabancı Para Cinsinden Kredi Planı uygulamaya konmuş ve bankalar için yeniden sermayelendirme fonu oluşturulmuştur.

İsveç'te bankalara teminat karşılığı kredi verilmesinin yanı sıra 12 aylık sabit faizli kredi uygulaması başlatılırken, Norveç'te önce hane halkı için daha sonra şirketler için kredi genişlemesi sağlanmıştır. İsrail'de de ipotega dayalı krediler genişletilmiştir.

Şili'de Merkez Bankasının bir yıldan az vadeli merkez bankası senetleri ile ilgili düzenlemeler yapılmış ve bankalara 90 ve 180 günlük finansman sağlamak amacıyla Vadeli Likidite İmkânı programı uygulamaya konulmuştur. Peru Merkez Bankası dolar cinsinden ödenebilen sertifikalar ihraç ederek, doğrudan dolar alımını azaltmayı hedeflemiştir. Böylece, merkez bankası finansal kuruluşlardan dolar satın almakta ve eş zamanlı olarak sabit ya da değişken faizli ulusal para cinsi mevduat sertifikalarını basarak satın aldığı miktarı sterilize etmektedir.

Yeni Zelanda Merkez Bankası ise Vadeli İhale İmkânı programını başlatmış ve piyasaya kendi bastığı bonoları sürmüştür. Sırbistan ise gün içi

kredilerde artış politikası uygularken, İzlanda en büyük bankalarından biri olan Kaupthing Bankasının kredilerini arttırmıştır.

2.1.3. Faiz Taahhüdü

Merkez Bankalarının politika faiz oranını belli bir süre belli düzeyde tutacağını taahhüt etmesi ile uygulanan bu politikayı Kanada, İsveç, Şili, Yeni Zelanda ve ABD Merkez Bankaları kullanmıştır. Bu politika, her ne kadar çok fazla uygulanan bir politika olmasa da piyasa beklentilerini yönetmede ve istikrarı sağlama konusunda önemli bir politikadır.

Kanada Merkez Bankası, bu politikayı 2009 yılında uygulamaya başlamış ve faiz oranını 2010 yılının ikinci çeyreğine kadar belli bir düzeyde tutacağını açık bir şekilde taahhüt etmiştir. Faiz taahhüdünün açık bir şekilde belirtilmesi, gecelik faiz oranlarının gelecekteki düzeyi için yol gösterici bir nitelik taşımasının yanı sıra, uzun vadeli oranları etkileyerek piyasalara ek parasal hızlandırıcı da sağlamaktadır. Fed ise üstü kapalı bir şekilde faiz oranlarının uzun bir süre boyunca düşük seyrini koruyacağını belirterek faiz taahhüdü politikasını uygulamıştır.

İsveç Merkez Bankası, Kanada kadar açık bir taahhütte bulunmamakla birlikte temel politika faizi olan repo faiz oranını uzun bir süre düşük düzeyde kalacağını beklediğini belirtmiştir. İsveç ekonomisindeki talep düzeyi belli bir zamandaki faiz oranından bağımsız olsa da, uzun dönemli faiz oranı patikası talep düzeyi üzerinde önemli bir etki yaratmaktadır. Dolayısıyla İsveç Merkez Bankası'nın faiz oranının uzun süre düşük düzeyde kalacağı beklentilerini dile getirmesi, talebi yönetmek için etkin bir politika olarak görülmektedir.

Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan diğer bir ülke olan Şili'nin Merkez Bankası da Eylül 2009'da Para Politikası Kurulu toplantısının ardından faizleri düşürme kararı almasının yanı sıra, politika faiz oranının bu düzeyini uzun bir süre koruyacağını açık bir şekilde taahhüt etmiştir. Merkez Bankası bu taahhüdün gerçekleştirilmesinin desteklenmesi için Vadeli Likidite

İmkânı ve bir yıldan az vadeli iskontolu senet basmak gibi ek bazı önlemlere de başvurabileceğini belirtmiştir.

Yeni Zelanda Merkez Bankası ise Aralık 2009 yılında yaptığı bir açıklama ile politika faiz oranının belli bir süre boyunca %2,5 düzeyinde sabit tutulacağını dile getirmiş ve bu açıklamayı birçok kere tekrarlayarak iletişim politikasının beklentileri yönetmedeki etkinliğini ortaya koymuştur.

2.1.4. Teminat Çeşitlendirmesi

Merkez bankaları, ülkenin finansal yapısının yanı sıra para politikalarının operasyonel çerçevesine göre teminat sistemlerini şekillendirmektedirler (Özdemir, 2010, s.2). 2009-2012 döneminde de pek çok merkez bankası kredi risklerini azaltmak amacıyla talep ettikleri teminatları geçici ya da kalıcı olarak genişletmiştir.

Fed, devlet tahvillerinin doğrudan alımına ağırlık vermekte, geçici operasyonlarının payını düşük tutmaktadır. API için sadece ABD hazine bonoları ile devlet tahvillerini, devlet destekli ipotek kuruluşlarının menkul kıymetlerini ve devlet destekli ipotek kuruluşları tarafından garanti edilmiş ipoteye dayalı menkul kıymetleri teminat olarak kabul ederek dar bir teminat tanımı benimsemekte, az sayıda piyasa yapıcıyla işlem yapmaktadır. Buna karşılık, iskonto penceresi işlemlerinde ise bütün mevduat kuruluşlarına neredeyse tüm varlıkları karşılığında kredi kullanmaktadır.

AMB, kabul ettiği teminatları çok geniş tutmakta, API ve hazır imkânlar için aynı teminat havuzunu kullanmaktadır. Piyasası olmayan varlıklar da API'ye teminat olarak kabul edildiğinden AMB'nin son derece esnek bir yapıya sahip olduğu söylenebilmektedir.

İngiltere Merkez Bankası'nın teminat sisteminin de ne Fed kadar kısıtlı ne de AMB kadar esnek olduğu görülmektedir. Kriz öncesinde API ve hazır imkânlar için aynı teminat havuzunu kullanan İngiltere Merkez Bankası, krizle birlikte iskonto penceresi işlemleri ve uzun vadeli repo operasyonları için teminatların kapsamını genişletmiştir.

Fed, AMB ve İngiltere dışında, Polonya, Romanya, Macaristan, Yeni Zelanda, Güney Kore, Avustralya, Sırbistan ve Japonya da teminat çeşitlendirmesi politikasını uygulamıştır. Ancak bu ülkeler içinde Sırbistan daha farklı bir uygulama tarzı benimsemiş, Sırbistan Merkez Bankası, ulusal finansal sistemin dinarize olması için aktif bir rol oynayacağını taahhüt etmiş ve günlük kredilerin teminatı olarak yalnızca dinar cinsi varlıkları kabul edeceğini açıklamıştır. Güney Kore ise bankacılık senetleri ile ulusal tüzel kişilerin çıkarmış olduğu tahvilleri teminat olarak kabul etmiştir.

2.1.5. Faiz Koridoru

Faiz oranlarındaki volatilitiyi azaltmak ve piyasa beklentilerini yönetmek için kullanılan bu politika aracı küresel finansal kriz öncesinde Kanada, İngiltere, Japonya, AMB, Norveç, Avustralya, İsveç ve Yeni Zelanda tarafından kullanılırken, kriz sonrasında, sayılan ülkelerin yanı sıra Endonezya, Polonya, Romanya, Macaristan, Sırbistan, Türkiye ve İzlanda tarafından da kullanılmıştır. Ancak bu ülkeler ve AMB faiz koridoru sisteminin farklı çeşitlerini kullanmışlardır. Küresel krizle birlikte, AMB, Japonya, İngiltere, Kanada ve Norveç taban sistemi kullanmaya geçerken, diğer ülke merkez bankaları politika faiz oranlarını koridorun merkezine yakın bir yerde tutma politikası izlemişlerdir.

Kahn (2010)'a göre, AMB faiz koridoru sisteminin temellerini ilk kez Haziran 1998'de oluşturmuştur. 1999 yılında avronun kullanılmaya başlaması ile de faiz koridoru sistemi fiilen kullanılmaya başlanmıştır. AMB'nin gecelik mevduat faiz oranı faiz koridorunun tabanını ve Marjinal Borç Verme oranı tavanını oluşturmaktadır. Kriz öncesi dönemde geleneksel bir faiz koridoru sistemi uygulayan Avrupa Merkez Bankası, kriz sonrası dönemde politika faiz oranını tabana yakın bir değerde tutarak piyasadaki likiditeyi arttırmaya çalışmıştır. Bu politikaya da faiz koridoru taban sistemi denilmektedir.

İsveç Merkez Bankası ise küresel finansal krizle birlikte faiz koridorunu daraltma politikası izlemiş, faiz koridorunun tabanını sıfırın altına indirmiştir. Her ne kadar negatif faiz oranı merkez bankasında mevduat

tutmayı caydırıcı bir nitelik taşısa da bankalar beklenmedik bir şekilde İsveç Merkez Bankası'na yüksek miktarda mevduat yatırmaya devam etmişlerdir.

Japonya Merkez Bankası da miktarsal genişleme politikasının ardından faiz koridoru taban sistemi uygulamaya başlamış, faiz koridorunun tabanını sıfır olarak belirlemiş ve finansal krizle birlikte koridoru daraltma politikası uygulamıştır.

Norveç Merkez Bankası ise asimetrik faiz koridoru sistemi uygulamakta ve faiz oranını koridorun tabanına yakın tutmak amacıyla piyasadaki aşırı likiditeyi kullanmaktadır. İzlanda Merkez Bankası, kısa dönemli piyasa faiz oranı volatilitelerini önlemek ve bankalar arası gecelik faiz oranını koridorun merkezine yaklaştırmak için faiz koridorunu daraltmıştır. Polonya Merkez Bankası ise gecelik faiz oranının gösterge faiz oranı çevresinde $\pm \%1,5$ 'lik bir bant içinde dalgalanmasına izin vermektedir.

2.1.6. Zorunlu Karşılıklar

Küresel kriz sonrası dönemde zorunlu karşılık oranı özellikle gelişmekte olan ekonomiler için önemli bir politika aracı olarak karşımıza çıkmaktadır. Glocker and Towbin (2011)'e göre, zorunlu karşılık oranının bir finansal istikrar aracı mı yoksa fiyat istikrarı aracı mı olduğu konusunda tartışmalar halen devam etmekte ancak faiz oranının sıfır düzeyine yaklaştığı ülkelerde fiyat istikrarı aracı olma özelliği daha ön plana çıkmaktadır.

Bu çalışmada, birçok ülkenin sıklıkla kullandığı zorunlu karşılık oranı, geleneksel olmayan para politikası uygulamalarından bir olarak ele alınmaktadır. AMB ve 13 ülke bu politikayı uygularken, bu ülkelerden Çin, Romanya ve Peru'nun zorunlu karşılık oranını kriz sonrası dönemde aşırı düzeyde kullandığı tespit edilmiştir. Buna ek olarak bazı ülkeler sadece zorunlu karşılık oranını arttırıp düşürerek kullanırken bazı ülkelerde farklı zorunlu karşılık uygulamalarının olduğu görülmektedir. Zorunlu karşılıklarda herhangi bir farklılaştırmaya gitmeyip bu uygulamayı sadece arttırıp azaltarak kullanan ülkeler, Polonya, Romanya, Filipinler, Peru, Güney Kore, Kolombiya, Brezilya ve AMB'dir.

Macaristan, Sırbistan, İsrail, Çin, Türkiye ve Endonezya Merkez Bankaları ise zorunlu karşılıklar uygulamasını farklılaştırarak kullanmışlardır. Macaristan, değiştirilebilir zorunlu karşılık uygulamasını kullanıp finansal kuruluşlara, merkez bankasına yatıracakları oranı özgürce belirleme imkânı tanırken, İsrail türev kontratlarına zorunlu karşılık uygulaması getirmiştir. Sırbistan Merkez Bankası ise, hem dinar hem de farklı döviz kurları için vadelere göre farklılaştırılmış zorunlu karşılık oranı uygulamasını kullanarak, bankalara farklılaştırılmış zorunlu karşılık oranları doğrultusunda döviz zorunlu karşılık oranlarının bir kısmının dinar cinsinden tutma yükümlülüğü getirmiştir.

Endonezya Merkez Bankası ise, ulusal para cinsinden zorunlu karşılık oranında üç farklı uygulama geliştirmiştir. Nakit para, merkez bankası sertifikaları ile devlet tahvilleri ve kredi mevduat oranı için farklı zorunlu karşılık oranı uygulaması kullanılmaktadır. Endonezya'nın bu uygulamasında dikkat çeken nokta, kredi mevduat oranı doğrultusunda bankaların merkez bankasına yatırmakla yükümlü olduğu zorunlu karşılık oranında değişikliğe gitmesidir. Bu uygulamada, Kredi-Mevduat oranı %78'den az ya da %100'den fazla olan bankalar için farklı oranlar uygulanmaktadır. Kredi-Mevduat oranı %78'den az olan bankalar %78'den az olan her %1'lik kısım için %0,1, Kredi-Mevduat oranı %100'den fazla olan bankalar ise %100'den fazla olan her %1'lik kısım için %0,2 oranında zorunlu karşılık yatırmak zorundadırlar. Yabancı para cinsi varlıklar için ise zorunlu karşılık oranında farklılaştırma bulunmamakta ve tek bir oran kullanılmaktadır.

Çin Merkez Bankası da, 2011 yılının başlarında dinamik olarak farklılaştırılmış zorunlu karşılık oranı uygulamaya başlamıştır. Bu uygulamada farklı sermaye yeterlilik oranı ve farklı risk düzeylerine sahip bankalara farklı zorunlu karşılık oranları uygulanmaktadır. Bu uygulama ile kredi büyümesi ve risklerin önlenmesi için daha esnek bir mekanizma oluşturulmuş olmaktadır.

2.1.7. Vade Uzatımı

Küresel finansal krizin etkilerini azaltmak için 2009-2012 döneminde uygulanan diğer bir politika da vade uzatma politikasıdır. Bu politika ile uzun vadeli faizlerin azalması, kredilerin ucuzlaması ve ekonominin canlanması hedeflenmektedir. ABD, Çin, Avustralya, Güney Kore, İsveç ve Endonezya Merkez Bankaları ile AMB bankalara verdikleri kredilerin vadelerini uzatmışlardır. Vadeleri genelde üç ay ya da altı ay olan kredi veya repo işlemlerinin vadeleri bir yıla uzatılmıştır.

2.1.8. Merkez Bankası İşlemlerine Katılımcı Banka Sayısı

2009-2012 döneminde İsveç ve Güney Kore Merkez Bankası, yapacakları işlemlere katılabilecek bankalar arasında bir sınıflandırma yapmıştır. İsveç Merkez Bankası her işlemine katılabilecek ve sadece belli işlemlere katılacak bankalar arasında bir ayırım yaparken, Güney Kore Merkez Bankası bu işlemlere katılacak kurumları sadece bankalarla sınırlı tutmamış bazı finansal kuruluşları da kapsayacak şekilde genişletmiştir.

Bunlara ek olarak, Meksika, Güney Afrika, Tayland ve Çek Cumhuriyeti geleneksel olmayan para politikalarından hiçbirini kullanmazken, bu ülkelerin dışında kalan ülkelerin ise, 2009-2012 dönemi içerisinde en az bir tane geleneksel olmayan para politikası uyguladığı tespit edilmiştir. Bu politikalara en çok başvurular ise AMB, Güney Kore, İsveç, ABD, Avustralya, Polonya, Romanya, Macaristan ve Sırbistan'dır.

Küresel kriz sonrası dönemde ülkeler geleneksel olmayan para politikalarının yanı sıra uluslararası kuruluşlarla ilişkilerde bulunmuşlar, maliye politikaları, bankacılık sektörü düzenlemeleri ve emek piyasası reformları da uygulamışlardır.

Maliye politikası alanında hemen hemen bütün ülkelerin ekonomik durumlarına göre daraltıcı ya da genişletici maliye politikaları uyguladığı görülürken, bu politikalar genel olarak vergi oranlarında değişiklik ya da vergi ile ilgili düzenlemeler yapılarak uygulanmıştır. ABD, Kanada, Avustralya ve Romanya ek olarak Mali Hızlandırma ve Konsolidasyon programları

uygulamış, ABD, Japonya ve Çek Cumhuriyeti'nin maliye politikası kapsamında sosyal yardım ve sosyal güvenlik alanlarında reformlar yaptıkları görülmüştür. Çin ve Brezilya ise ihracat desteği sağlayarak ekonomilerini canlandırmaya çalışmışlardır.

Bankacılık sektörü düzenlemelerine bakıldığında, kurumsal düzenlemeler ve sermaye ile ilgili düzenlemelerin hemen hemen bütün ülkelerde uygulandığı görülmektedir. AMB, Japonya, İngiltere, Kanada, İsveç, Güney Afrika, Tayland ve Peru kredi garantileri verirken, bazı ülkeler ise likidite tedbirleri uygulamıştır.

Emek piyasaları ile ilgili düzenlemelere bakıldığında da, İsveç Hükümeti'nin işgücüne katılım için çok sayıda reform yaptığı, Romanya'nın işsizliği azaltmak için işverenleri sosyal sigorta katkısından muaf tuttuğu, bazı firmalara sübvansiyon verdiği ve kamu sektöründe tek ücret sistemi ile emeklilik sistemi ile ilgili reformlar yaptığı görülmektedir. Filipinler ise işgücünü koruma altına almak için 36 yıllık İş Kanununu değiştirirken, Norveç hükümeti, Norveç İşgücü ve Refah Organizasyonu'na önemli miktarda fon sağlayarak iş arayanlara daha iyi bir hizmet sunulabilmesi yönünde düzenlemeler yapmıştır.

Macaristan'da 1 Temmuz 2012 tarihi itibarıyla yeni bir İş Kanunu yürürlüğe girmiş ve Macaristan işgücü piyasasının yatırımcılar açısından daha çekici olmasının sağlanması için işgücü esnekliğinin artırılması amaçlanmıştır. Peru'da ise, beşeri sermayenin geliştirilmesi ve işgücü imkânlarının artırılması için Amerika Kıtası Kalkınma Bankası tarafından Peru Hükümetine 30 milyon dolar kredi verilmiş ve bu krediyle Peru hükümeti sosyal reformlar uygulamaya başlamıştır.

Güney Afrika'da İşgücü İlişkileri, İstihdam Eşitliği, İstihdam Kanunu Temel İlkeleri yasalarının değiştirilmesi için tasarı hazırlanırken, Meksika geçici istihdam programını genişletmiş, geçici yarı zamanlı istihdam programını uygulamaya koymuştur. Ayrıca Meksika'da bireysel emeklilik hesabı düzenleme kriterleri kolaylaştırılırken, devletin bu hesaplar üzerindeki

katkı payı arttırılmış ve Ulusal İstihdam Servisi güçlendirilmiştir. Kanada'da ise istihdam sigortası kazançları arttırılmıştır.

Küresel kriz sonrası dönemde uluslararası kuruluşlarla ilişkiler önem arz eden diğer bir konu olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu konu, IMF ile İlişkiler ve Swap Anlaşmaları başlığı altında incelenmiştir. Çin, Meksika, Kolombiya, Macaristan, Sırbistan ve İzlanda'nın gerek para politikası alanında gerekse maliye politikası alanında IMF ile anlaşmalar yapmışlardır.

Sırbistan, IMF kaynaklı Finansal Sektör Destek Programı uygularken, Macaristan, IMF ve Avrupa Birliği Kurtarma Paketi uygulamaya koymuştur. Meksika ve Kolombiya, IMF Esnek Kredi Hattı programını uygulayarak dış kırılganlıklarını azaltmak amacıyla ihtiyati IMF fonu kullanmışlardır. Çin ise IMF bonolarını satın alabilmek için IMF ile anlaşma imzalamıştır. İzlanda Hükümeti de birincil fazla vermek ve Hazine borcunu azaltmak amacıyla IMF Mali Aksiyon Planı uygularken, IMF İzlanda Ekonomik İstikrar Paketi kapsamında da rezervlerini güçlendirmek için IMF'den 5 milyar dolar mali yardım kullanmıştır.

Swap anlaşmaları ise küresel kriz sonrası dönemin en ilgi çekici araçlarından biri olmuş, toplam 16 ülke, diğer ülkelerle swap anlaşmaları yaparak piyasaların normal işlemediği dönemlerde, uzun dönemli fonlara ulaşmayı sağlayarak Bankaların likidite riskini azaltmayı amaçlamışlardır. Uzakdoğu ülkeleri ve İskandinav ülkeleri genellikle swap anlaşmalarını kendi aralarında yaptığı görülse de, swap anlaşması yapan ülkelerin hemen hemen hepsi Fed, AMB, İsviçre Merkez Bankası, Japonya Merkez Bankası ile de swap anlaşması yapmışlardır.

2.2. Genel Değerlendirme

Bu bölümde ülkelerin GSYİH düzeyleri göz önünde bulundurularak bazı değerlendirmeler yapılacaktır. Ülke setinde yer alan ülkelerin GSYİH düzeyleri Tablo 2.4'te gösterilmektedir.

TABLO 2.4. 2011 YILI İTİBARIYLA ÜLKELERİN GSYİH DÜZEYLERİ

ÜLKELER	GSYİH (Milyar Dolar)
ABD	15.076
Çin	7.298
Japonya	5.867
Brezilya	2.493
İngiltere	2.431
Kanada	1.739
Avustralya	1.487
Meksika	1.154
G. Kore	1.116
Endonezya	846
Türkiye	774
İsveç	545
Polonya	515
Norveç	485
Güney Afrika	409
Tayland	346
Kolombiya	328
Şili	248
İsrail	244
Filipinler	225
Çek Cumhuriyeti	215
Romanya	190
Peru	177
Yeni Zelanda	159
Macaristan	140
Sırbistan	43
İzlanda	14

Kaynak: IMF, 2012

İlk olarak, geleneksel olmayan para politikası uygulamalarından her birinin o politikayı uygulayan ülkelerin toplam GSYİH miktarı, ülke setindeki tüm ülkelerin GSYİH toplamına oranlanarak, 2009-2012 döneminde hangi politika uygulamasının ne kadar önem taşıdığı, toplam GSYİH cinsinden kullanım yaygınlığı üzerinden açıklanmaya çalışılmıştır.

Yapılan değerlendirme sonucunda, ülke setindeki tüm ülkelerin toplam GSYİH'sini,

- Miktarsal Genişleme politikası %91,
- Kredi Genişlemesi politikası %74,
- Teminat Çeşitlendirmesi politikası %68,
- Vade Uzatımı politikası %66,
- Faiz Koridoru politikası %45,
- Zorunlu Karşılık Oranı politikası %43,
- Faiz Taahhüdü politikası %33,
- Merkez Bankası İşlemlerine Katılımcı Banka Sayısının Değiştirilmesi politikası %0,03

oranında etkilediği tespit edilmiştir. Buradan hareketle, miktarsal genişleme, kredi genişlemesi, teminat çeşitlendirmesi ve vade uzatımı politikaları kullanımı en yaygın politikalar olarak değerlendirilebilmektedir.

İkinci olarak, GSYİH düzeyine göre sıralanan ülkeler, toplam GSYİH'nın %50'sini, %75'ini ve %90'ını oluşturan ülkeler olarak gruplandırılarak, ülkelerin GSYİH cinsinden büyüklük düzeyine göre hangi politikaları daha çok uyguladıkları incelenmiştir.

Yapılan çalışma sonucuna göre, miktarsal genişleme politikasının ülke seti toplam GSYİH'sinin %50'sini oluşturan ülkelerde uygulanma oranı %100 iken ülke seti toplam GSYİH'sinin %75'ini oluşturan ülkelerde %100 düzeyini koruduğu ancak ülke seti toplam GSYİH'sinin %90'ını oluşturan ülkelerde %96'ya gerilediği görülmektedir. GSYİH düzeyi daha küçük ülkeler incelemeye dahil edilmeye başlandığında oranın azalma göstermesi sebebiyle, miktarsal genişleme politikasının büyük ülkelerde daha yoğun bir şekilde kullanıldığı söylenebilmektedir.

Kredi genişlemesi politikasında, miktarsal genişleme politikasına benzer bir durum ile karşılaşılmaktadır. Kredi genişlemesi politikasının ülke seti toplam GSYİH'sinin %50'sini oluşturan ülkelerde uygulanma oranı %100 iken ülke seti toplam GSYİH'sinin %75'ini oluşturan ülkelerde %81'e, ülke seti toplam GSYİH'sinin %90'ını oluşturan ülkelerde %77'ye gerilediği görülmektedir. Bu sebeple, kredi genişlemesi politikasının da büyük ülkelerde daha yoğun bir şekilde kullanıldığı söylenebilmektedir.

Teminat çeşitlendirmesi politikasının ise, ülke seti toplam GSYİH'sinin %50'sini oluşturan ülkelerde uygulanma oranı %100 iken ülke seti toplam GSYİH'sinin %75'ini oluşturan ülkelerde %75'e, ülke seti toplam GSYİH'sinin %90'ını oluşturan ülkelerde %72'ye gerilediği görülmektedir. Bu sebeple, teminat çeşitlendirmesi politikasının da büyük ülkelerde daha yoğun bir şekilde kullanıldığı görülmektedir.

Vade uzatımı politikasının, ülke seti toplam GSYİH'sinin %50'sini oluşturan ülkelerde uygulanma oranı %100 iken ülke seti toplam GSYİH'sinin %75'ini oluşturan ülkelerde %79'a, ülke seti toplam GSYİH'sinin %90'ını oluşturan ülkelerde %71'e gerilediği görülmektedir. Bu sebeple, vade uzatımı politikası da büyük ülkelerde daha yoğun bir şekilde kullanılmıştır.

Faiz Koridoru politikasının, ülke seti toplam GSYİH'sinin %50'sini oluşturan ülkelerde uygulanma oranı %36'dan ülke seti toplam GSYİH'sinin %75'ini oluşturan ülkelerde %37'ye, ülke seti toplam GSYİH'sinin %90'ını oluşturan ülkelerde %43'e yükseldiği görülmektedir. Dolayısıyla faiz koridoru politikasının küçük ülkelere büyük ülkelere kıyasla daha yoğun bir şekilde kullanıldığı söylenebilmektedir.

Zorunlu Karşılıklar politikasının ülke seti toplam GSYİH'sinin %50'sini oluşturan ülkelerde uygulanma oranı %36 iken ülke seti toplam GSYİH'sinin %75'ini oluşturan ülkelerde %47'ye yükseldiği, ülke seti toplam GSYİH'sinin %90'ını oluşturan ülkelerde %42'ye gerilediği görülmektedir. Ancak ilk düzey ile son düzey arasındaki artıştan dolayı, zorunlu karşılıklar politikasının küçük ülkelere daha yoğun bir şekilde kullanıldığı söylenebilmektedir.

Faiz taahhüdü politikasının ise, ülke seti toplam GSYİH'sinin %50'sini oluşturan ülkelerde uygulanma oranı %64 iken ülke seti toplam GSYİH'sinin %75'ini oluşturan ülkelerde %38'e, ülke seti toplam GSYİH'sinin %90'ını oluşturan ülkelerde %35'e gerilediği görülmektedir. Dolayısıyla, faiz taahhüdü politikasının büyük ülkelerde daha yoğun bir şekilde kullanıldığı söylenebilmektedir. Merkez Bankası işlemlerine katılımcı banka sayısının değiştirilmesi politikası ise çok az uygulandığı için bu değerlendirmede yer verilmemiştir.

Bir diğer inceleme ise, ülkelerin uyguladıkları geleneksel olmayan para politikaları ve Tablo 2.1'de gösterilen diğer politikalar arasında yapılmıştır. Bu incelemedeki amaç, geleneksel olmayan para politikalarını uygulayan ülkeler için maliye politikası, bankacılık düzenlemeleri, emek piyasası tedbirleri ve uluslararası kuruluşlarla ilişkiler gibi diğer tedbirlerin ikame mi yoksa destekleyici politikalar mı olduğu açıklamaktır. Ülkelerin, geleneksel olmayan para politikaları ile diğer politikaların uygulanma miktarı Tablo 2.5'te gösterilmiştir.

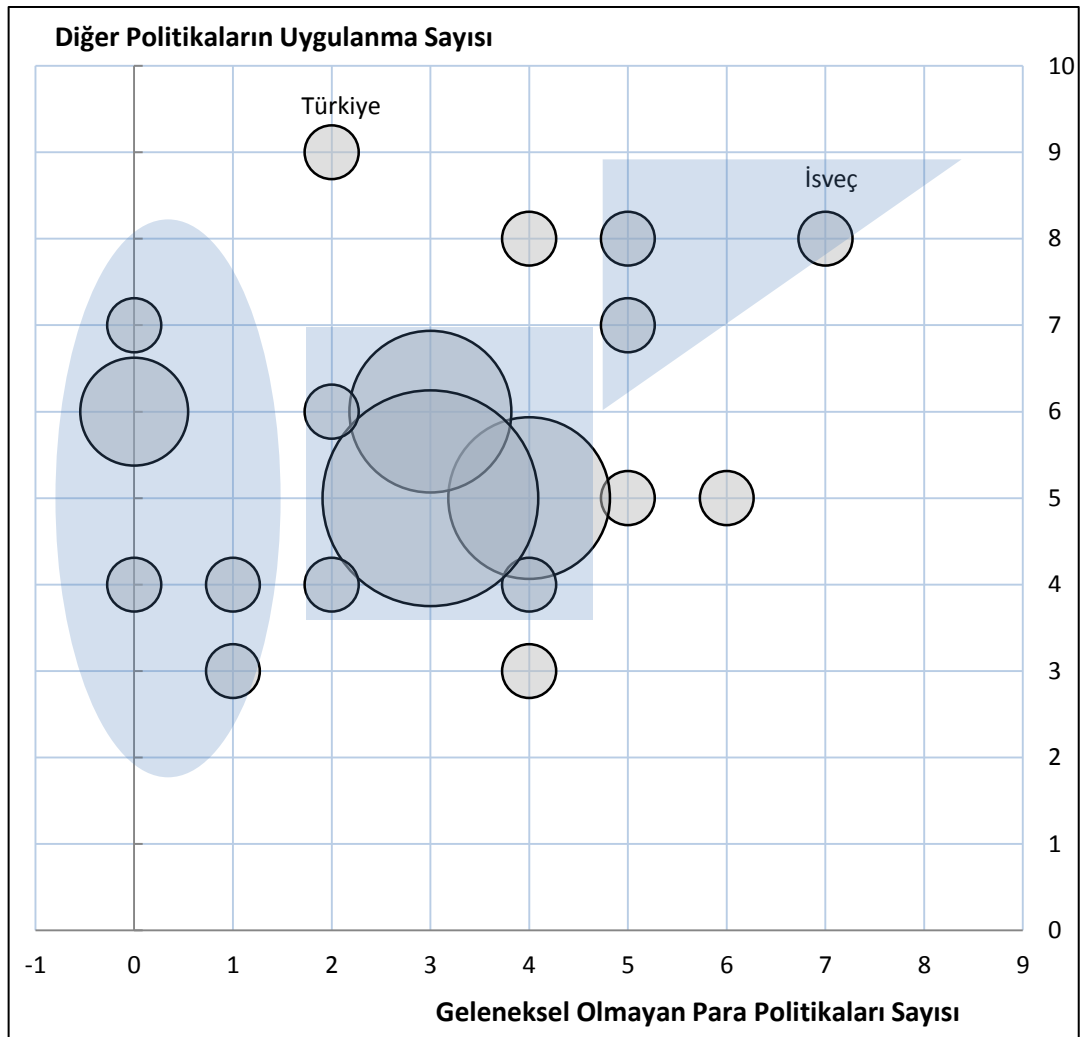
Yapılan incelemede, geleneksel olmayan para politikalarını yoğun olarak kullanan ülkelerin diğer politikaları da yoğun olarak kullandığı tespit edilmiş, bu çerçevede geleneksel olmayan para politikalarını uygulayan ülkeler için diğer politikalar destekleyici/tamamlayıcı nitelikte sayılmaktadır. Ancak geleneksel olmayan para politikalarını çok az kullanan ya da hiç kullanmayan ülkelerin diğer politikaları yoğun olarak kullandığı görülmektedir. Bu sebeple de, bu ülkelerin geleneksel olmayan para politikası yerine diğer politikaları tercih ettiği ve bu ülkeler için geleneksel olmayan para politikaları ile diğer politikaların birbirinin ikamesi olduğundan söz etmek mümkündür.

Tablo 2.5'in incelenmesinden anlaşılacağı üzere, geleneksel olmayan para politikalarını uygulayan ülkelerin İsveç, Güney Kore, ABD ve Macaristan başta olmak üzere geleneksel olmayan para politikaları kadar diğer politikaları uygularken, Meksika, Tayland, Güney Afrika ve Çek Cumhuriyeti'nin geleneksel olmayan para politikalarını hiç kullanmazken, diğer politikaları önemli ölçüde kullandığı görülmektedir.

TABLO 2.5. ÜLKELERİN GOPP VE DİĞER POLİTİKALARININ KARŞILAŞTIRILMASI

Ülkeler	Uygulanan GOPP Sayısı	Diğer Politikaların Uygulanma Sayısı
İsveç	7	8
Güney Kore	6	5
ABD	5	8
Macaristan	5	7
Avustralya	5	5
İngiltere	4	8
Japonya	4	5
Sırbistan	4	5
Endonezya	4	5
Yeni Zelanda	4	3
Polonya	4	4
Çin	3	6
Peru	3	6
Brezilya	3	5
Kanada	3	6
Romanya	3	5
İsrail	3	5
Norveç	3	5
Türkiye	2	9
Şili	2	4
İzlanda	2	6
Filipinler	1	4
Kolombiya	1	3
Meksika	0	7
Tayland	0	6
Güney Afrika	0	6
Çek Cumhuriyeti	0	4

Tablo 2.5'in daha net bir şekilde görülebilmesi için oluşturulan Grafik 2.1'de ülke grupları üçgen, kare ve elips içine alınarak gösterilmiştir. Geleneksel olmayan para politikaları ile diğer politikaları tamamlayıcı şekilde kullanan ülkeler üçgen içine alınarak, geleneksel olmayan para politikalarını hiç kullanmayan ya da az kullanan ama diğer politikaları çok kullanan ülkeler elips içine alınarak gösterilmiştir. Hem geleneksel olmayan politikaları hem de diğer politikaları orta düzeyde kullanan ülkeler kare içerisinde gösterilmiş ve dairelerin daha büyük olması yoğunlaşmanın bu ülke grubunda gerçekleştiğini göstermektedir.



Grafik 2.1. Ülkelerin GOPP ve Diğer Politikalarının Karşılaştırılması

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARI

Küresel krizle birlikte gelişmiş ülkelerin uyguladığı miktarsal genişleme programları, gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarında oynaklığın artmasına neden olmuştur. Sermaye akımlarındaki oynaklık, gelişmekte olan ülkelerde makroekonomik ve finansal istikrarı tehdit etmenin yanı sıra, şoklara karşı süratli bir şekilde tepki verilebilmesine imkân tanıyan, daha esnek politika arayışlarını gündeme getirmiştir.

Küresel finansal kriz ayrıca finansal istikrarın, fiyat istikrarı kadar önemli olduğunu, fiyat istikrarının, finansal istikrarın sağlanması için gerekli ancak yeterli olmadığını göstermiştir. Küresel kriz öncesi dönemde özellikle gelişmiş ülkelerde uygulanan politikalar, enflasyonu düşük seviyelerde tutmayı başarsa da, borçluluk oranlarının ve varlık fiyatlarının aşırı artmasına engel olamamış, sonuç olarak finansal istikrar bozulmuş ve tarihin en derin finansal krizi yaşanmıştır. Bu gelişmeler, merkez bankalarının finansal istikrara ilişkin görevlerin yeniden gözden geçirmelerine neden olmuştur.

Merkez bankaları kısa vadeli faiz oranlarını değiştirerek bankalar arası para piyasalarında geçerli olan faiz oranını etkilemekte ve böylece uzun vadeli faiz oranlarının seviyesini belirlemektedir. Dolayısıyla, politika faizlerindeki değişimin etkisi zamana yayılmakta, tüketim ve yatırım kararlarına yansımaya da gecikmeli olarak gerçekleşmektedir. Bu noktada akla tek bir para politikası aracı ile çok sayıda hedefe ulaşmaya çalışmaktansa neden birden fazla para politikası aracının kullanılmadığı sorusu gelmektedir.

Bu bölümde TCMB'nin küresel finansal kriz sonrasında uyguladığı politikalar ve kullandığı para politikası araçları detaylı olarak incelenmektedir. TCMB'nin küresel krizin etkilerini öncelikle hafifletmek daha sonra ortadan

kaldırmak için radikal politikalar uygulamayı tercih ettiği ve TCMB'nin kullandığı politika araçlarının diğer ülkelere örnek teşkil edecek nitelikte olduğu söylenebilmektedir.

3.1. TCMB Uygulamaları

Küresel finansal krizin öncesinde ve sonrasında ABD, Türkiye ve Avrupa'da yaşanan önemli gelişmeler ve alınan kararlar ile politika önlemleri kronolojik sıra içinde Tablo 3.1'de gösterilmektedir.

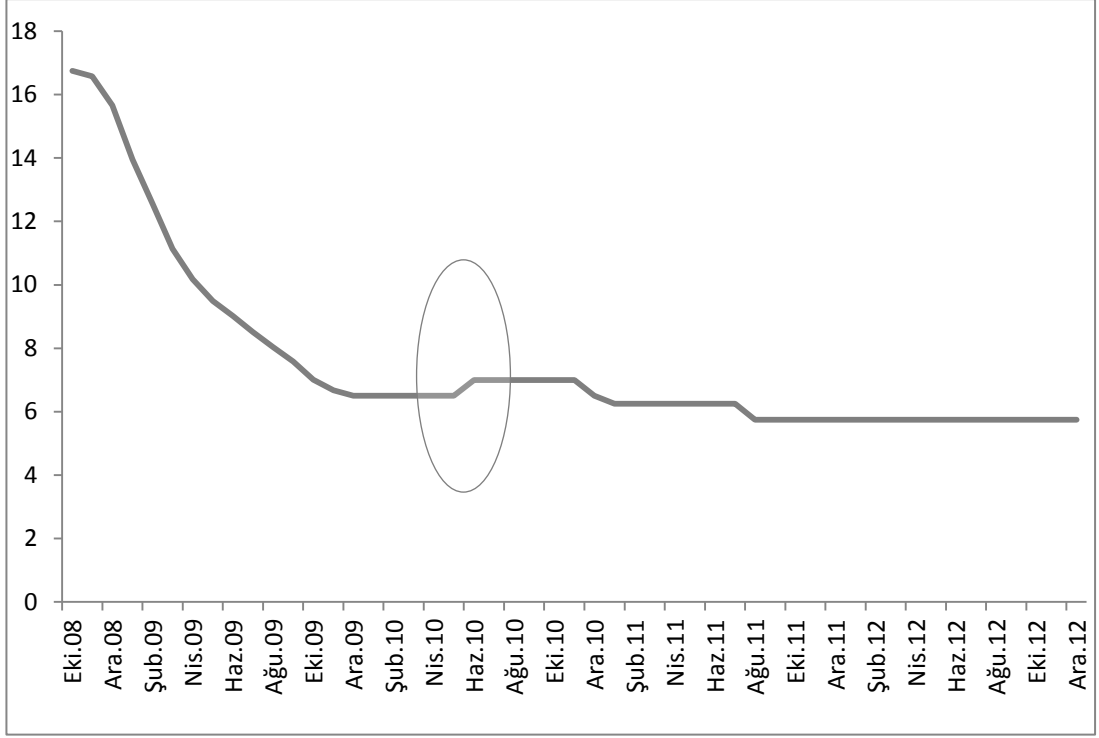
TABLO 3.1. KRİZ DÖNEMİ GELİŞMELERİ

2002-2005	Örtük Enflasyon Hedeflemesi
01.Oca.06	Açık Enflasyon Hedeflemesine geçiş
18.Nis.06	Durmuş Yılmaz'ın Başkan atanması
01.Haz.08	TCMB enflasyon hedefi revizyonu
07.Eyl.08	Fannie Mae and Freddie Mac'in ABD hükümeti tarafından kurtarılması
15.Eyl.08	Lehman Brothers'ın iflası
02.Eki.08	Kurtarma paketinin ABD Senatosu tarafından onaylanması
22.Eki.08	TCMB'nin parasal genişleme ve faiz indirim sürecinin başlaması
25.Kas.08	Fed'in, Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme İmkanını uygulamaya koyması
25.Kas.08	Fed 1. Miktersal Genişleme Programı
05.Ara.08	YP zorunlu karşılıklara ödenen faize son verilmesi
20.Şub.09	Döviz Depo Piyasalarında bankaların Merkez Bankasından alabilecekleri döviz depolarının vadesi 1 aydan 3 aya uzatılması
19.Haz.09	3 ay vadeli repo ihalelerine başlanması
10.Ara.09	Yunanistan'ın borcunun tarihin en yüksek seviyesine ulaşması ve Avrupa Borç Krizi
17.Ara.09	TCMB'nin parasal genişleme ve faiz indirim sürecinin sona ermesi
23.Ara.09	TCMB'nin, DİBS alım ihalelerine başlaması
08.Oca.10	Herhangi bir zorunlu karşılık döneminde bulundurulması gereken Türk parası zorunlu karşılıkların %10'una kadarlık kısmının bir sonraki dönemde tutulmasına, fazla tutulan kısmının ise bir sonraki dönem yükümlülüklerine sayılmasına imkân tanınması
01.Şub.10	Ticari Varlık Fonlama İmkânı, Ticari Varlığa Dayalı Para Piyasası Yatırım Ortaklığı Likidite İmkânı, Fed ile doğrudan işlem yapma ve hazine ihalelerine katılma yetkisine sahip menkul değer aracı kurumu kredi imkanı ve Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme İmkânı programlarının Fed tarafından sonlandırılması
14.Nis.10	TCMB'nin, Para Politikası Çıkış Stratejisini uygulamaya başlaması
08.May.10	Yunanistan'ı Kurtarma Paketi (100 milyar dolarlık)
10.May.10	AB Konseyi ve üye ülkeler Avrupa'nın finansal istikrarını korumak için Avrupa Finansal İstikrar Mekanizmasını içeren kapsamlı önlemler paketi oluşturulması
18.May.10	Bir hafta vadeli repo oranının politika faiz oranı olmasına karar verilmesi
23.Eyl.10	TL zorunlu karşılıklara ödenen faize son verilmesi
15.Eki.10	Merkez Bankasının Döviz Depo Piyasasındaki aracılık işlemlerine son verilmesi
15.Eki.10	Üç ay vadeli repo ihalelerine son verilmesi
03.Kas.10	Fed 2. Miktersal Genişleme Programı
01.Ara.10	Faiz Koridoru Uygulamasına başlanması
17.Ara.10	TL zorunlu karşılıkların vade yapısına göre farklılaştırılması
17.Ara.10	Zorunlu karşılık tabanının genişletilmesi (Bankaların, TCMB ve birbirleriyle gerçekleştirdikleri repo işlemlerinden sağlanan fonlar dışında kalan yurt içi ve yurt dışı tüm repo işlemlerinden sağladıkları fonlar da zorunlu karşılığa tabi tutularak zorunlu karşılık tabanı genişletilmiştir.)
05.Oca.11	Avrupa Finansal İstikrar Mekanizmasının kurulması
19.Nis.11	Erdem Başçı'nın Başkan olarak atanması

21.Nis.11	YP zorunlu karşılıkların vade yapısına göre farklılaştırılması
05.Ağu.11	Zorunlu Karşılık Tebliğinde değişiklik yapılması (Repo işlemlerinden sağlanan zorunlu karşılığa tabi fonlar, 14 günde bir cuma günleri yerine iki yükümlülük dönemi arasındaki tüm günlerin ortalaması alınmak suretiyle hesaplanarak zorunlu karşılığa tabi yükümlülükler dahil edilmiştir.)
12.Eyl.11	Rezerv Opsiyon Mekanizması kullanılmaya başlanmıştır. 2011/10 sayılı Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ'de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ ile bankalara, 16 Eylül 2011 tarihli yükümlülük cetvelinden geçerli olmak üzere Türk lirası yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların %10'una kadar olan kısmını ABD doları ve/veya euro cinsinden tesis edebilme imkânı getirilmiştir.
12.Eyl.11	Zorunlu karşılık tabanının genişletilmesi (Altın depo hesapları zorunlu karşılığa tabi yükümlülükler dahil edilmiştir.)
29.Ara.11	İstisnai Dönem Uygulaması ve Ek Parasal Sıkılaştırma Politikasının Başlaması
13.Eyl.12	Fed 3. Miktersal Genişleme Programı
20-21.Eyl.12	Fed, Vade Uzatma Programının (Operation Twist) başlatılması
19-20.Haz.12	Fed Vade Uzatma Programının genişletilmesi

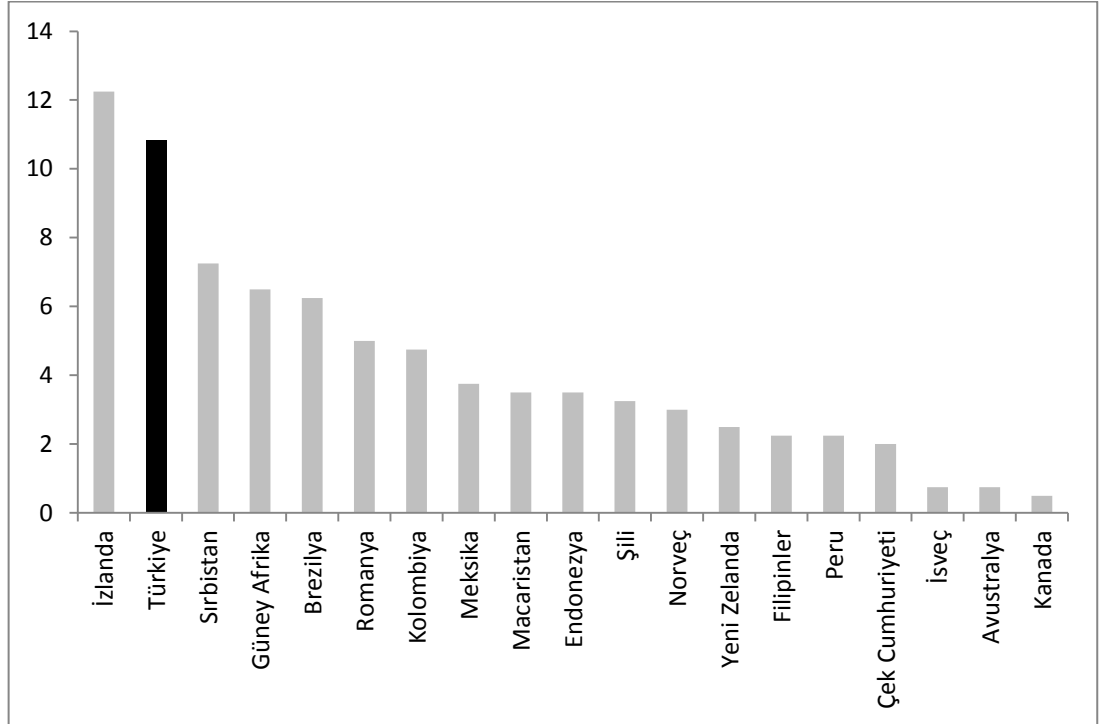
TCMB, 2002-2005 yılları arasında kısa vadeli faiz oranlarının temel politika aracı olarak kullanıldığı örtük enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya başlamıştır. Bu politika, açık enflasyon hedeflemesi rejimi için bir geçiş süreci içermektedir ve bu süre zarfında, enflasyon hedeflemesinin operasyonel gerekleri yerine getirilirken, para politikasının kredibilitésinin sağlanması ve makroekonomik istikrarın tesisine çalışılmıştır. 2005 yılı itibarıyla enflasyon hedeflemesi rejimi için gerekli ön koşulların sağlanarak, 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmiştir.

TCMB, Türkiye'nin yakın geçmişte yaşadığı 1994 ve 2001 krizlerinden kazandığı deneyimler sayesinde küresel kriz sürecinde hızlı ve etkili kararlar alarak, krizin olumsuz etkilerini en aza indirmeye çalışmıştır. 2008 yılı Kasım ayında parasal genişleme sürecini başlatan TCMB, gelişmekte olan ülkeler içinde faiz indirimlerine en erken başlayan merkez bankalarından biri olmuştur. Her ne kadar 2009 yılının ikinci yarısından itibaren talepte canlanma ve ekonomide toparlanma belirtileri görülse de, belirsizliklerin halen devam ettiğini düşünen TCMB, ekonomik toparlanmanın beklenenden daha çok zaman alacağı düşüncesiyle faiz indirimlerine devam etmiştir (Grafik 3.1). Bu kapsamda, faiz indirimlerine başlanılan Kasım 2008 Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısından Eylül 2012'ye kadar politika faizleri yaklaşık 10 yüzde puan indirilmiştir. Böylece, Kasım 2008-Eylül 2012 döneminde Türkiye, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler arasında İzlanda'dan sonra en fazla faiz indirimine giden ülke olmuştur (Grafik 3.2).



Grafik 3.1. TCMB Politika Faiz Oranlarının Seyri¹⁶

Kaynak: TCMB, 2012



Grafik 3.2. Kasım 2008-Eylül 2012 Faiz Oranlarındaki Azalış

Kaynak: Bloomberg ve TCMB, 2012

¹⁶ Grafik 3.1'de daire içine alınarak vurgulanan alan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının para politikası açısından politika faiz oranı niteliği kazandığı Mayıs 2010'u göstermektedir.

Türkiye’de küresel krizden sonra sermaye girişlerinin kalitesinin bozulması ve küresel risk iştahındaki değişimler ekonominin kırılganlığını artırmış ve 2010 yılının son çeyreğinden itibaren cari açık temel olarak kısa vadeli sermaye ve portföy yatırımlarıyla finanse edilmiştir. Türkiye’nin geçmiş tecrübelerine bakıldığında sermaye akımlarındaki oynaklığın makroekonomik istikrar konusunda önemli rol oynadığı, 1994, 2001 ve 2008 krizlerinde iktisadi faaliyetlerdeki sert daralmanın hep sermaye akımlarındaki ani azalma ile birlikte gerçekleştiği görülmüştür. Cari açığın finansmanının oldukça kısa vadeli ve oynak olması, küresel risk iştahındaki ani değişimlere karşı ekonominin dayanıklılığını artırma konusunda daha esnek bir yaklaşımın önemini ortaya koymaktadır.

2001 yılında yeniden düzenlenen kanun ile TCMB, fiyat istikrarı temel amacına ek olarak finansal istikrarı da sağlayıcı gerekli tedbirleri almakla görevlendirilmiştir. Finansal istikrarı da dikkate alan bir parasal otorite için bazen politika faiz oranlarının kullanılması tek başına yeterli olmamakta, bazı dönemlerde kredileri ve döviz kurunu farklı şekillerde etkilemek ihtiyacı doğabilmektedir. Sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde finansal istikrarın sağlanabilmesi için kredilerin yavaşlatılması ve yerli paranın değerinin fazla sapmasının engellenmesi önem taşımaktadır. Böyle durumlarda kredilerin yavaşlatılması için, faizlerin artırılması politikası sermaye girişini hızlandırıp yerli paraya olan talebi arttıracığından yerli para değer kazanacaktır. Dolayısıyla, hem kredilerin hem de döviz kurunun istenilen yönde hareket etmesi için parasal otoritenin kullandığı kısa vadeli faizler yeterli olmamakta, başka araçların da devreye sokulması gerekebilmektedir.

TCMB, küresel kriz döneminde döviz piyasalarına ve bankacılık sistemi döviz likiditesine yönelik bazı tedbirler almıştır. TCMB, krizin başlangıç aşamalarında likiditenin bankacılık sisteminde kalması amacıyla döviz alım ihalelerine ara vermiş, döviz piyasalarının derinliğinin azalmasına bağlı olarak sağlıksız fiyat oluşumlarının gözlenmesi üzerine de döviz satım ihaleleri düzenlemiştir. Ekim 2008’de TCMB, döviz depo aracılık faaliyetlerine yeniden başlamış ve bankaların Döviz Depo Piyasalarındaki işlem yapabilme limitlerini kademeli olarak arttırmıştır. Ayrıca, söz konusu borçlanma limitleri

çerçevesinde bankaların alabilecekleri döviz depolarının vadesi öncelikle bir haftadan bir aya uzatılırken daha sonra Şubat 2009'da bir aydan üç aya uzatılmıştır. Kriz döneminde ara verilen rezerv biriktirme amaçlı döviz alım ihaleleri ise, küresel ekonomiye ilişkin olumlu beklentilerin etkisiyle risk iştahının tekrar güçlenmesi ve döviz piyasasının görece bir istikrara kavuşması üzerine 4 Ağustos 2009 tarihinden itibaren tekrar başlatılmıştır.

TCMB küresel kriz döneminde, Türk Lirası (TL) piyasalara yönelik olarak da bazı tedbirler almıştır. TCMB'nin kriz döneminde uyguladığı TL'ye yönelik parasal tedbirlerin ilk kısmını, krizin para piyasaları üzerinde oluşturduğu belirsizliği gidermeye yönelik uygulamalar oluşturmuştur. Bu çerçevede, gecelik faiz oranlarındaki potansiyel oynaklığı azaltmak amacıyla, TCMB borçlanma ve borç verme faiz oranları aralığı daraltılmış, para piyasalarında olası tedirginlikleri azaltmak amacıyla da piyasanın ihtiyacından daha fazla fonlama yapılmıştır. Bu çerçevede ortaya çıkan likidite fazlası ise gün sonunda gecelik işlemlerle sterilize edilmiştir.

Parasal tedbirlerin ikinci kısmını, likidite düzeyindeki kalıcı azalış göz önüne alınarak kredi piyasasını desteklemek amacıyla yapılan düzenlemeler oluşturmuştur. Bu çerçevede, 19 Haziran 2009'da, piyasadaki net likidite açığının artması ve likidite açığının kalıcı olma ihtimalinin yükselmesi üzerine kredi mekanizmasının etkin işleyişini desteklemek amacıyla üç ay vadeli repo ihalelerine başlanmıştır. 16 Ekim 2009'da, piyasadaki likidite açığının kalıcılığının netleşmeye başlaması üzerine, kredi mekanizmasının desteklenmesi amacıyla TL zorunlu karşılık oranı indirilmiştir.

Parasal tedbirlerin son kısmını ise para politikası kararları oluşturmuştur. Küresel krizin derinleşmesinin ardından enflasyonda hızlı bir düşüş olacağı öngörülerek Kasım 2008'den itibaren TCMB politika faiz oranlarında hızlı indirimlere gitmiş ve borçlanma faiz oranını %16,75'ten %6,50 düzeyine kadar indirmiştir.

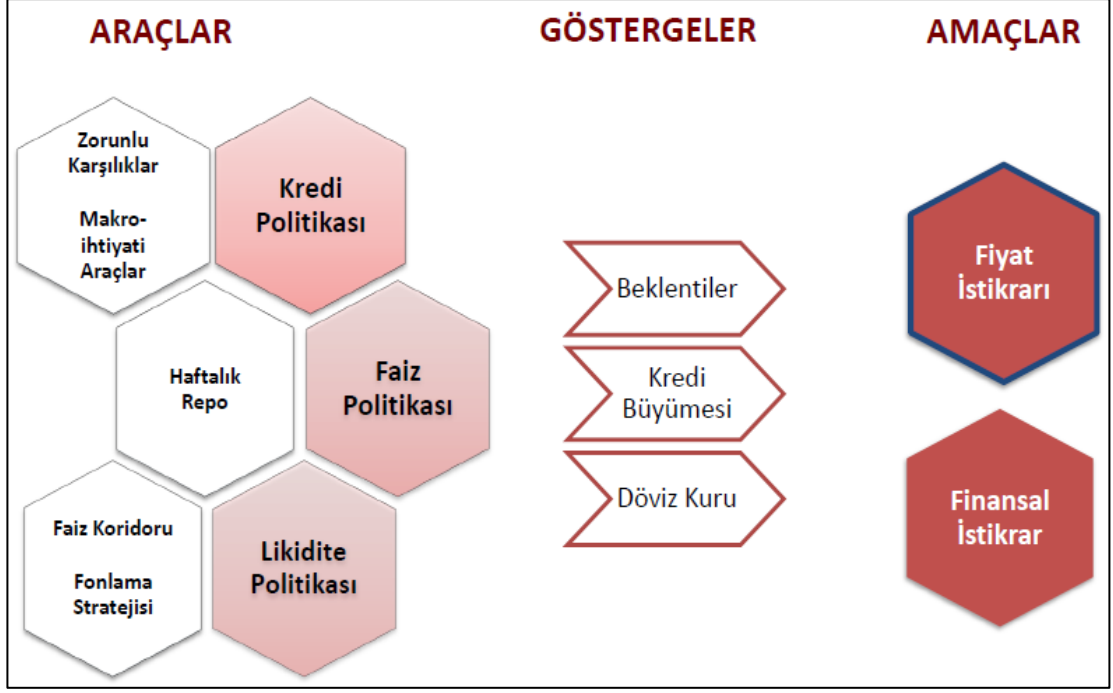
Küresel kriz döneminde, özellikle gelişmiş ülkelerde uygulanan gevşek para politikaları ile genişleyici maliye politikalarının gereğinden fazla uzun sürdürülmesi, bir yandan dengesizliklere yol açma ihtimali taşırken,

diğer taraftan enflasyon risklerini artırmaktaydı. Dolayısıyla birçok merkez bankası, krizin etkilerinin azalması ve ekonomide toparlanma sinyallerinin güçlenmesi ile birlikte çıkış stratejileri üzerinde durmaya başlamıştır.

TCMB de 14 Nisan 2010 tarihinde, kredi piyasasında gözlenen olumlu gelişmeleri ve iktisadi faaliyetteki toparlanma eğilimini de dikkate alarak, kriz sürecinde başvurulmuş likidite önlemlerinin geri alınmasını ve para politikasının operasyonel çerçevesinin normalleştirilmesini içeren çıkış stratejisini açıklamıştır. Böylece, TCMB, kriz döneminde devreye sokulan geçici likidite desteklerini geri çekmiş, piyasaya ihtiyacından fazla sağlanan likiditeyi kademeli olarak azaltmıştır. Türkiye, gerek çok güçlü ve iyi denetlenen bankacılık sistemi gerekse geçmiş krizlerin tecrübeleri sonucunda oluşturulan her koşula uygun, esnek ve etkin likidite yönetimi ile küresel kriz dönemine oldukça hazırlıklı girmiş, ilave radikal önlem alma gereğini azaltmış ve kriz sırasında Merkez Bankası bilançosunun yapısı bozulmamıştır. Dolayısıyla, Merkez Bankası'nın kriz döneminden çıkış stratejisi birçok merkez bankasınıninkine göre çok daha kolay olmuştur.

Bu çerçevede, TCMB, fiyat istikrarını sağlama ve sürdürme temel amacı ile çelişmemek ve kuruluş kanunu ile tanımlanan finansal istikrarı sağlayıcı tedbirleri almak görevi doğrultusunda, 2010 yılının sonlarından itibaren araç çeşitliliğine giderek krediler ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkileyebileceği bir çerçeve oluşturmuştur. TCMB öncelikle, uygulamakta olduğu enflasyon hedeflemesi rejiminin yüksek düzeyli şoklara karşı gerekli önlemleri alma konusunda önemli bir esneklik sağlaması sebebiyle, küresel kriz sonrası yeni bir para politikası stratejisi oluşturarak esnek enflasyon hedeflemesi uygulamaya başlamıştır. Bu yeni yapı çerçevesinde, TCMB birden fazla amaca ulaşmaya yönelik olarak para politikası araçlarını çeşitlendirerek politika faizinin yanı sıra likidite yönetimi, gecelik borç alma ve borç verme faizleri arasında oluşan faiz koridorunun ve zorunlu karşılıkların bir arada kullanıldığı bir politika bileşimi tasarlamıştır (Tablo 3.2).

TABLO 3.2. TCMB YENİ POLİTİKA ÇERÇEVESİ



Kaynak: TCMB, 2012

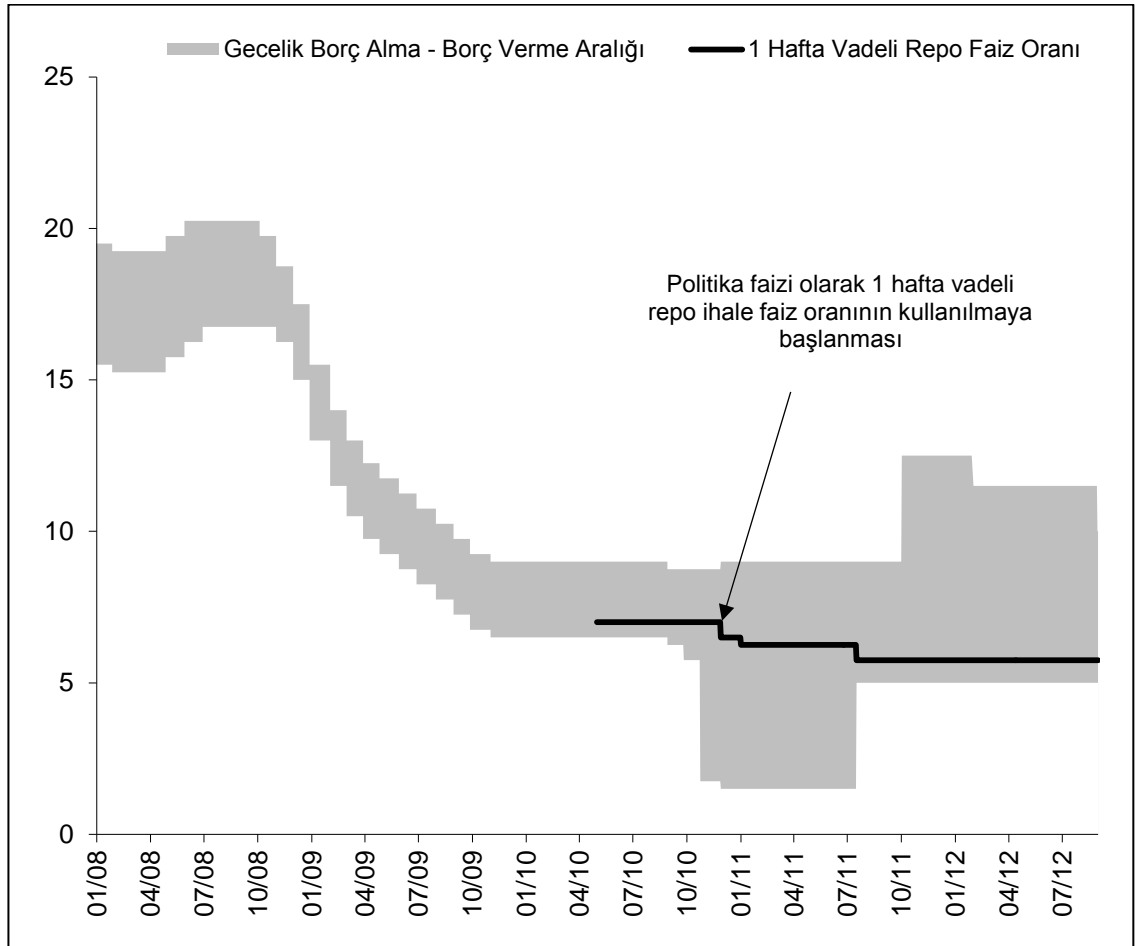
Tablo 3.2'den görüldüğü gibi, kredi politikaları zorunlu karşılıklar ve makro-ihiyati araçlar ile, faiz politikaları haftalık repo oranı ile, likidite politikaları ise faiz koridoru ve fonlama stratejisi araçları ile uygulanmaktadır. Bundan sonraki bölümde, bu geleneksel olmayan para politikası araçlarının Türkiye'de nasıl kullanıldığı hakkında detaylı bilgi verilecektir.

3.1.1. Faiz Koridoru

Ekonomideki belirsizliklerin ortadan kaldırılması ve sermaye akımlarındaki dalgalanmaların döviz kuru ve ekonominin geneli üzerindeki olumsuz etkilerinin yumuşatılmasının amaçlandığı "Faiz Koridoru", TCMB'nin gecelik borç verme ve borç alma faizinin arasında kalan aralık olarak tanımlanmaktadır. Borç verme faiz oranı, bir bankanın geçici likidite sıkışıklığına düşmesi halinde merkez bankasından kısa vadeli borçlanmak için ödemeyi kabul ettiği faiz oranını ifade ederken, borç alma faiz oranı ise bir bankanın faiz getirisi sağlamak için sahip olduğu likidite fazlasını merkez bankasına mevduat şeklinde yatırması durumunda almayı kabul ettiği faiz oranını ifade etmektedir. Söz konusu yapının bir gereği olarak piyasa faizleri faiz koridorunun içinde oluşmaktadır. Öte yandan, mevcut yapıda, TCMB

piyasayı fonlamayı bir haftalık repo aracılığıyla yaptığından bir hafta vadeli repo fonlama faizi “politika faizi” olarak adlandırılmaktadır. Politika faiz oranı ve faiz koridoru her ay PPK toplantısında gözden geçirilerek kamuoyuna ilan edilmektedir.

Faiz koridoru genellikle kendi başına bir araç olmaktan ziyade piyasa faizlerinin politika faizinden belirgin şekilde sapmasını engellemek amacıyla kullanılmaktadır. Bu doğrultuda faiz koridoru politika faizi etrafında simetrik ve (genelde değişmeyen) dar bir bant olarak tanımlanmakta, diğer bir ifadeyle pasif bir rol üstlenmektedir. TCMB ise gerekli gördüğünde faiz koridorunun genişliğini ayarlayabilmekte, bunu yaparken de koridoru politika faizi etrafında asimetrik bir şekilde oluşturabilmektedir. Bu sebeple, TCMB'nin faiz koridorunu aktif bir araç olarak kullandığı söylenebilmektedir(Grafik 3.3).



Grafik 3.3. TCMB Faiz Koridoru

Kaynak: TCMB, 2012

TCMB gecelik piyasa faizlerinin borç alma ve borç verme oranının oluşturduğu koridorun içerisinde kalacak şekilde dalgalanmasına izin vermekte ve bu da bankaların fonlama maliyetlerine dair belirsizlik ve faiz riski yaratmaktadır. Güçlü sermaye akımları olduğu zamanlarda faiz koridoru aşağı doğru genişletilerek kısa vadeli spekülasyon hareketleri engellenmekte ve ucuz likidite yoluyla sağlanan kredi büyümesi sınırlandırılmaktadır. Benzer şekilde, küresel sermaye akımlarının yavaşladığı ve kur oynaklığının arttığı dönemlerde de faiz koridoru yukarı yönde genişletilmektedir. Özetle, 2010 yılının sonlarından itibaren uygulanan para politikasında faiz koridoru önemli bir rol üstlenmiştir. Sistemin bu şekilde tasarlanması, küresel ekonomide süregelen belirsizliklere ve risk iştahındaki ani değişimlere karşı süratli bir şekilde yanıt verebilme gereksiniminden kaynaklanmaktadır.

3.1.2. Likidite Yönetimi

Merkez Bankası'nın 2001 yılında Kamu ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) bünyesindeki bankalardan satın aldığı Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) ve daha sonraki yıllarda ise yoğun döviz alışları nedeniyle oluşan likidite fazlası Mayıs 2008'e kadar, Mayıs 2008'de başlayan likidite sıkışıklığı da 2008 yılının sonuna kadar devam etmiştir. Merkez Bankası 2008 yılına kadar olan fazla likiditeyi TL depo işlemleri ve ters repo işlemleri ile gecelik vadede piyasadan çekerken, Mayıs 2008 sonrasındaki likidite ihtiyacını da bir hafta vadeli repo ihaleleri ile karşılamaya çalışmıştır.

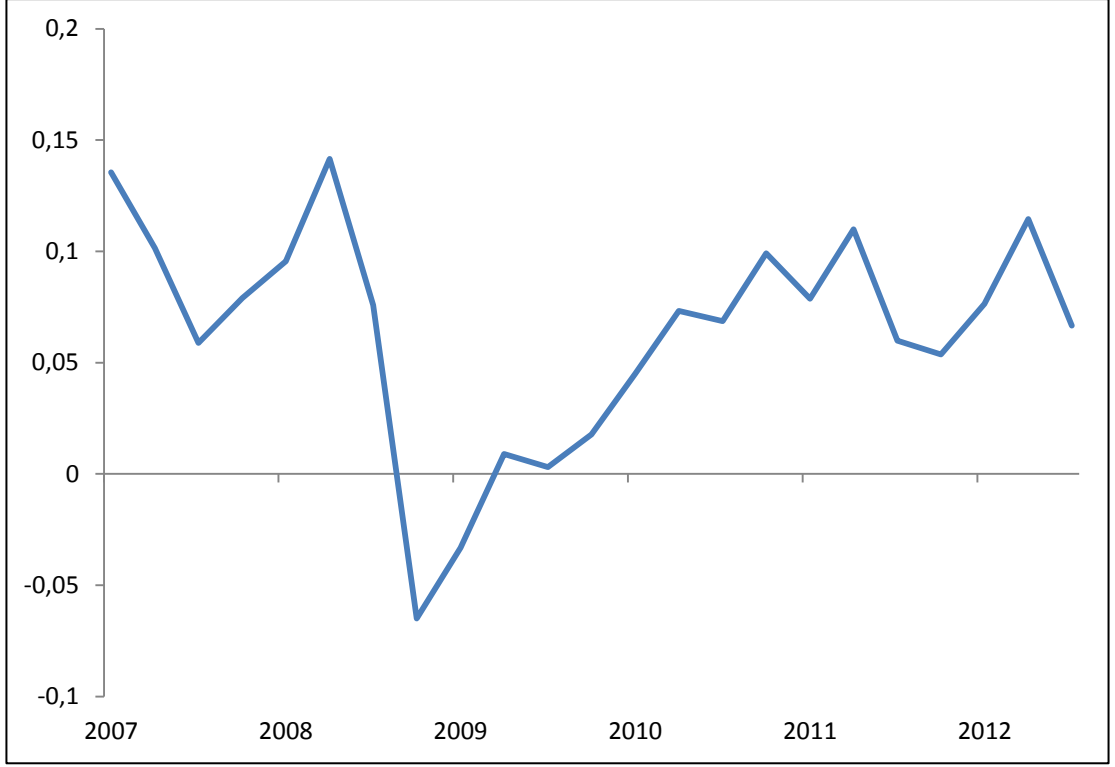
Likidite düzeyine bağlı olarak, TCMB'nin kullandığı araçların çeşitlendirilmesi ya da vadelerinin uzatılması likidite yönetiminin etkinliğini artıran bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Piyasadaki likidite fazlası ya da açığı makul düzeylerde olduğu sürece, likidite yönetiminin gecelik ya da bir hafta vadeli açık piyasa işlemleri ile yürütülmesi yeterli olmakta, ancak, likidite fazlası ya da açığı aşırı düzeylere ulaştığında durum farklı olmaktadır. Likidite fazlasının aşırı düzeylere ulaşması sonucu, bankalar kredi koşullarını gevşeterek kredilerin arzu edilenden daha hızlı artmasına neden olabilmektedir. Likidite açığının aşırı düzeylere ulaşması halinde ise bankalar aşırı temkinli davranabilmekte, kredi koşulları sıkılaşmakta, bu da para politikasının etkililiğini azaltmaktadır.

14 Nisan 2010 tarihli “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikası Çıkış Stratejisi” duyurusu ile açıklanan çıkış stratejisinin ilk aşamasında, kriz süresince etkin olarak kullanılan “piyasanın ihtiyacından daha fazla fonlanması” şeklindeki politika çerçevesinde arz edilmekte olan likidite miktarı aşamalı olarak azaltılmıştır. Piyasanın ihtiyacından daha fazla yapılan fonlamanın azaltılması sonucu bir hafta vadeli repo ihale faiz oranları yükselmeye başlamış, bunun üzerine, çıkış stratejisinin ikinci aşamasına geçilerek, 18 Mayıs 2010 tarihli Kurul kararı ile teknik faiz ayarlaması sürecine girilmiştir. Bu tarihten sonra bir hafta vadeli repo ihaleleri sabit faiz oranından miktar ihalesi yöntemiyle gerçekleştirilmeye başlanmış, böylece bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı para politikası açısından politika faiz oranı niteliği kazanmıştır.

3.1.3. Zorunlu Karşılıklar

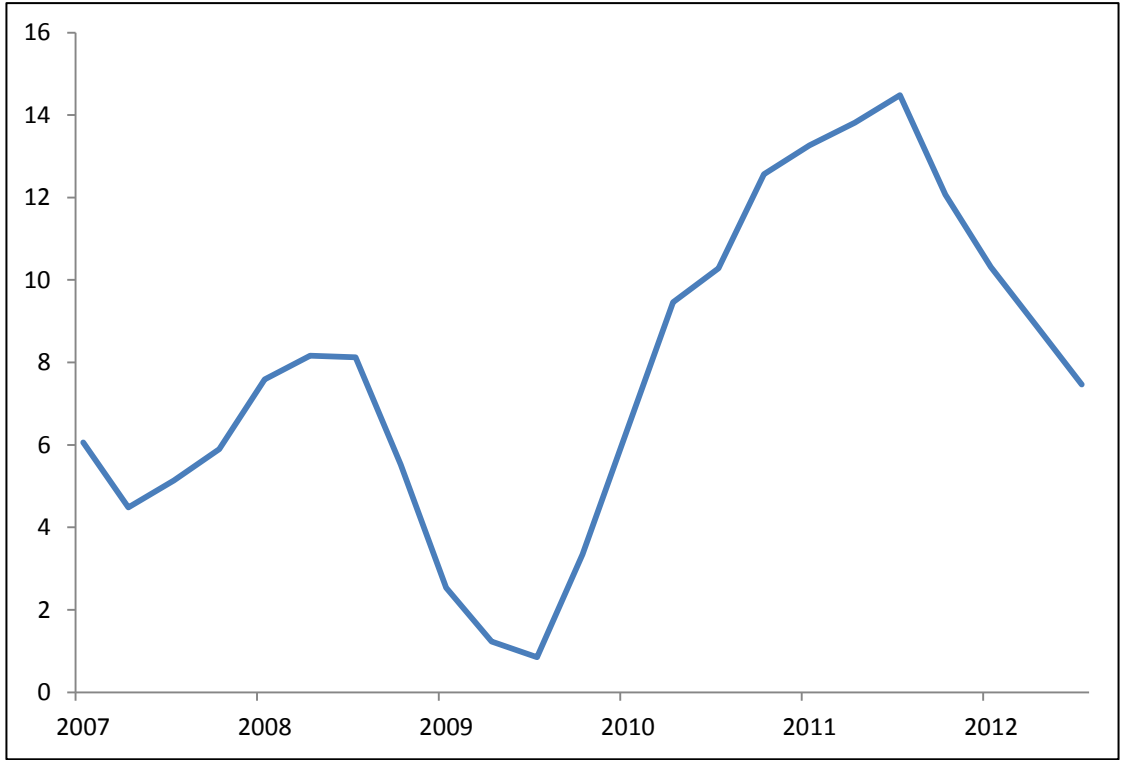
Bankaların ve diğer finansal kuruluşların çoğunlukla mevduat ve benzeri yükümlülüklerinin belirlenen bir orandaki kısmının merkez bankası nezdinde tutulmasıyla uygulanan bir para politikası aracı olan zorunlu karşılıklar, Türkiye’de de yoğun olarak kullanılan bir araç olarak karşımıza çıkmaktadır. Zorunlu karşılıklar sermaye akımlarını artırmadan sıkılaştırıcı para politikası uygulama imkânı tanıdığından, küresel finansal kriz sonrası dönemde Merkez Bankası açısından elverişli bir araç niteliği taşımaktadır.

Son dönemde Türkiye’ye gelen sermaye miktarındaki artışın yarattığı ucuz ve bol borçlanma imkânları, kredi hacmindeki değişimin GSYİH’ye oranında hızlı artışlara neden olmuştur (Grafik 3.4 ve Grafik 3.5). Bu doğrultuda TCMB, zorunlu karşılık oranlarını kredi artış hızını yavaşlatmak amacıyla aktif biçimde kullanmaya başlamıştır. Öte yandan kredilerdeki ve kısa vadeli sermaye girişlerindeki artışlar bankacılık sisteminin aktif ve pasiflerine ilişkin vade uyumsuzluğunu da gündeme getirmektedir. Bu bağlamda TCMB, bankacılık sisteminin pasif vadesinin uzatılması amacıyla zorunlu karşılık oranlarında vadelere göre farklılaşmaya gitmiştir.



Grafik 3.4. Türkiye'ye Sermaye Girişleri/GSYİH

Kaynak: TCMB, 2012



Grafik 3.5. Türkiye'de Kredi Hacmindeki Değişim/GSYİH

Kaynak: TCMB, 2012

Zorunlu Karşılıklara Faiz Ödenmesi: TCMB, zorunlu karşılık oranlarının makroekonomik ve finansal riskleri azaltıcı araçlardan biri olarak daha aktif bir şekilde kullanılabilmesini sağlamak amacıyla 5 Aralık 2008 tarihinde yabancı para zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına, 23 Eylül 2010 tarihinde de Türk parası zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son vermiştir.

Zorunlu Karşılık Oranların Vadeye Göre Farklılaştırılması: Türkiye bankacılık sektöründe genel olarak borçların vadesinin varlıkların vadesinden daha kısa olması, sektörü likidite ve faiz riskine maruz bırakarak bankacılık sisteminin şoklara karşı hassasiyetini artırması sebebiyle, 17 Aralık 2010 tarihinde TL zorunlu karşılık oranı, mevduatların vade yapısına göre farklılaştırılarak;

- Vadesiz, ihbarlı mevduatlar, özel cari hesaplar, 1 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları ve mevduat/katılım fonu dışındaki diğer yükümlülükler,

- 3 ve 6 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları,

- 1 yıla kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları,

- 1 yıl ve 1 yıldan uzun vadeli mevduatlar/katılma hesapları ile birikimli mevduatlar/katılma hesapları

farklı oranlara tabi tutulmuştur. Bu uygulama ile bankacılık sisteminde kaynakların vadesinin uzatılması yoluyla vade uyumsuzluğunun azaltılması ve finansal istikrarın desteklenmesi amaçlanmıştır.

Zorunlu Karşılık Tabanının Genişletilmesi: 17 Aralık 2010'da bankaların, TCMB ve birbirleriyle gerçekleştirdikleri repo işlemlerinden sağlanan fonlar dışında kalan yurt içi ve yurt dışı tüm repo işlemlerinden sağladıkları fonlar da zorunlu karşılığa tabi tutularak zorunlu karşılık tabanı genişletilmiştir. TL zorunlu karşılık oranında mevduatların vade yapısına göre farklılaştırma yapılması ve bankaların müşterileriyle yaptıkları repo işlemlerinden sağladıkları fonların zorunlu karşılık yükümlülüklerine dâhil edilmesiyle birlikte, parasal koşullarda sıkılaşma sağlanmış olacaktır.

2011/10 sayılı Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ’de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ ile de son dönemlerde hızlı artış gösteren altın depo hesapları da 12 Eylül 2011’de zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerle dâhil edilmiştir.

Zorunlu Karşılık Tebliğinde Değişiklik: 4 Ağustos 2011 tarihinde yapılan PPK toplantısında belirlenen strateji çerçevesinde repo faiz oranlarındaki dalgalanmaların azaltılmasına katkı yapmak amacıyla Zorunlu Karşılık Tebliğinde değişiklik yapılmıştır. Buna göre, repo işlemlerinden sağlanan zorunlu karşılığa tabi fonlar, 14 günde bir cuma günleri yerine iki yükümlülük dönemi arasındaki tüm günlerin ortalaması alınmak suretiyle hesaplanarak zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerle dâhil edilmiştir.

Küresel kriz sonrası dönemde kullanımı artan zorunlu karşılık uygulaması enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerde genel olarak zorunlu karşılık oranının arttırılıp azaltılması şeklinde uygulanmıştır. İkinci bölümde bahsedildiği üzere, zorunlu karşılık uygulamasında çeşitlendirmeye giden ülkeler de sınırlı sayıda bulunmaktadır. Bu kapsamda TCMB, zorunlu karşılık oranlarını değiştirerek para piyasalarını etkilemenin yanı sıra dünyada örneği görülmemiş bir mekanizma oluşturup kullanmaya başlamıştır.

3.1.4. Rezerv Opsiyonu Mekanizması

2011/10 sayılı Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ’de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ ile bankalara, TL yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların %10’una kadar olan kısmını ABD doları ve/veya Avro cinsinden tesis edebilme imkânı getirilmiştir. Buna ek olarak, bankacılık sistemine esneklik sağlamak amacıyla, kıymetli maden depo hesapları için tutulması gereken zorunlu karşılıkların tamamına kadar olan kısmı ile kıymetli maden depo hesapları hariç yabancı para yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların %10’una kadar olan kısmının Merkez Bankası nezdinde “standart altın” cinsinden tutulabilmesine imkân sağlanmıştır.

Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM) da denilen bu mekanizma zorunlu karşılık uygulamalarına yeni bir perspektif kazandırırken, sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın makroekonomik ve finansal istikrar

üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlandırmak amacıyla geliştirilmiştir. ROM ile bankaların TL zorunlu karşılıklarının belirli bir yüzdesini yabancı para (YP) ve altın cinsinden tesis edebilmelerine imkân tanınmıştır. Bu imkânın hangi ölçüde kullanılacağı rezerv opsiyonu oranı (ROO) ile belirlenmektedir. Birim TL zorunlu karşılık başına tesis edilebilecek YP veya altın karşılığını belirleyen katsayılar ise Rezerv Opsiyonu Katsayısı (ROK) olarak tanımlanmaktadır.

Sermaye girişlerinin fazla olduğu dönemlerde yabancı para kaynaklara ulaşmanın daha kolay olması ve bu kaynakların maliyetinin diğer dönemlere kıyasla daha düşük olması sebepleriyle bankalar böyle dönemlerde bu imkânı daha fazla kullanmak istemektedirler. Dolayısıyla, ülkeye giren YP'nin bir kısmı, bankalarca zorunlu karşılık olarak kullanılmak üzere TCMB'ye aktararak piyasadan çekilmektedir. Bu durumda TL üzerindeki değerlenme baskısı sınırlandırılarak, ülkeye giren YP'nin krediye dönüşme oranı azaltılmaktadır. Buna ek olarak, sermaye akımlarının TL, döviz likiditesi ve kredilerde yol açabileceği oynaklık sınırlandırılabilir. Ayrıca imkânın daha fazla kullanılmasıyla birlikte bankalar TL likidite elde etmektedirler. Bu kapsamda ROM, sterilize edilmemiş döviz alım ihalesine benzeyen bir etki yapmakta, ancak döviz alım ihalesinden farklı olarak birim TL başına piyasadan daha fazla döviz likiditesi çekilmektedir (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012, s.5).

Sermaye çıkışlarının fazla olduğu dönemlerde ise yabancı para kaynaklara ulaşmada sorun yaşanması ve bu kaynakların fon maliyetlerinin daha yüksek olması sebepleriyle, bankalar imkânı daha az kullanmakta ve TCMB'deki rezervlerini azaltabilmektedirler. Bu da piyasaya döviz likiditesinin sağlanmasına neden olurken, bankaların TL likidite ihtiyaçlarını arttırmaktadır. Bu kapsamda ROM, sterilize edilmemiş döviz satım ihalesine benzemekte, ancak mekanizma sayesinde piyasaya birim TL başına daha fazla döviz likiditesi sağlanmaktadır.

İmkânın tamamıyla kullanıldığı durumlarda, TCMB piyasadan daha fazla döviz likiditesi çekmek için mevcut katsayıları değiştirebilmekte, ya da ROM'a yeni bir dilim ekleyebilmektedir. Yeni bir dilim eklenmesi durumunda

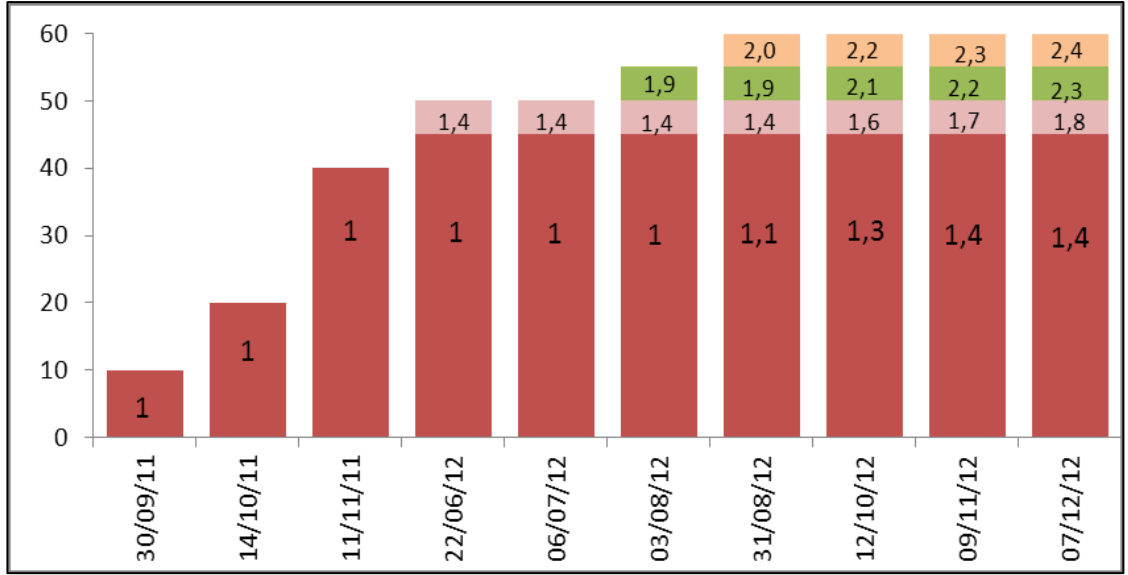
piyasaya TL cinsi likidite sağlanmakta, ancak mevcut katsayıların artırılması durumunda TL cinsi likidite miktarında değişiklik olmamaktadır.

Bu politika aracı temel olarak,

- Hızlı sermaye girişlerinden dolayı oluşabilecek kredi genişlemesinin sınırlandırılmasına,
- Özellikle yabancı para cinsinden verilebilecek kredi miktarının arz yönünden kısıtlanmasına,
- Hem genişletici hem de daraltıcı yönde kullanılarak kredilerin sermaye akımlarına olan duyarlılığının azaltılmasına,
- Kur oynaklığının azaltılmasına,
- TCMB brüt döviz rezervlerinin artırılmasına,
- Brüt rezervin özel sektör lehine artması sebebiyle rezervlerin daha etkin kullanımına yol açarak tüm finansal sistemin dayanıklılığını ve verimliliğini artırmaya

katkıda bulunacaktır.

TCMB, ROM'u temelde "otomatik dengeleyici" olarak kullanmak üzere tasarlamıştır. ROM yeni bir uygulama olduğundan aşamalı bir inşa stratejisi benimsenmiş, TL zorunlu karşılıkların döviz olarak tesis edilebilmesine Eylül 2011'de, altın olarak tesis edilebilmesine Ekim 2011'de imkân tanınmıştır. Söz konusu imkânlar, başlangıç aşamasında %10, daha sonra piyasa koşulları çerçevesinde kademeli olarak yükselterek Ağustos 2012'de döviz için %60, altın için %30 düzeyinde belirlenmiştir. TL yükümlülükler için tutulması gereken zorunlu karşılıkların döviz olarak tesisine ilişkin ROK muhtelif düzenlemeler ile ilk %40'lık ve izleyen %5'lik dilimler için 1,4 ve 2,4, altın olarak tutulabilmesine ilişkin ROK ise ilk %20'lik ve izleyen %5'lik dilimler için 1,3 ve 2,3 olarak artan bir şekilde belirlenmiştir (Grafik 3.6 ve Grafik 3.7).



Grafik 3.6. TL Zorunlu Karşılıkların Döviz Olarak Tesis Edilmesine İlişkin ROK'lar

Kaynak: TCMB, 2012



Grafik 3.7. TL Zorunlu Karşılıkların Altın Olarak Tesis Edilmesine İlişkin ROK'lar

Kaynak: TCMB, 2012

ROM ile bankalara TL zorunlu karşılıkları daha düşük maliyetle tesis etme imkânı sağlanmakla birlikte, bankaların bu imkânı ne ölçüde kullanmayı tercih edecekleri yabancı para ve TL kaynakların maliyetine göre değişebilmektedir. 8 Eylül 2012 rezerv opsiyonu katsayılarının artırılmasına ilişkin basın duyurusunda bankaların söz konusu imkandan yararlanma oranı %92,3, 18 Ekim 2012 tarihli basın duyurusunda bankaların söz konusu imkandan yararlanma oranı %89, 20 Kasım 2012 tarihli basın duyurusunda

ise bankaların söz konusu imkândan yararlanma oranı dövizde %90,5, altında %90,2 düzeyinde olduğu belirtilmiştir. Bu kapsamda, mevcut durumda bankaların söz konusu imkânları yüksek seviyelerde ve istikrarlı bir şekilde kullandığı görülmektedir.

3.1.5. İstisnai Gün Uygulaması

TCMB'nin haftalık repo ihalesi açmadığı günler istisnai gün olarak adlandırılmakta ve TCMB, bu günlerde doğrudan döviz satışları gerçekleştirebilirken, gün içi döviz satım ihaleleri de düzenleyebilmektedir. İstisnai gün uygulamasında TCMB, parayı piyasaya ihale metoduyla vermekte ve bankalar da piyasadaki sıkışıklığa göre taleplerini arttırmaktadır. Böylece ihaledeki oran faiz koridorunun üst sınırına yaklaşmaktadır. Bu uygulama ile dolaylı olarak faizlerin artmasını sağlayan TCMB, bu yolla kur üzerinde baskı oluşmasını ve TL'nin değer kazanmasını hedeflemekte, diğer yandan politika faizi değiştirilmeden geçici olarak faizler de yükseltilmiş olmaktadır.

Adı istisna olmasına rağmen TCMB'nin bu uygulamayı arka arkaya günlerde uyguladığı zamanlar da bulunmaktadır. Uygulamanın teknik etkileri kadar beklentilerin yönetilmesine sağladığı katkı da Merkez Bankası'nın hedefine ulaşmasına yardımcı olmaktadır.

“İstisnai” ilan ettiği günlerde TCMB, döviz kurunun hareketlerini spekülâtif baskıların etkiliyor olabileceği sinyalini vermektedir. Bankanın söz konusu gün içinde yarattığı görece likidite sıkışıklığı, kurun değeri üzerinde belirgin bir gün içi baskı oluşturmasa bile, piyasaların TCMB'nin duruşunu koruyacağını varsayması halinde spekülâtif baskılar sınırlanmaktadır. TCMB'nin bu uygulaması kurun seviyesine ilişkin bir taahhüde dayanmamakta, kur oynaklığının sınırlanması yoluyla finansal istikrarsızlık ve enflasyon bekleyişlerinin bozulması engellenmektedir. Bu gözlemden hareketle, politika araçları değişkenlik gösterebilmekle birlikte, Bankanın döviz kuruna yönelik bakış açısının kriz öncesi dönemle tutarlılık arz ettiği söylenebilmektedir.

3.1.6. Kaldıraç Uygulaması

Bankaların ve finansal sistemin yüksek borçlanmasından kaynaklanan risklerin birikmesinin sınırlandırılması konusunda sermaye yeterliliği katsayısının bazı dönemlerde yetersiz kalması destekleyici nitelikte bir araç olan kaldıraç oranının önemi arttırmaktadır. Basel III çerçevesinde ana sermayenin aktifler ve belirli dikkate alınma oranlarıyla bilanço dışı kalemler toplamına bölünmesi suretiyle elde edilen kaldıraç oranının, TCMB uygulamasında ana sermayenin toplam pasif ve belirli dikkate alınma oranlarıyla bilanço dışı kalemler toplamına bölünmesi suretiyle (Ana Sermaye / (Pasif Toplamı + Bilanço Dışı Kalemler)) hesaplanması planlanmaktadır.

Kaldıraç uygulaması için, 2011-2012 denetimsel izleme dönemi, 2013-2017 bankaların otoritelere raporlama dönemi olarak öngörülmektedir. 2015 yılında bankaların kaldıraç oranlarını kamuoyuna açıklaması beklenirken, 2017 yılına kadar sürecek olan paralel uygulama döneminde %3 oranı ile test edilmesi ve 1 Ocak 2018 tarihinden itibaren uluslararası alanda uygulamaya geçilmesi planlanmaktadır.

Finansal sistemin yüksek kaldıraçla çalışması halinde orta ve uzun vadede ekonomik tahribata yol açabilecek olması ihtimalinin ortadan kaldırılması ve yüksek kaldıraçla çalışmaktan kaynaklanabilecek risklerin ortaya çıkmadan önlenmesi için, kaldıraç oranlarını aşırı düzeylere çıkaran bankalara ek zorunlu karşılık uygulanabilecektir. Bu bağlamda TCMB, kaldıraç oranına dayalı politikaları aşamalı olarak uygulamaya koyacağını belirtmiştir.

Kaldıraç oranlarına göre uygulanacak zorunlu karşılık politikasına göre ilk aşamada, 2013 yılı son çeyrek ortalama kaldıraç oranı %3-3,5 arasında kalan bankalara 2014 yılından itibaren başlamak üzere üç kademedeki 1- 2 puan aralığında ilave olarak zorunlu karşılık yükümlülüğü getirilecektir. Sonraki yıllarda ilave olarak zorunlu karşılık oranı uygulanacak olan kaldıraç oranı üst limiti kademeli olarak %5'e artırılarak uygulanması ve bu seviyenin korunması planlanmaktadır.

Basel III çerçevesinde 2018 yılında uygulamaya konulacak olan kaldıraç oranlarının, bu dönem öncesinde hızla gerilemesinin önlenmesi, bankaların borç düzeyininin sınırlandırılması ve finansal istikrara katkıda bulunma amaçlarıyla kaldıraç oranı düşük bankalara ilave zorunlu karşılık yükümlülüğü getirilmesi öngörülmektedir. Bu geçiş sürecinde, iki farklı kaldıraç oranının oluşmasının önlenmesi ve uygulamada yeknesaklık sağlanması açısından BDDK ile işbirliği içinde çalışılacağı da TCMB tarafından dile getirilmektedir.

3.2. Diğer Ülkelere Kıyasla Türkiye Tecrübesi

Çalışmanın bu bölümünde Türkiye'nin 2008 yılından itibaren uyguladığı para politikası, Türkiye gibi kriz yaşamış ve gelişmekte olan ülkeler sınıfında yer alan ülkelerle karşılaştırılarak değerlendirilmektedir. 1994-95 yıllarında kriz yaşayan Meksika, 1997 Güney Doğu Asya Krizinden en çok etkilenen ülkeler Endonezya, Güney Kore ve Tayland ile 1999 yılında kriz yaşayan Brezilya incelenen ülkeler içinde yer almaktadır. Bölüm 2'de yer alan Tablo 2.3'ün bu ülkeler doğrultusunda daraltılması sonucunda Tablo 3.3'e ulaşılmaktadır.

TABLO 3.3. KRİZ YAŞAYAN ÜLKELERİN POLİTİKA TEDBİRLERİ¹⁷

	Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamaları							
	Faiz Koridoru	Kredi Genişlemesi	Miktarsal Genişleme	Faiz Taahhüdü	Vade Uzatımı	Teminat Çeşitlendirmesi	Zorunlu Karşılık Oranı	MB İşlemleri Katılımcı Banka Tabanı
BREZİLYA		X	X				X	
MEKSİKA								
GÜNEY KORE		X	X		X	X	X	X
ENDONEZYA	X				X		X	
TAYLAND								
TÜRKİYE	X						X	

¹⁷ Tabloda yer alan Türkiye dışındaki ülkelerin büyüme oranları ile ilgili tablo ve grafikler Ekler bölümünde yer almaktadır.

Daha önce de belirtildiği üzere bu ülkelerden Meksika ve Tayland geleneksel olmayan para politikalarından hiçbirini kullanmamakta ve geleneksel para politikalarının ekonominin istikrarı için halen yeterli olduğunu düşünmekte ve temel politika aracı olan faiz oranlarını kullanarak fiyat istikrarı ile finansal istikrara ulaşılabilineceğini savunmaktadır. Ayrıca incelenen gelişmekte olan ve enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin hepsi küresel kriz döneminde parasal genişleme sürecine girerek faiz oranlarını önemli ölçüde düşürme yoluna gitmişlerdir.

İncelenen gelişmekte olan ülkelerin en temel özelliklerinden biri, sermaye hareketlerinden çok fazla etkilenmeleridir. Özellikle gelişmiş ülke merkez bankalarının küresel kriz sürecinde uygulamaya başladığı miktarsal genişleme programları, piyasalarda likidite fazlası oluşmasını sağlamış ve gelişmiş ülkeler bu likidite fazlasını yüksek getiri elde etme amacıyla gelişmekte olan ülkelere yönlendirmişlerdir. Bu sermaye girişleri, gelişmekte olan ülkelerin ekonomik istikrarını tehdit etmekte ancak ulusal paranın değer kazanması yoluyla enflasyon oranlarında düşüşe de katkı sağlamaktadır. Ülkelerin GSYİH büyüme oranlarının gösterildiği Tablo 3.4'te, bu ülkelerin büyüme oranlarının küresel kriz döneminde önemli ölçüde gerilediği görülürken, kısa süre içerisinde toparlanma eğilimine girdikleri de dikkat çekmektedir.

TABLO 3.4. KRİZ YAŞAYAN ÜLKELERİN GSYİH BÜYÜME ORANLARI (Yıllık, %)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Brezilya	3,957	6,091	5,172	-0,33	7,534	2,733	1,474
Endonezya	5,501	6,345	6,014	4,629	6,195	6,457	6,04
Güney Kore	5,179	5,106	2,298	0,319	6,32	3,634	2,688
Meksika	5,149	3,243	1,187	-5,988	5,558	3,94	3,775
Tayland	5,139	5,052	2,569	-2,32	7,777	0,053	5,571
Türkiye	6,893	4,669	0,659	-4,826	9,157	8,503	2,969

Kaynak: Bloomberg, 2012

Her ne kadar incelenen ülkelerin hepsi enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayarak hedeflenen enflasyon oranına ulaşmaya çalışsa da, bu sermaye girişleri genel olarak portföy girişi ya da kısa vadeli sermaye şeklinde olduğundan her an ülkeden kolayca çıkış yapma imkanları bulunmakta, bu da sermaye giren ülkenin ekonomik istikrarını olumsuz etkileyebilmektedir. Gelişmekte olan ülkeler genel olarak sermaye hareketlerindeki oynaklığın yarattığı etkiyi minimize etmeye çalışan politikalar uygulamaktadır. Dolayısıyla, bu ülkeler, bu politikaları uygulayabilmek için de para politikalarını esneterek esnek enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamaya başlamışlardır.

Diğer bir konu da, parasal genişleme süreci ile birlikte ortaya çıkan kredi genişlemesidir. Sermaye girişleri ve faiz oranlarındaki düşüş ile bankaların elindeki likiditenin artması, verdikleri kredi miktarını artırmalarına neden olabilmektedir. Kredi genişlemesinin önlenmesi için de incelenen ülkelerin geleneksel olmayan para politikalarını tamamlayıcı nitelikte makro-ihtiyati politikaları uygulamaya başladıkları görülmektedir. Makro-ihtiyati politikalar, dış borçları azaltma ve iç piyasalarda döviz cinsi borçlanmayı caydırarak döviz cinsi kredi riskini ortadan kaldırma konusunda önem taşımaktadır. Makro-ihtiyati politikaları uygulama görevi ve yetkisi bazı ülkelerde yalnızca merkez bankalarında iken bazı ülkelerde merkez bankaları ve düzenleyici kurumlar arasında paylaşılmaktadır.

İncelenen ülkelerden Endonezya ile TCMB'nin benzer politikalar uyguladığı görülmektedir. Her iki ülke de, sermaye girişlerindeki oynaklığı azaltmak ve kredi genişlemesini sınırlandırmak amacıyla zorunlu karşılık politikaları ve faiz koridoru uygulamasını kullanmaktadır. Bu noktada, Meksika ve Tayland gibi hiç bir geleneksel olmayan para politikasını kullanmayan ülkeler dışındaki bütün ülkelerin zorunlu karşılıkları kullandığını görülmektedir. Buradan hareketle küresel kriz öncesi dönemde kullanımına az rastlanan zorunlu karşılık uygulamasının küresel kriz sonrası dönemde kullanımı önemli ölçüde artmıştır. Her ne kadar bu ülkeler ile Türkiye'de uygulanan politikalar bakımından teoride benzerlikler bulunsa da pratikte önemli farklılıklardan bahsetmek mümkündür. TCMB zorunlu karşılıklar

alanında dünyada ilk kez kullanılan bir mekanizma oluşturup uygulamaya başlayarak diğer gelişmekte olan ülkelerden farklılaşmıştır. Ayrıca Türkiye diğer ülkelerden farklı olarak faiz koridoru uygulamasını çok daha aktif bir şekilde kullanmaktadır.

İncelenen gelişmekte olan ülkelerin temel olarak kriz sonrası dönemde sermaye hareketlerindeki oynaklığa ve kredi genişlemesinde odaklandığı ve alınan önlemlerin bu sorunların yarattığı istikrarsızlığı ortadan kaldırma amacı taşıdığı görülmektedir. Ancak hangi durumda hangi politikanın uygulanması ve hangi politika aracının kullanılması gerektiği ya da hangi politikanın istenen sonuca daha kolay ulaştıracağı konusunda belirsizlikler bulunmaktadır. Bu sebeple TCMB'nin sıra dışı politikaları, IMF ve basın tarafından eleştirilebilmektedir.

IMF, TCMB'nin çok farklı alanlarda çok fazla değişiklik yaptığı görüşünü savunmakta, en fazla politika değişikliğinin TL zorunlu karşılıklarda yapıldığını, döviz ihaleleri ve YP zorunlu karşılıklara ilişkin kararların da bunu takip ettiğini belirtmektedir. Karar sayısının fazla olmasının yanı sıra kararlarda tutarsızlık olduğu yönünde de eleştirilerde bulunan IMF, aynı ay içerisinde hem sıkılaştırıcı hem de genişletici kararların birlikte alınmasının, piyasaların politikanın yönü konusunda tedirgin olmasına neden olduğunu belirtmektedir. Aralık 2010'da politika faizini düşürüp döviz alım ihalelerini başlatarak para politikası gevşeten TCMB'nin, faiz koridorundaki genişleme ve TL zorunlu karşılıklardaki artış ile de sıkılaşmaya gitmesi, net etkinin belirsiz olması sebebiyle eleştirilmiştir. IMF'ye göre, aynı dönem içerisinde farklı alanlarda farklı yönde kararlar alınması tek belirsizlik unsuru da değildir. Para politikası gibi etkilerin gecikmeli gözlemlendiği bir alanda, bir yıl gibi kısa olarak nitelendirilebilecek bir dönemde kararların tersine çevrilmesi, piyasa aktörlerinin olası risklere karşı kendini koruyabilme kabiliyetini de zayıflatmaktadır.

Basında ise daha farklı eleştiriler yer almaktadır. Bu eleştirilerden ilki, bankaların zorunlu karşılık oranının TCMB tarafından arttırılması sebebiyle kaybettikleri mevduatı, kredilerini azaltmamak için TCMB'den borçlanarak telafi edip edemeyecekleri ile ilgili bulunmaktadır. TCMB Ekim 2010 –

Haziran 2011 döneminde hızlı kredi genişlemesinden kaynaklanan finansal istikrarsızlık riskini azaltmak amacıyla zorunlu karşılık oranlarını peş peşe artırmıştır. Zorunlu karşılık oranını artırarak bankaların mevduatının çoğuna el koyan TCMB, bu politika ile bankaların eskisine oranla daha az kredi vermelerini sağlamaya çalışmaktadır. Ancak enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerde politika faizinin anlamlı olabilmesi için, piyasada belirlenen kısa vadeli faizin politika faizine yakın değerlerde oluşması gerektiğinden, TCMB, bankaların talep ettikleri kısa vadeli parayı bankalara borç vermek zorundadır. Sonuç olarak, TCMB zorunlu karşılıkları yükselterek bankalardan aldığı parayı, kısa vadeli para satarak bankalara geri vermek zorunda kalmaktadır.

Basında yer alan bir diğer eleştiri ise, TCMB'nin yeni politika çerçevesi ile şeffaflık politikasından feragat ettiği yönündedir. Bilindiği üzere, TCMB'nin faiz kararları hem iç piyasaları hem de dış piyasaları etkilediğinden, TCMB'nin faiz koridorunu genişletip riski arttırarak yabancı yatırımcıyı caydırmaya çalıştığı her politika, yerli yatırımcı için de aynı etkiyi yaratmaktadır. Böylece, TCMB faiz belirsizliği ile hem iç piyasalara hem de dış piyasalara şok vermektedir.

PPK toplantı tarihlerinin önceden duyurulup bir sonraki toplantıya kadar gerçekleşecek olan politika faizini ilan etmenin amacı para piyasasındaki aktörlere öngörü imkânı vermek ve bunun daha uzun vadeli faizlere ve reel ekonomiye aktarılmasını sağlamaktır. Şu anda ise, faiz belirsizliği ile günlük faiz gerçekleşmesi hakkında bir öngöründe bulunulamayacağı gibi ilan edilen politika faizi bir sonraki PPK toplantısına kadar olan dönemdeki ortalama fonlama maliyeti hakkında da bilgi vermemektedir. Bu da şeffaflıktan feragat edildiğinin bir göstergesi olarak kabul edilmektedir.

Merkez Bankası'nın Ağustos 2011'den itibaren aldığı önlemler, Avrupa ekonomisindeki belirsizliklerin hızla yükselmesine paralel olarak ortaya çıkan dalgalanmaların, ekonomi üzerindeki olumsuz yansımalarının azaltılmasında etkili olmuştur. Döviz piyasasına yönelik düzenlemeler ve faiz koridoruna ilişkin Ağustos ve Ekim aylarında alınan politika kararları

çerçevesinde döviz kurlarındaki oynaklığın diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla daha sınırlı kaldığı gözlenmiştir. Diğer yandan, Merkez Bankası'nın araç çeşitliliği ve politika esnekliği, son yıllardaki likidite yönetiminin etkinliğinin artmasına ve dış piyasalarda gözlemlenen dalgalanmalara rağmen, para piyasalarında istikrarın korunmasında belirleyici olduğu görülmektedir.

Her ne kadar TCMB uyguladığı politika çerçevesi ile belirsizliği ve faiz riskini arttırdığı yönünde eleştirilse de TCMB, fonlama faizine dair belirsizliği bir politika aracı olarak kullanmakta ve bu belirsizliği bilinçli bir şekilde yaratmaktadır. Kredilerde arzu edilenin ötesinde bir hızlanmanın (yavaşlama) yaşandığı dönemlerde TCMB'nin fonlamanın miktarı ve maliyeti konusundaki belirsizliği arttırması (azaltması) likidite açığı olan kurumlar için kredi arzında bir sıkılaşıma (rahatlamaya) yol açmaktadır. Böylece TCMB'nin belirsizlik politikası ile istediği sonuçlara ulaşma konusunda başarılı olduğu söylenebilmektedir.

TCMB, piyasaya faiz koridoru, zorunlu karşılık oranları ve döviz kuruna müdahale gibi para politikası araçlarını istediği zaman istediği şekilde kullanacağını sinyalini vermiştir. TCMB'nin elinde, hangi politikanın, hangi alanda ve ne zaman uygulanacağı konusunda herhangi bir reçete olmadığı gibi, TCMB'nin hangi politika aracını ne zaman uygulayacağını kamuoyuyla paylaşması politikaların etkinliğini azaltma olasılığı da taşımaktadır. Çünkü yaratılan belirsizlik ortamı hem sermaye giriş ve çıkışları konusunda hem de kredi genişlemesi konusunda belirlenen amaçlara ulaşmayı kolaylaştırmaktadır.

TCMB dalgalı döviz kuru rejimini muhafaza ederken sıcak para girişlerini yumuşatmak için tasarladığı yenilikçi politikaları, diğer gelişmekte olan ülkelere önce uygulamaya başlayarak bu konuda yol gösterici olmuştur. TCMB'nin uyguladığı faiz koridoru uygulaması piyasalardaki belirsizliği arttırarak güçlü sermaye akımlarının daha düşük getiri sağlamasına yol açarken, getiri arayışında olan yabancı paranın Türkiye'ye gelmesini de yavaşlatmıştır. Bu sebeple, faiz koridoru uygulamasının kısa vadeli sermaye giriş ve çıkışlarını önleme konusunda etkili bir yöntem olduğu

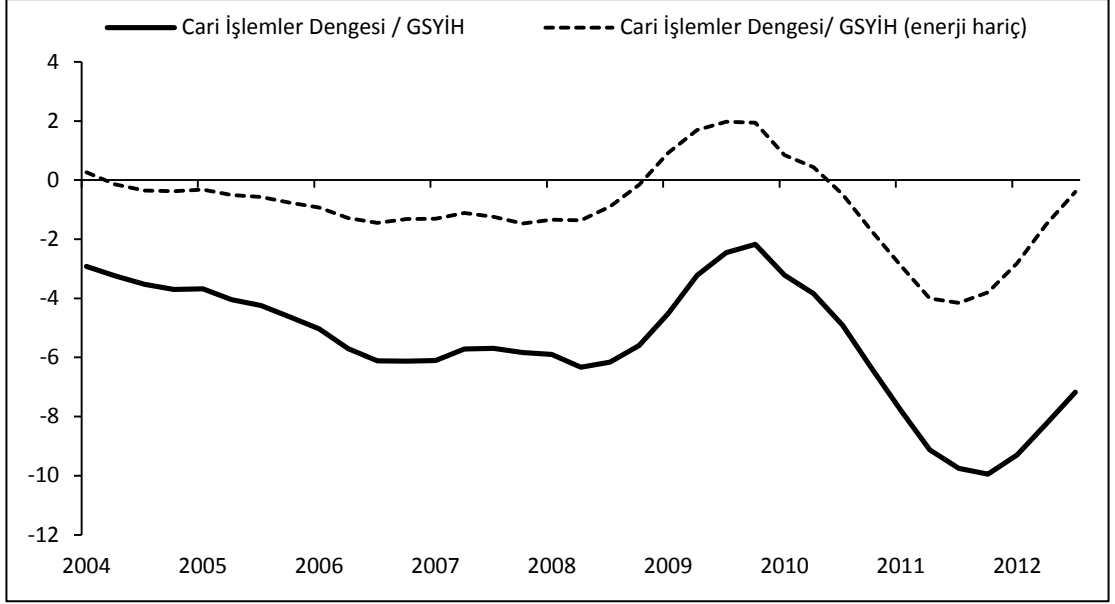
söylenmektedir. Ayrıca, TCMB'nin yine son dönemde uygulamaya koyduğu ROM, para politikasının esnekliğini arttırmış ve Türkiye'nin karşılaştığı kısa dönem sermaye akımları için otomatik dengeleyici görevi üstlenmiştir.

Sonuç olarak, TCMB'nin tasarladığı geleneksel olmayan para politikası araçları, sermaye kontrollerine başvurmadan sermaye akımlarında istikrar sağlanabileceğini göstermesi bakımından büyük önem taşımaktadır. TCMB, dünyadaki gelişmeleri yakından takip ederek, alınması gereken kararları zamanında alan, bazı gelişmeleri de önceden fark ederek erken karar alabilen proaktif politikalar uygulamaktadır. Bu noktada, TCMB'nin kriz dönemi boyunca başarılı bir performans ortaya koyduğu, krizin başlangıç aşamasında ve çıkış döneminde doğru adımlar attığı söylenebilir.

3.3. Türkiye'nin Performansının Değerlendirilmesi

TCMB'nin 2010 yılının sonlarından itibaren makro finansal riskleri de gözetilen yeni bir para politikası çerçevesi tasarladığı ve uygulamaya koyduğu daha önce belirtilmişti. Bu çerçeveye göre, kredi büyümesi sınırlandırılması ve sermaye hareketlerindeki oynaklığın olumsuz etkilerinin azaltılması amaçlanmaktaydı. Bu bölümde, TCMB'nin geleneksel olmayan para politikaları uygulamalarının performansı, Cari Açık/GSYİH'nin izlediği seyir, cari açığın finansmanı, kredi büyümesi, Türkiye'nin büyüme oranları ve büyüme kompozisyonu kapsamında değerlendirilecektir.

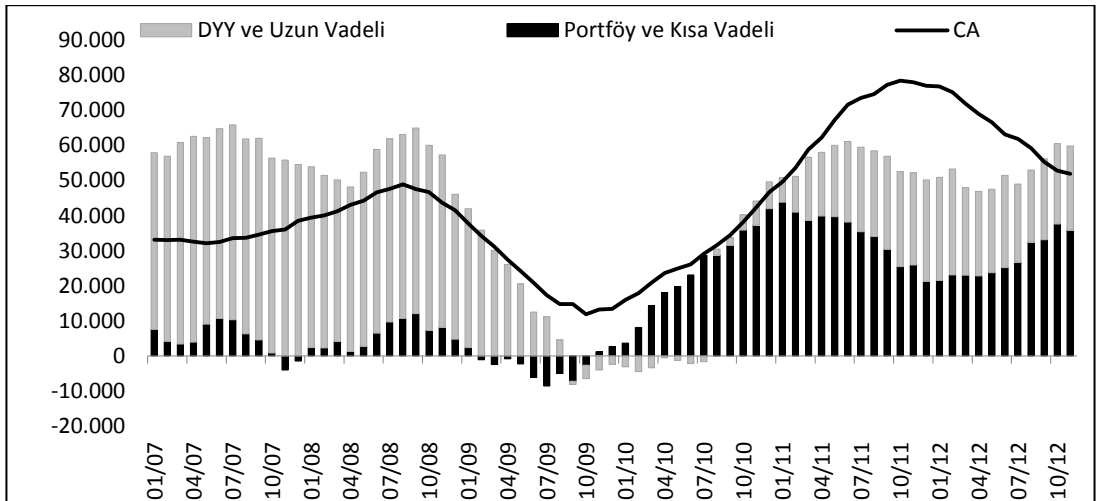
Cari işlemler dengesi/GSYİH oranının gösterildiği Grafik 3.8'de küresel kriz sonrası dönemde gerek cari işlemler açığının gerekse enerji hariç cari işlemler açığının azaltıldığı söylenebilir. Cari işlemler dengesindeki iyileşmenin önümüzdeki dönemlerde de devam edeceği beklenmektedir.



Grafik 3.8. Türkiye’de Cari İşlemler Dengesi/GSYİH

Kaynak: TCMB, 2012

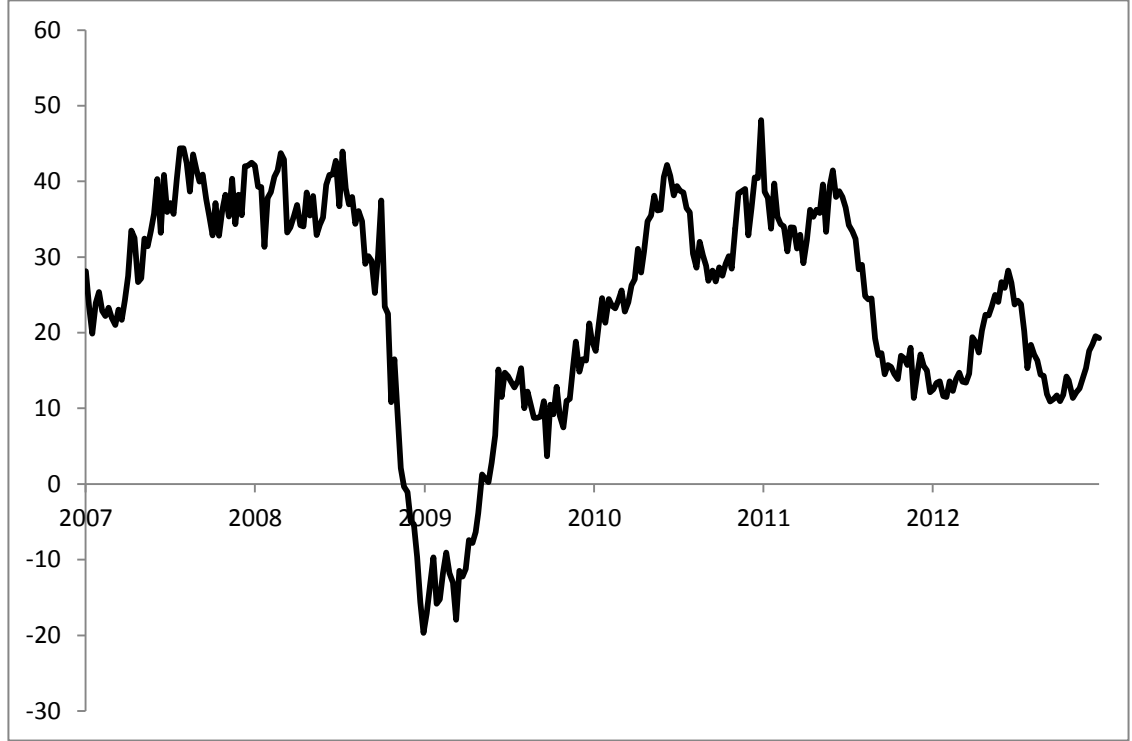
Grafik 3.9’da ise cari işlemler açığının hangi yolla finanse edildiği 12 aylık birikimli verilerle gösterilmiştir. Grafik 3.9’un incelenmesiyle açık bir şekilde görüldüğü üzere, küresel kriz öncesi dönemde cari açık daha çok uzun vadeli yatırımlarla finanse edilmekte, kriz döneminde ise cari açığın finansmanında kısa vadeli yatırımlar hakim rol oynamaktadır. Ancak TCMB’nin uyguladığı geleneksel olmayan para politikalarının yardımıyla 2011 yılı başından itibaren yeniden uzun vadeli yatırımların cari açığın finansmanındaki payının yükseldiği görülmektedir.



Grafik 3.9. Cari Açığın Finansmanı (12-aylık birikimli, milyon ABD doları)

Kaynak: TCMB, 2012

TCMB'nin performansının değerlendirilmesinde diğer önemli bir konu da kredi büyümesinin sınırlandırılmasıdır. Grafik 3.10'da toplam kredi büyümesi gösterilmektedir. Bu grafiğe göre, küresel krizin başladığı Eylül 2008'de %40 civarında olan toplam kredi büyümesi, günümüzde %20'lere kadar düşürülerek kredi büyümesinin kontrol altına alındığı görülmekte ve TCMB'nin uyguladığı politikaların başarılı olduğu söylenebilmektedir.

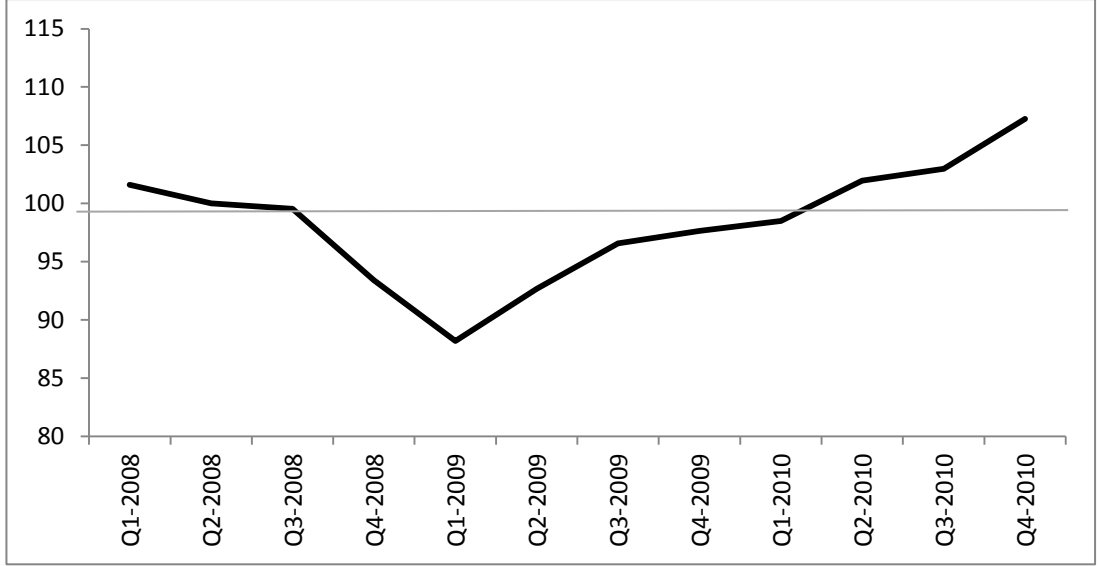


Grafik 3.10. Türkiye'de Toplam Kredi Büyüme Oranı (%)*

*Kur uyarlamalı, önceki yılın aynı dönemine göre, %

Kaynak: TCMB, 2012

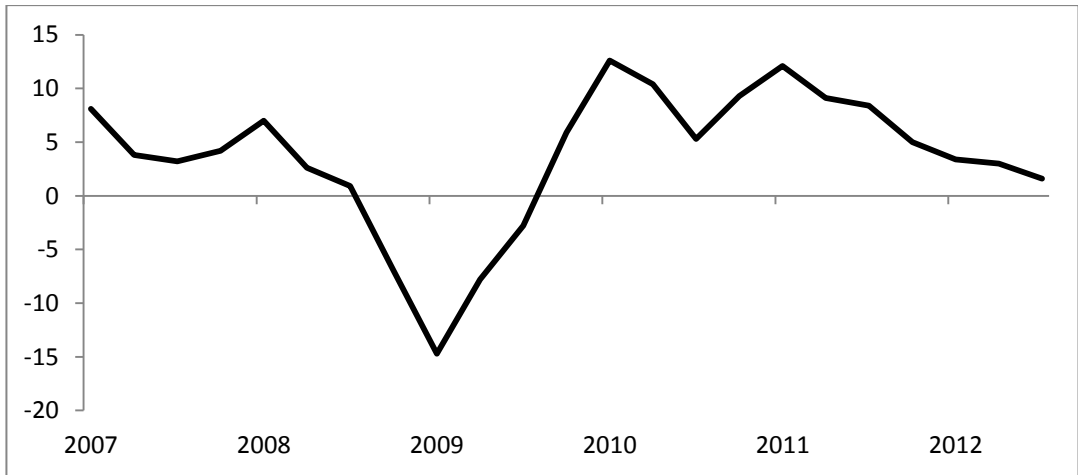
Türkiye'nin küresel kriz dönemi performansının değerlendirilmesi için üretim düzeyi verileri kullanılarak Türkiye'nin kriz öncesi üretim düzeyine hangi dönemde ulaştığı incelenmiştir (2008 2. çeyrek=100). Grafik 3.11'de görüldüğü gibi, 2010 yılının 1. çeyreğinde kriz öncesi dönemdeki üretim düzeyine yeniden ulaşan Türkiye'nin kriz döneminde hızlı toparlanan ülkeler arasında yer aldığı söylenebilmektedir.



Grafik 3.11. 2008 Sonrası Türkiye'de Üretim Düzeyi (2008 2Ç=100)

Kaynak: OECD, 2012

Türkiye'nin büyüme oranlarının gösterildiği Grafik 3.12 ve GSYİH alt kalemlerinin GSYİH'ye katkılarının gösterildiği Tablo 3.5 incelendiğinde ise, küresel talepteki daralmaya rağmen Türkiye'nin ihracatının artış eğiliminde olması, bütçe açığını daraltma amacıyla kamu harcamalarının azaltılması ve yatırım kaleminin GSYİH'ye katkısının gittikçe artması gibi nedenlerle Türkiye'nin büyüme kompozisyonunun giderek daha sağlıklı bir görünüme kavuştuğu ve ekonomideki dengelenme sürecinin belirginleştiği söylenebilmektedir.



Grafik 3.12. Türkiye GSYİH Büyüme Oranı (%)

Kaynak: Bloomberg, 2012

TABLO 3.5. GSYİH ALT KALEMLERİNİN GSYİH'YE KATKISI (%)

	Tüketim	Yatırım	Kamu Harcamaları	İhracat	İthalat	Net İhracat
2000	68,8	19,5	13,1	21,3	23,0	-1,7
2001	69,9	10,0	14,4	23,6	18,2	5,4
2002	66,1	17,3	13,6	24,7	22,3	2,5
2003	70,3	18,7	12,3	24,8	26,6	-1,9
2004	68,7	19,3	13,2	25,9	27,7	-1,8
2005	70,5	20,4	12,1	25,5	29,1	-3,7
2006	67,3	22,6	11,7	26,0	28,0	-2,0
2007	69,1	24,2	11,5	25,8	31,1	-5,3
2008	69,3	17,1	12,7	25,4	25,1	0,3
2009	68,6	17,1	14,2	25,8	26,3	-0,6
2010	68,3	23,2	13,4	24,6	30,2	-5,6
2011	67,4	22,2	12,2	24,9	27,3	-2,3
2012	65,1	24,4	9,5	26,0	25,4	0,7

Kaynak: TCMB, 2012

Sonuç olarak küresel kriz sonrası dönemde açıklanan veriler, TCMB tarafından uygulanan politikaların büyük ölçüde amacına ulaştığını göstermektedir. Bu kapsamda TCMB'nin uyguladığı geleneksel olmayan para politikalarının amaca hizmet ettiği ve etkili olduğu söylenebilmektedir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

SONUÇ ve DEĞERLENDİRMELER

Son yaşanan küresel finansal kriz anlık ya da kısa süreli bir tecrübe değil, kendi dinamiklerine sahip bir süreçtir. Bu süreçte, geleneksel olmayan para politikalarının geliştirilmesi ve uygulanması ön plana çıkmıştır. Bu politikaların ön plana çıkmasının yanı sıra hem gelişmiş ülkeler hem de gelişmekte olan ülkeler tarafından uygulanması da önem taşımaktadır. Ancak bu politikaların tasarlanması ve uygulanması için gerekli motivasyon gelişmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülkeler için farklılık göstermektedir. Gelişmiş ülkeler küresel kriz sonrası dönemde uyguladıkları geleneksel olmayan para politikalarını genellikle ekonomiyi canlandırma amacıyla kullanırken, gelişmekte olan ülkeler bu politikaları, gelişmiş ülkelerde ekonominin canlanması sonucunda kendi ülkelerine akın eden sermayenin olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla kullanmışlardır.

Geleneksel olmayan para politikalarının hem diğer politika alanlarındaki araçlarla hem de ülkeler arası uyum ve işbirliğini sağlama amacı güden politika araçlarıyla birlikte bir bütün oluşturacak şekilde kullanıldığı görülmektedir. Her bir ülkenin geleneksel olmayan para politikaları tasarımları ve uygulamaları o ülkenin kendi iç yapısının gerektirdiği biçimde ortaya çıkmakta olup, “her derde deva” olacak bir politika tasarımı anlayışı söz konusu değildir. Aslında bu da, hep aynı tarz politika araçlarıyla krizin etkisini gidermeye çalışan küresel kriz öncesindeki politika anlayışından belirgin bir kopuşu temsil etmektedir.

Geçmiş kriz deneyimleri daha sık ve yıkıcı olan ülkelerin geleneksel olmayan para politikaları alanında daha radikal davrandıkları da söylenebilmektedir. Türkiye tecrübesinin de bu kapsamda ele alınması TCMB'nin uyguladığı geleneksel olmayan para politikalarının anlaşılabilmesi açısından önem taşımaktadır.

Geleneksel olmayan para politikalarından miktarsal genişleme, kredi genişlemesi, teminat çeşitlendirmesi ve vade uzatımı politikalarının toplam GSYİH üzerinde en önemli etkiye sahip politikalar olduğu bu çalışma sırasında tespit edilmiştir. Buna ek olarak, miktarsal genişleme, kredi genişlemesi, teminat çeşitlendirmesi, vade uzatımı ve faiz taahhüdü politikalarının GSYİH düzeyi yüksek ülkelerde daha yoğun bir şekilde kullanılırken, faiz koridoru ve zorunlu karşılıklar politikalarının ise GSYİH düzeyi düşük ülkelerde daha yoğun bir şekilde kullanıldığı görülmüştür.

TCMB'nin küresel kriz sonrası dönemde tasarladığı geleneksel olmayan para politikaları, ekonominin kırılganlıklarını dikkate almakta, faiz koridoru ve zorunlu karşılıklar gibi az sayıda alanda yoğunlaşmakta, ancak ortaya konan araçların bütüncül bir çerçeve oluşturduğu görülmektedir. Zorunlu karşılıklar alanında, zorunlu karşılık tabanının değiştirilmesi, zorunlu karşılık oranlarının değiştirilmesi, zorunlu karşılıkların vadeye göre farklılaştırılması, zorunlu karşılıklara ödenen faize son verilmesi ve rezerv opsiyonu mekanizması gibi farklı uygulamalar kullanılırken, faiz koridoru konusunda da bant genişliğinin belirsizlik yaratması sebebiyle kredi genişlemesi ve sermaye hareketlerindeki oynaklığın olumsuz etkilerinin azaltılması sağlanmıştır. Bu çerçevede, TCMB'nin farklı makroiktisadi hedefleri gözetken oldukça çeşitli politika araçları tasarladığı söylenebilmektedir.

TCMB uyguladığı bu politikalarla gerek basında gerekse akademik alanda çeşitli eleştirilere maruz kalsa da bu eleştirilerin TCMB'nin geleneksel olmayan para politikalarının başarısı ve yetkinliğinden ziyade, politika iletişimde kriz döneminde kaçınılmaz olarak ortaya çıkan belirsizliğe yöneldiği görülmektedir. TCMB, fonlama faizine dair belirsizliği bir politika aracı olarak kullanmakta ve bu belirsizliği bilinçli bir şekilde yaratmaktadır. TCMB'nin belirsizlik politikası ile istediği sonuçlara ulaşma konusunda başarılı olduğu da söylenebilmektedir.

Geleneksel olmayan para politikaları genel olarak küresel kriz sonrası dönemde uygulanmaya başladığı için bu politikaların etkinliğini ölçmek için yeterli araç ve veri de bulunmamaktadır. Hangi durumda hangi

politikanın uygulanması gerektiği ya da hangi politikanın daha başarılı olacağı konusunda belirsizlikler bulunmaktadır. Sonuç olarak, bu dönemin (2008-2012) tam olarak kavranması kriz sonrası araştırmalarla mümkün olacaktır.

KAYNAKÇA

- Alper K., Kara, H. ve Yörükoğlu, M. (22 Ekim 2013). Rezerv Opsiyonu Mekanizması. Erişim: 22 Ocak 2012, TCMB Ekonomi Notları, TCMB. <http://www.tcmb.gov.tr/research/ekonominotlari/2012/tr/EN1228.pdf>.
- Anand, A. (2009). *How Canadian Banks Became the Envy of the Worlds*. Erişim: 22 Ocak 2013, University of Toronto, http://www.law.utoronto.ca/documents/Nexus/nexus09_anand.pdf.
- Arbelaez, M. (25 Eylül 2009). *Colombian Fiscal Policy: A Limited Tool for Long-Term Development and Short-Term Recovery*. Erişim: 22 Ocak 2013, Policy Solutions in Times of Crisis, OECD Development Centre, <http://www.oecd.org/dev/developmentpartnershipsnetworks/43801303.pdf>.
- Association of Serbian Banks. (2009). Banking Sector of Serbia in 2009: Analysis of Financial Position and Financial Result. Belgrade.
- Auerbach, A. (February 2009). *US Fiscal Policy in Recession: What's Next?*, Erişim: 22 Ocak 2013, CESifo Forum, <http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1191490.PDF>.
- Australian Centre for Financial Studies. (2011). The Australian Banking Sector Post-GFC. Melbourne.
- Avendano, J., Lima, M. (2011). *Peruvian Banking Overview*, Erişim: 22 Ocak 2013, Chamber of Commerce, <http://www.iflr1000.com/pdfs/Directories/24/Peru.pdf>.
- Azizov, M. (2009). *Küresel Krizler ve Kriz Döneminde Para Politikasının Kullanımı*. Erişim: 22 Ocak 2013, Dünyada Yeni İnkişaf Meyilleri ve Türk Dünyası, Journal of Azerbaijani Studies, <http://jhss-khazar.org/wp-content/uploads/2010/06/KURESEL-KRIZLER-VE-KRIZ-DONEMINDE-PARA-POLITIKASININ-KULLANIMI.pdf>.
- Baldursson, F. (27 Ekim 2011). Iceland's Recovery- Lessons and Challenges Conference. *Iceland's Program with the IMF 2008-2011*, Reykjavík, Iceland.

- Balseven, H. (2009). *İngiltere’de Maliye Politikaları: Kriz Ortamında Dolaşan Keynesyen Ruh*. Erişim: 22 Ocak 2013, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, <http://sablon.sdu.edu.tr/fakulteler/iibf/dergi/files/2009-3-9.pdf>.
- Banco de Mexico. (2010). Annual Report 2009. Mexico.
- Banco de Mexico. (2012). Annual Report 2011. Mexico.
- Bank of England. (2009). Minutes of the Monetary Policy Committee Meeting. London.
- Bank of England. (2012). Minutes of the Monetary Policy Committee Meeting. London.
- Bank of England. (2010). The Bank’s Current Operations in the Sterling Money Markets: Quantitative Easing. London.
- Bank of England. (2008). The Development of the Bank of England’s Market Operations. London.
- Bank of England. (2012). The Distributional Effects of Asset Purchases. London.
- Bank of Indonesia. (2010). Monetary Policy Review. Jakarta.
- Bank of Indonesia. (2011). Monetary Policy Review-I. Jakarta.
- Bank of Indonesia. (2011). Monetary Policy Review-II. Jakarta.
- Bank of Indonesia. (2011). Monetary Policy Review-III. Jakarta.
- Bank of Indonesia. (2012). Monetary Policy Review-IV. Jakarta.
- Bank of Israel. (2009). Inflation Report October-December 2008. Jerusalem.
- Bank of Israel. (2009). Inflation Report January-March 2009. Jerusalem.
- Bank of Israel. (2009). Inflation Report April-June 2009. Jerusalem.
- Bank of Israel. (2010). Inflation Report April-June 2010. Jerusalem.
- Bank of Israel. (2010). Inflation Report July-September 2010. Jerusalem.
- Bank of Israel. (2011). Inflation Report October-December 2010. Jerusalem.
- Bank of Israel. (2011). Monetary Policy Report 2011 First Half. Jerusalem.
- Bank of Israel. (2012). Monetary Policy Report July-December 2011. Jerusalem.

- Bank of Israel. (2012). Monetary Policy Report January-June 2012. Jerusalem.
- Bank of Japan. Statement of Monetary Policy-X. Tokyo.
- Bank of Japan. (2008). Statement of Monetary Policy-XII. Tokyo.
- Bank of Japan. (2009). Statement of Monetary Policy-II. Tokyo.
- Bank of Japan. (2009). Statement of Monetary Policy-IV. Tokyo.
- Bank of Japan. (2009). Statement of Monetary Policy-V. Tokyo.
- Bank of Japan. (2009). Statement of Monetary Policy-VII. Tokyo.
- Bank of Japan. (2009). Statement of Monetary Policy-X. Tokyo.
- Bank of Japan. (2010). Statement of Monetary Policy-III. Tokyo.
- Bank of Japan.(2010). Statement of Monetary Policy-X. Tokyo.
- Bank of Japan. (2010). Statement of Monetary Policy-XI. Tokyo.
- Bank of Japan. (2012). Statement of Monetary Policy-III. Tokyo.
- Bank of Thailand. (2010). Thailand's Economic and Monetary Conditions in 2009. Bangkok.
- Bank of Thailand. (2010). Thailand's Economic Condition in 2010. Bangkok.
- Bank of Thailand. (2011). Performance of the Banking System in 2011. Bangkok.
- Barisitz, S., Gardo, S. (31 Ağustos 2008). *Financial Sector Development in Serbia: Closing Ranks with Peers*. Erişim: 22 Ocak 2013, Oesterreichische National Bank, http://www.oenb.at/de/img/feei_2008_2_barisits_gardo_tcm14-95549.pdf.
- Başçı, E. ve Kara, H. (Mayıs 2011). "Finansal İstikrar ve Para Politikası". Erişim: 22 Ocak 2013, TCMB Çalışma Tebliği No:11/08. <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/2011/WP1108.pdf>.
- Baxter, R. (Temmuz 2010). *Financial System Refom in Thailand*. Erişim: 22 Ocak 2013, Asia Focus, <http://www.frbsf.org/publications/banking/asiafocus/2010/july.pdf>.

- Bell, S., Chao, H. (2010). *The Financial System in China: Risks and Opportunities Following the Global Financial Crisis*. Erişim: 22 Ocak 2013, Promontory Financial Group&O'Melveny&Myers LLP, <http://www.omm.com/files/upload/China-White-Paper.pdf>.
- Bernanke, B. (18 Şubat 2009). *Federal Reserve Policies to Ease Credit and Their Implications for the Fed's Balance Sheet*. Erişim: 22 Ocak 2013, Speech to the National Press Club, Washington, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090218a.htm>.
- Bernhardsen, T., Kloster, A. (2010). *Liquidty Management System: Floor or Corridor?*. Erişim: 22 Ocak 2013, Norges Bank, http://www.norgesbank.no/Upload/Publikasjoner/Staff%20Memo/2010/Staff_memo_042010.pdf.
- BIS. The International Banking Crisis: Impact on Thailand's Financial System and Policy Responses. Basel.
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2009). Monetary Policy Report to the Congress-II. Washington DC.
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2009). Monetary Policy Report to the Congress-VII. Washington DC.
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2010). Monetary Policy Report to the Congress-II. Washington DC.
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2010). Monetary Policy Report to the Congress-VII. Washington DC.
- Board of Governors of the Federal Reserve System. (2012). Monetary Policy Report to the Congress-VII. Washington DC.
- Brown, C., Davis, K. (2008). *Australia's Experience in the Global Financial Crisis*. Erişim: 22 Ocak 2013, Journal of Applied Finance, http://kevindavis.com.au/secondpages/acadpubs/2009/Brown-Davis_GFC_Kolb_chapter_final2.pdf.
- Bowman, D., Gagnon, E. ve Leahy, M. (Mart 2010). "Interest on Excess Reserves as a Monetary Policy Instrument: The Experience of Foreign Central Banks". Erişim: 22 Ocak 2013. Board of Governors of The Federal Reserve System International Finance Discussion Papers. <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2010/996/ifdp996.pdf>.
- Canada Department of Finance. (2009). Update of Economic and Fiscal Projections. Ottawa.

- Canada Department of Finance. (2010). Update of Economic and Fiscal Projections. Ottawa.
- Canada Department of Finance. (2011). Update of Economic and Fiscal Projections. Ottawa.
- Canuto, O. (6-8 Nisan 2010). From Crisis Management to Long-Term Growth Drivers: Perspectives from Brazil. *The 11th International Academic Conference on Economic and Social Development*, Moskova.
- Capraru, B. (2009). *Romanian Banking System Facing the International Banking Crises of 2007*. Erişim: 22 Ocak 2013, <http://fse.tibiscus.ro/anale/Lucrari2010/035.%20Capraru%20Bogdan.pdf>.
- Carling, R. (28 Eylül 2012). *Australia Future Fiscal Shock, The Center for Independent Studies*. Erişim: 22 Ocak 2013, <http://www.cis.org.au/images/stories/issue-analysis/ia134.pdf>.
- Central Bank of Brazil. (2009). Minutes of the 140th Meeting of the Monetary Policy Committee. Brasilia.
- Central Bank of Brazil. (2009). Minutes of the 143rd Meeting of the Monetary Policy Committee. Brasilia.
- Central Bank of Brazil. (2010). Minutes of the 149th Meeting of the Monetary Policy Committee. Brasilia.
- Central Bank of Brazil. (2010). Minutes of the 154th Meeting of the Monetary Policy Committee. Brasilia.
- Central Bank of Brazil. (2010). Minutes of the 155th Meeting of the Monetary Policy Committee. Brasilia.
- Central Bank of Brazil. (2011). Minutes of the 156th Meeting of the Monetary Policy Committee. Brasilia.
- Central Bank of Chile. (2009). Monetary Policy Report. Santiago.
- Central Bank of Chile. (2009). Monetary Policy Report. Santiago.
- Central Bank of Chile. (2010). Monetary Policy Report. Santiago.
- Central Bank of Chile. (2010). Monetary Policy Report. Santiago.
- Central Bank of Chile. (2010). Monetary Policy Report. Santiago.
- Central Bank of Chile. (2010). Monetary Policy Report. Santiago.
- Central Bank of Colombia. (2012). Monetary Policy Minutes. Bogota.

- Central Bank of Iceland. (2010). Statement of the Monetary Policy Committee-XII. Reykjavik.
- Central Bank of Iceland. (2011). Statement of the Monetary Policy Committee-VIII. Reykjavik.
- Central Bank of Iceland. (2011). Monetary Bulletin-II. Reykjavik.
- Central Bank of Iceland. (2010). Monetary Policy in Iceland After Capital Controls. Reykjavik.
- Central Reserve Bank of Peru. (2009). Inflation Report-III. Lima.
- Central Reserve Bank of Peru. (2009). Inflation Report-VI. Lima.
- Central Reserve Bank of Peru. (2009). Inflation Report-IX. Lima.
- Central Reserve Bank of Peru. (2010). Inflation Report- III. Lima.
- Central Reserve Bank of Peru. (2010). Inflation Report-VI. Lima.
- Central Reserve Bank of Peru. (2010). Inflation Report-IX. Lima.
- Central Reserve Bank of Peru. (2010). Inflation Report-XII. Lima.
- Central Reserve Bank of Peru. (2011). Inflation Report-III. Lima.
- Central Reserve Bank of Peru. (2011). Inflation Report-IX. Lima.
- Central Reserve Bank of Peru. (2011). Inflation Report-XII. Lima.
- Central Reserve Bank of Peru. (2012). Inflation Report-III. Lima.
- Central Reserve Bank of Peru. (2009). Monetary Policy Minutes-X. Lima.
- Central Reserve Bank of Peru. (2010). Monetary Policy Minutes-XII. Lima.
- Central Bank of Philippines. (2009). Monetary Policy Minutes-III. Manila.
- Central Bank of Philippines. (2010). Monetary Policy Minutes-I. Manila.
- Central Bank of Philippines. (2010). Monetary Policy Minutes-VII. Manila.
- Central Bank of Philippines. (2010). Monetary Policy Minutes-IX. Manila.
- Central Bank of Philippines. (2011). The Philippine Financial System: An Assessment. Manila.
- CESifo. (2012). The EEAG Report on the European Economy, The Hungarian Crisis. Munich.

- Collignon, S., Esposito, P. ve Cui, Y. (Haziran 2012). *Unconventional Monetary Policy Measures: A Comparison of the ECB, FED and BoE*. Erişim: 22 Ocak 2013, European Parliament, <http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201207/20120705ATT48393/20120705ATT48393EN.pdf>
- Crisitan, S., Marius-Corneliu, M., Aura-Gabriela, S. (2011). *Rethinking Fiscal Policy in Romania,: Lessons for Emergin Countries*. Erişim: 22 Ocak 2013, International Conference on Social Science and Humanity, <http://www.ipedr.com/vol5/no1/78-H00166.pdf>
- Cognizant Reports. (Kasım 2011). Canadian Banking Industry: Performance and Perspectives. New Jersey.
- Government of the Republic of Hungary. (Nisan 2011). Convergence Programme of Hungary 2011-2015. Budapest.
- Cour-Thimann, P., De Rougemont P., ve Winkler, B. (16 Nisan 2012). *The ECB's Monetary Policy Response to the Crisis: The Role of Institutional Factors and Financial Structure*. Erişim: 22 Ocak 2013, ECB, https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db_name=MMF2012&paper_id=191.
- Czech National Bank. (2010). Transcript of the Introductory Statement from the Press Conference. Praha.
- Czech National Bank. (2012). Transcript of the Introductory Statement from the Press Conference. Praha.
- Czech National Bank. (2012). Transcript of the Introductory Statement from the Press Conference. Praha.
- Czech Republic Ministry of Finance. (2009). Fiscal Outlook. Praha.
- Czech Republic Ministry of Finance. (2010). Fiscal Outlook. Praha.
- Czech Republic Ministry of Finance. (2011). Fiscal Outlook. Praha.
- Czech Republic Ministry of Finance. (2012). Fiscal Outlook. Praha.
- Danacı, C., Ceyhan, M. (15-16 Nisan 2010). Küresel Finansal Krizlerin Gelişmiş Ve Gelişmekte Olan Ülkelere Etkileri Ve Krizden Çıkış Politikaları. *Turgut Özal Uluslararası Ekonomi ve Siyaset Kongresi*, Malatya.
- De Paula, L., Sobreira, R. (13 Ağustos 2010). *The 2008 Financial Crisis and Banking Regulation in Brazil*. Erişim: 22 Ocak 2013. <http://www.ppge.ufrgs.br/akb/encontros/2010/52.pdf>

- ECB. (2010). Monthly Bulletin (January). The ECB's Monetary Policy Stance During the Financial Crisis. Frankfurt.
- ECB. (2010). Monthly Bulletin (October). The ECB's Response to the Financial Crisis, Montly Bulletin. Frankfurt.
- Er, P. (Aralık 2012). *Unconventional Monetary Policy: Conventional Choices in Unconventional Times*. Erişim: 22 Ocak 2013, Macquarie Investment Management,
<http://www.macquarie.com.au/dafiles/Internet/mgl/au/mfg/mim/docs/mim-investment-perspectives/ip10-unconventionalmp-part2-dec2012.pdf>.
- Fauziah, PhD. (3 Kasım 2009). *Global Crisis: Indonesia's Fiscal Policy Response*. One Day International Seminar. Erişim: 22 Ocak 2013.
http://www.ambafrance-id.org/IMG/pdf/Fiscal_Policy_fauziah.pdf.
- Frangakis, M. (12 Nisan 2011). *The Role of the European Central Bank in the Financial Crash and the Crisis of the Eurozone*. Erişim: 22 Ocak 2013, Nicos Poulantzas Institute,
http://www.globalmarshallplan.org/sites/default/files/media/frangakis_paper_ecb_april_2011.pdf.
- Fitch Ratings. (2010). Peru Special Report, Peruvian Banks: Under Clear Skies. New York.
- Fitch Ratings. (2011). 2011 Outlook: South African Banking Sector. New York.
- Forthun, C., Hagemann, R. (2012). *Sustaining the Momentum of Fiscal Reform in Hungary*. Erişim: 22 Ocak 2013, OECD,
<http://www.oecdilibrary.org/docserver/download/5km7pf8fkg24.pdf?expires=1358873627&id=id&accname=guest&checksum=B06117A43323A637081C9237DE488DEE>.
- Gertler, M., Karadi, P. (April 2009). *A Model of Unconventional Monetary Policy*. Erişim: 22 Ocak 2013.
<http://www.carnegie-rochester.rochester.edu/april10pdfs/Gertler%20Karadi.pdf>.
- Grahame, A. (2012). *Quantitative Easing*. Erişim: 22 Ocak 2013. Economic Policy and Statistics Section, House of Commons Library,
<http://www.parliament.uk/briefing-papers/sn04997.pdf>.
- Glocker, C. Towbin, P. (Kasım 2011). *Reserve Requirements for Price and Financial Stability – When Are They Effective?*. Erişim: 22 Ocak 2013, BIS,
http://www.tcmb.gov.tr/yeni/konferans/financial_stability/Conference_files/Glocker_Towbin_8_Nov_final.pdf.

- Gambacorta, L., Hofmann, B. and Peersman, G. (August 2012). "The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy at the Zero Lower Bound: A Cross-Country Analysis". Erişim: 22 Ocak 2013, BIS Working Paper Series.
<http://www.bis.org/publ/work384.pdf>.
- Green, P., Jennings-Mares, J. (21 Nisan 2009). *UK Government Banking Support Measures Including Reform of UK Banking Regulations*. Erişim: 22 Ocak 2013, Morrison-Foerster,
<http://www.mofo.com/files/Uploads/Images/UK-Government-Banking-Support-MeasuresReform-UK-Banking-Regulations.pdf>.
- He, Z. (15 Nisan 2011). "Evaluating the Effect of the Bank of Canada's Conditional Commitment Policy". Erişim: 22 Ocak 2013, Bank of Canada Discussion Paper.
<http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/08/dp10-11.pdf>.
- Hollnad, M. (15 Nisan 2011). *Fiscal Policy in Brazil*. Erişim: 22 Ocak 2013,
<http://www.fazenda.gov.br/spe/publicacoes/seminarios/apresenta%C3%A7%C3%A3o%20EUA%20Fiscal%20Policy%20in%20Brazil%20April%2015%202011%20FINAL.pdf>.
- Hong, K. (Temmuz 2010). "Fiscal Policy Issues in Korea After the Current Crisis". Erişim: 22 Ocak 2013, Asian Development Bank Institute Working Paper Series No.225.
<http://www.adbi.org/files/2010.07.02.wp225.fiscal.policy.issues.korea.crisis.pdf>.
- Horvath, J. (Ocak 2009). *2008 Hungarian Financial Crisis*. Erişim: 22 Ocak 2013, CASE Network E-Briefs,
http://www.case-research.eu/upload/publikacja_plik/23686666_E-brief_012009%20FINAL.pdf.
- House of Commons Treasury Committee. (2009). Banking Crisis: The Impact of the Failure of the Icelandic Banks. London.
- Iceland Chamber of Commerce. (2009). The Icelandic Economic Situation: Status Report. Reykjavik.
- Iceland Minister of Finance. (2009). Measures to Achieve a Balance in Fiscal Finances 2009-2013 Stability, Welfare and Work, 137th session of Althingi Report. Reykjavik
- Iceland Ministry of Economic Affairs. (2012). Future Structure of the Icelandic Financial System Report. Reykjavik
- Iceland Ministry of Finance. (2011). Iceland The Fiscal Consolidation Plan. Reykjavik.

- IMF. (2010). Country Report No.10/150, Republic of Serbia: Financial Sector Assessment Program Update Technical Note on Crisis Management Framework. Washington DC.
- IMF. (2010). Country Report No.10/220, Sweden: 2010 Article IV Consultation. Washington DC.
- IMF. (2010). Country Report No.10/288, Indonesia: Financial System Stability Assessment. Washington DC.
- IMF. (2011). Country Report No.11/21, Israel: 2010 Article IV Consultation. Washington DC.
- IMF. (2011). Country Report No.11/35, Hungary: Staff Report for the 2010 Article IV Consultation and Proposal for Post-Program Monitoring. Washington DC.
- IMF. (2011). Country Report No:11/201, The United States 2011 Article IV Consultation. Washington DC.
- IMF. (2011). Country Report No:11/222, United Kingdom: Financial System Stability Assessment. Washington DC.
- IMF. (2011). Country Report No.11/310, Indonesia: Selected Issues. Washington DC.
- IMF. (2011). Country Report No.12/13, Hungary: 2011 Article IV Consultation and Second Post-Program Monitoring Discussions. Washington DC.
- IMF. (2011). Country Report No.12/27, Peru: Selected Issues paper. Washington DC.
- IMF. (2012). Country Report no.12/49, The Philippines: 2011 Article IV Consultation. Washington DC.
- IMF. (2012). Country Report No.12/70, Israel: 2012 Article IV Consultation. Washington DC.
- IMF. (2012). Country Report No.12/115, Czech Republic: 2012 Article IV Consultation. Washington DC.
- IMF. (2012). Country Report No.12/132, New Zealand: 2012 Article IV Consultation. Washington DC.
- IMF. (2012). Country Report No.12/172, Czech Republic: Detailed Assessment of Observance of Basel Core Principles for Effective banking Supervision.
- IMF. (2012). Country Report NO.12/267, Chile: 2012 Article IV Consultation. Washington DC.

- IMF. (2012). Republic of Sebia, Aide Memoire. Washington DC.
- IMF. (2012). Country Report No:12/338, Turkey: 2012 Article IV Consultation. Washington DC.
- Jaeger, M. (15 Haziran 2012). *Brazilian Banking Sector- A View from 30,000 Feet*. Erişim: 22 Ocak 2013, Deutsche Bank Research Briefing, http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD000000000289730/Brazilian+banking+sector+%E2%80%93+a+view+from+30,000+feet.PDF.
- Jang,B., Sheridan, N. (Ocak 2012). "Bank Capital Adequacy in Australia". Erişim: 22 Ocak 2013, IMF Working Paper. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp1225.pdf>.
- Japan Minister of Finance. (2009). Speech on Fiscal Policy, Session 171st of the National Diet. Tokyo.
- Japan Minister of Finance. (2011). Speech on Fiscal Policy, Session 177th of the National Diet. Tokyo.
- Japan Minister of Finance. (2011). Speech on Fiscal Policy, Session 177th of the National Diet. Tokyo.
- Japan Minister of Finance. (2011). Speech on Fiscal Policy, Session 179th of the National Diet. Tokyo.
- Jedrzejowicz, T. (2010). *Fiscal Space in CESEE Countries: Lessons from the Crisis with a Special Focus on Poland*. Erişim: 22 Ocak 2013, http://www.oenb.at/en/img/06_jedrzejowicz_tcm16-245376.pdf.
- Joyce, M., Tong, M. ve Woods, R. (2011). *The United Kingdom's Quantitative Easing Policy: Design, Operation and Impact*. Erişim: 22 Ocak 2013, Bank of England Quarterly Bulletin Q3, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/qb110301.pdf>.
- Kahn, G. (2010). *Monetary Policy Under a Corridor Operating Framework*. Erişim: 22 Ocak 2013, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review Quarter Four, <http://www.kansascityfed.org/publicat/econrev/pdf/10q4Kahn.pdf>.
- Kalkan S., Cünedioğlu, H. (Eylül 2010). *İkinci Çeyrekte Krizden Çıktık mı? Rakiplerimizi geçebildik mi?*. Erişim: 22 Ocak 2013, TEPAV, http://www.tepav.org.tr/upload/files/1285155801-5.Ikinci_Ceyrekte_Krizden_Ciktik_Mi.pdf.
- Kara, H. (Haziran 2012). "Küresel Kriz Sonrası Para Politikası". Erişim: 22 Ocak 2013, TCMB Çalışma Tebliği No:12/17. <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/2012/WP1217.pdf>.

- Karp, P., Zachlod-Jelec, M. (Temmuz 2010). *Responses of the Polish Economy to Demand and Supply, Shocks under Alternative Fiscal Policy Rules*. Erişim: 22 Ocak 2013, IMF Working Paper Series, <http://ecomod.net/sites/default/files/documentconference/ecomod2010/1174.pdf>.
- Keefe, W., Sodhi, S. (2010). *Banking Regulation: Canada, Getting the Deal Through*. Erişim: 22 Ocak 2013, <http://www.torlys.com/Publications/Documents/Publication%20PDFs/AR2011-1.pdf>.
- Kim, H. (19-20 Ağustos 2010). *Macroeconomic Policies of Korea to Cope with the Crisis*. EWC/KDI Conference. Honolulu.
- Kirakul, S. (Ekim 2012). "Fiscal Policy and Its Implication for Central Banks". Erişim: 22 Ocak 2013. <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap67y.pdf>.
- Klinger, S., Spitznagel, E., Alatalo, J., Berglind, K., Gustavsson, H., Kure, H., Nio, I., Salmins, J., Skuja, V. ve Sorbove, J. (Temmuz 2012). *The Labour Markets in Finland, Germany, Latvia, Norway and Sweden 2006-2010*. Erişim: 23 Ocak 2013, IAB-Forschungsbericht, <http://doku.iab.de/forschungsbericht/2012/fb0712.pdf>.
- Klyuev, V. Imus, P. ve Srinivasan, K. (4 Kasım 2009). *Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies*. Erişim: 22 Ocak 2013, IMF, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0927.pdf>.
- Kovacs, L. (2011). *The Hungarian Banking Sector and Its Challenges*. Erişim: 22 Ocak 2013, <http://www.tas.hu/cd/anyag/angol/082.pdf>.
- Kozicki, S., Santor, E. Ve Suchanek, L. (2011). *Unconventional Monetary Policy: The International Experience with Central Bank Asset Purchases*. Erişim: 22 Ocak 2013, Bank of Canada Review, <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2011/05/kozicki.pdf>.
- Küçüksaraç, D., Özel, Ö. (Kasım 2012). "Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Optimal Rezerv Opsiyonu Katsayılarının Hesaplanması". Erişim: 22 Ocak 2013, TCMB Çalışma Tebliği No:12/32. <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/2012/WP1232.pdf>.
- Liu, H., Wilson, J. (Mart 2011). *Bank Type, Competition and Stability in Japanese Banking*. Erişim: 22 Ocak 2013, http://www.gla.ac.uk/media/media_199406_en.pdf.
- Loisel, O., Mesonnier, J. (2009). *Unconventional Monetary Policy Measures in Response to the Crisis*.

- Lopez, R., Figueroa, E. (Kasım 2012). *Fiscal Policy in Chile: Hindering Sustainable Development by Favoring Myopic Growth*. Erişim: 22 Ocak 2013, Chile University,
<http://www.econ.uchile.cl/uploads/publicacion/94fa87f35e9c5530c602dd90349ca4db6c715ee0.pdf>.
- Madhyam&SOMO. (Aralık 2010). South Korea's Experience with Banking Sector Liberalisation. Amsterdam.
- Magyar Nemzeti Bank. (2010). Annual Report 2009. Budapest.
- Magyar Nemzeti Bank. (2011). Annual Report 2010. Budapest.
- Magyar Nemzeti Bank. (2012). Annual Report 2011. Budapest.
- Malliaropoulous, D., Kosma, O., (Ağustos 2012). *The US Fiscal Cliff*. Erişim: 22 Ocak 2013, Global Economic&Market Outlook, Eurobank,
http://www.eurobank.gr/Uploads/Reports/46_Global%20Market%20Outlook31812.pdf.
- McAllister, I., Wilkins, R. ve and Croissant, A. (2011). *Australia Report. SGI-Sustainable Governance Indicators 2011*. Erişim 22 Ocak 2013,
http://www.sgi-network.org/pdf/SGI11_Australia.pdf.
- McGovern, D. (15 Ocak 2010). *Sweden's Banks Are Fundamentally Strong, Although Burdened by Their Ties to the Baltic States*. Erişim: 22 Ocak 2013,
http://www.centerforfinancialstability.org/fsr/fsrresearch/comment/cfs_commentary_on_swedish_fsr_201001.pdf.
- Mexico Ministry of Finance and Public Credit. (2009). Mexico's Fiscal Policy for 2010. Mexico.
- Ministry of Economy and Finance of Peru. (2011). Multiannual Macroeconomic Framework Revised 2012-2014. Lima.
- Ministry of Foreign Affairs of Iceland. (2012). Iceland's Economy Fact Sheet. Reykjavik.
- Moller, L. (Haziran 2012). *Fiscal Policy in Colombia: Tapping Its Potential for a more Equitable Society*. Erişim: 22 Ocak 2013,
http://www.wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2012/06/15/000158349_20120615144304/Rendered/PDF/WPS6092.pdf.
- Montoro, C. (11 Mart 2011). *Assesing the Role of Reserve Requirements under Financial Frictions*. Erişim: 22 Ocak 2013, Bank for International Settlements,
https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db_name=CEF2011&paper_id=34

- Moody's Investor Service. (2011). Credit Analysis- Sweden. New York.
- Morgan, P. (Kasım 2009). *The Role and Effectiveness of Unconventional Monetary Policy*. Erişim: 22 Ocak 2013, <http://www.adbi.org/files/2009.11.11.wp163.role.unconventional.monetary.policy.pdf>.
- Moron, E., Castro, J. ve Villacorta, L. (Kasım 2010). *The Global Crisis and the Peruvian Labor Market: Impact and Policy Options*. Erişim: 22 Ocak 2013, Universidad del Pacifico, http://www.bcentral.cl/conferencias-seminarios/otras-conferencias/pdf/Workshop19112010/Eduardo_Moron.pdf.
- Mydske, T., Tyrhaug, S. ve Wasserfal, C. (2012). *Banking Regulation: Norway, Getting the Deal Through*. <http://www.thommessen.no/Filer/PDF/Getting%20the%20deal%20through%20%20Banking%20Regulation%202012%20Norway%20chapter.pdf>.
- Nakajima, J., Shiratsuka, S. ve Teranishi, Y. (2010). "The Effects of Monetary Policy Commitment: Evidence from Time-Varying Parameter VAR Analysis". Erişim: 22 Ocak 2013, 2010 IMES Discussion Paper Series 2010-E-6. <http://www.imes.boj.or.jp/research/papers/english/10-E-06.pdf>.
- National Bank of Poland. (2010). Financial Stability Report. Swietokrzyska.
- National Bank of Poland. (2011). Financial Stability Report. Swietokrzyska.
- National Bank of Poland. (2012). Financial Stability Report. Swietokrzyska.
- National Bank of Poland. (2010). Report on Monetary Policy Implementation in 2009. Swietokrzyska.
- National Bank of Poland. (2012). Report on Monetary Policy Implementation in 2011. Swietokrzyska.
- National Bank of Romania. (2009). Annual Report 2009. Bucharest.
- National Bank of Romania. (2010). Annual Report. Bucharest.
- National Bank of Romania. (2011). Annual Report 2011. Bucharest.
- National Bank of Romania. (2008). Monetary Policy Minutes. Bucharest.
- National Bank of Romania. (2009). Monetary Policy Minutes. Bucharest.
- National Bank of Romania. (2009). Monetary Policy Minutes. Bucharest.
- National Bank of Romania. (2009). Monetary Policy Minutes. Bucharest.

- National Bank of Romania. (2011). Monetary Policy Minutes. Bucharest.
- National Bank of Serbia. (2009). Annual Report 2009. Belgrade.
- National Bank of Serbia. (2010). Annual Monetary Policy Report. Belgrade.
- National Bank of Serbia. (2011). Semi-Annual Monetary Policy Report January-June. Belgrade.
- National Bank of Serbia. (2012). Semi-Annual Monetary Policy Report January-June. Belgrade.
- National Treasury Republic of South Africa. (2010). Budget Review 2010. Cape Town.
- National Treasury Republic of South Africa. (2011). Budget Review 2011. Cape Town.
- National Treasury Republic of South Africa. (2012). Budget Review 2012. Cape Town.
- New York State Society of CPAs Banking Committee. (2012). US Banking System Regulatory Framework. New York.
- New Zealand Ministry of Finance. (2009). Budget Policy Statement 2010. Wellington.
- New Zealand Ministry of Finance. (2010). Budget Policy Statement 2011. Wellington.
- New Zealand Ministry of Finance. (2012). Fiscal Strategy Report. Wellington.
- Ningning, D. (16 Kasım 2010). *China's Fiscal Policy in the Post-Crisis Period*. Erişim: 22 Ocak 2013, The Development Research Center of the State Council, P.R. China, http://www.nomurafoundation.or.jp/data/20101116_DING_Ningning-PPT.pdf.
- Nordgren, J. (10 Kasım 2010). *Iceland Country Risk Analysis*. Erişim: 22 Ocak 2013, SEB Merchant Banking, [http://taz.vv.sebank.se/cgi-bin/pts3/mc1/mb/mblib.nsf/a-w/D97EFFE8641B0AFCC125782200366103/\\$FILE/Iceland_Nov_2010.pdf](http://taz.vv.sebank.se/cgi-bin/pts3/mc1/mb/mblib.nsf/a-w/D97EFFE8641B0AFCC125782200366103/$FILE/Iceland_Nov_2010.pdf).
- Norges Bank. (2010). Annual Report 2009. Oslo.
- Norges Bank. (2011). Annual Report 2010. Oslo.
- Norges Bank. (2012). Annual Report 2011. Oslo.

- NRI. (2009). Perspectives of Unconventional Monetary Policy. Tokyo.
- OECD. (2010). Economic Survey of Norway 2010. Paris.
- OECD. (2010). Economic Survey of Poland. Paris.
- OECD. (2010). Colombia Economic Assessment. Paris.
- OECD. (2010). OECD Perspectives: Mexico Key Policies for Sustainable Development. Paris.
- OECD. (2010). Reviews of Labour Market and Social Policies, Israel. Paris.
- OECD. (2011). Economic Surveys of Sweden. Paris.
- OECD. (2011). Chile: Review of the Financial System. Paris.
- OECD. (2011). Economic Surveys: Israel. Paris.
- OECD. (2011). Observer No.285, Israel: Special Focus Q2. Paris.
- Özatay, F. (2011). Merkez Bankası'nın Yeni Para Politikası: İki Hedef-Üç Ara Hedef-Üç Araç. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 26 (302) 2011.
- Özatay, F. (2012). Para Politikasında Yeni Arayışlar. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, 27 (315) 2012.
- Özatay, F. (Ocak 2012). Para Politikasında Yeni Arayışlar ve TCMB. Erişim: 22 Ocak 2013, TEPAV, http://www.tepav.org.tr/upload/files/13268900343.Para_Politikasinda_Yeni_Arayislar_ve_TCMB.pdf.
- Özdemir, İ. (Haziran 2010). Merkez Bankacılığında Teminat Sistemleri. TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- Paitoonpong, S. (18-19 Haziran 2009). Experience of Thailand for Labor Market Adjustment to Financial Crisis. *Conference on Global Financial Crisis: Labor Market in the PRC and Its Adjustment to Global Financial Crisis*, Tokyo.
- Perera, A. (2010). *Monetary Policy in Turbulent Times: Impact of Unconventional Monetary Policies*. Erişim: 22 Ocak 2013, http://www.cbsl.gov.lk/pics_n_docs/10_pub/_docs/IRC/2010/Unconventional_Monetary_Policies_Full.pdf.
- Philip, G., Faust, J. ve Thunert, M. (2011). *Mexico Report*. Erişim: 22 Ocak 2013, SGI-Sustainable Governance Indicators, http://sgi-network.org/pdf/SGI11_Mexico.pdf.

- Porter, T. (8-9 Haziran 2010). Canadian Banks in the Financial and Economic Crisis. *Policy Responses to Unfettered Finance Workshop*, North-South Institute, Ottawa, Canada.
- Potuzakova, Z. (Nisan 2009). *Flexicurity- Challenge to Improve Czech Labour Market*. Erişim: 22 Ocak 2013, Czech Science Foundation, https://is.muni.cz/do/1456/soubory/aktivty/obzor/6182612/10586334/Flexicurity_O_challenge_to_improve_czech_labour_market.pdf.
- Republic of Serbia Ministry of Finance and Economy. (2012). Economic and Fiscal Programme of the Republic of Serbia 2012-2014. Belgrade.
- Reserve Bank of Australia. (2009). Annual Report. Sydney.
- Reserve Bank of Australia. (2010). Annual Report. Sydney.
- Reserve Bank of Australia. (2011). Annual Report. Sydney.
- Reserve Bank of Australia. (2012). Annual Report. Sydney.
- Reserve Bank of New Zealand. (2009). Monetary Policy Statement-III. Wellington
- Reserve Bank of New Zealand. (2009). Monetary Policy Statement-XII. Wellington
- Reserve Bank of New Zealand. (2010). Monetary Policy Statement-III. Wellington
- Reserve Bank of New Zealand. (2010). Monetary Policy Statement-XII. Wellington
- Reserve Bank of New Zealand. (2012). Monetary Policy Statement-VI. Wellington
- Reserve Bank of New Zealand. (2012). Monetary Policy Statement-IX. Ringen, S., Sverdrup, U. ve and Jahn, D. (2011). *Norway Report*. Erişim: 22 Ocak 2013, SGI, http://www.sgi-network.org/pdf/SGI11_Norway.pdf.
- Romania Fiscal Council. (2011). Annual Report.
- Romania Fiscal Council. (2012). Annual Report.
- Rogers, M. (Ekim 2012). *The US Banking Sector-Poised to Perform Four Years After a Near-Death Experience*. Erişim: 22 Ocak 2013, Viewpoint Asset Management, http://www.conning.com/uploadedFiles/Asset_Management/Point_of_View/Viewpoint/09-2012%20The%20US%20Banking%20Sector%20FINAL.pdf.

- Sanchez, M. (8 Kasım 2011). *The Strengths and Challenges of Mexico's Financial System*. Erişim: 22 Ocak 2013, <http://www.bis.org/review/r111110e.pdf>.
- Sangsubhan, K., Wangcharoenrung, R. (2010). *Fiscal Issues in Thailand: Assessment on the Impact of Stimulus. Fiscal Transparency and Fiscal Risk*. Erişim: 22 Ocak 2013, Fiscal Policy Research Institute, http://www.eria.org/publications/research_project_reports/images/pdf/y2010/no1/ch7Fiscal_issues_Thailand.pdf.
- Sawyer, M. (Haziran 2011). *The Tragedy of UK Fiscal Policy, in the Aftermath of the Financial Crisis*. Erişim: 22 Ocak 2013, University of Leeds, http://www.boeckler.de/pdf/v_2011_10_27_sawyer.pdf.
- Schmidt, M. (20 Eylül 2011). *Monetary Policy of the ECB, Its Concepts and Tools*. Erişim: 22 Ocak 2013, http://www.generationeuro.eu/files/ecb_en/Monetary_policy_of_the_ECB.pdf.
- Smaghi, L. (28 Nisan 2009). *Conventional and Unconventional Monetary Policy*. Erişim: 22 Ocak 2013, BIS Review 52, <http://www.bis.org/review/r090429e.pdf>.
- South African Reserve Bank. (2011). Annual Report 2009/10. Pretoria.
- South African Reserve Bank. (2012). Annual Report 2012. Pretoria.
- Sveriges Riks Bank. (2009). Monetary Policy Report-II. Brunkebergsfaret.
- Sveriges Riks Bank. (2009). Monetary Policy Report-VII. Brunkebergsfaret.
- Sveriges Riks Bank. (2009). Monetary Policy Report-X. Brunkebergsfaret.
- Sveriges Riks Bank. (2011). Monetary Policy Report-II. Brunkebergsfaret.
- Swedish Bankers' Association. (2011). Banks in Sweden. Stockholm.
- Swedish Fiscal Policy Council. (2010). Swedish Fiscal Policy. Stockholm.
- Swedish Fiscal Policy Council. (2011). Swedish Fiscal Policy. Stockholm.
- Swedish Fiscal Policy Council. (2012). Swedish Fiscal Policy. Stockholm.
- Szczerbowicz, U. (Mart 2011). *Effectiveness of Unconventional Monetary Policies and Their Impact on Long-Term Inflation Expectations*. Erişim: 22 Ocak 2013, SUERF-The European Money and Finance Forum, <http://www.suerf.org/download/studies/study20113.pdf>.

- TEPAV. (2008). 2007-08 Küresel Finans Krizinde Ülkelerin Politika Deneyimleri. Ankara.
- TeosuroNacional. (2009). The Soundness of the Brazilian Banking System. Brasilia.
- The Bank of Korea. (2009). Monetary Policy Report-III. Seoul.
- The Bank of Korea. (2010). Monetary Policy Report-IX. Seoul.
- The Bank of Korea. (2011). Monetary Policy Report-III. Seoul.
- The Bank of Korea. (2011). Monetary Policy Report-IX. Seoul.
- The Bank of Korea. (2012). Monetary Policy Report-IV. Seoul.
- The Bank of Korea. (2012). Monetary Policy Report-IX. Seoul.
- The People's Bank of China. (2009). Monetary Policy Report Quarter Two. Beijing.
- The People's Bank of China. (2009). Monetary Policy Report Quarter Three. Beijing.
- The People's Bank of China. (2010). Monetary Policy Report Quarter Four. Beijing.
- The People's Bank of China. (2010). Monetary Policy Report Quarter One. Beijing.
- The People's Bank of China. (2010). Monetary Policy Report Quarter Two. Beijing.
- The People's Bank of China. (2011). Monetary Policy Report Quarter Four. Beijing.
- The People's Bank of China. (2011). Monetary Policy Report Quarter One. Beijing.
- The People's Bank of China. (2012). Monetary Policy Report Quarter Four. Beijing.
- The People's Bank of China. (2012). Monetary Policy Report Quarter One. Beijing.
- The World Bank. (2012). Philippine Quarterly Update: From Stability to Prosperity for All. Washington DC.
- The World Bank. (2012). Philippine Quarterly Update: Investing in Inclusive Growth Amid Global Uncertainty. Washington DC.

- The World Bank. (2012). Policy Research Working Paper. Washington DC.
- Tripe, D. (2009). *New Zealand and the Financial Crisis of 2008*. Erişim: 22 Ocak 2013, Massey University, <http://www.rbnz.govt.nz/research/workshops/june2009/3732339.pdf>.
- Turner, G., Tan, N. ve Sadeghian, D. (Eylül 2012). *The Chinese Banking System*. Erişim: 22 Ocak 2013, Reserve Bank of Australia Bulletin, <http://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2012/sep/pdf/bu-0912-7.pdf>.
- TCMB. (2010). Para Politikası Çıkış Stratejisi. Ankara.
- TCMB. (2009). Enflasyon Raporu 2009-II. Ankara.
- TCMB. (2010). Enflasyon Raporu 2010-III. Ankara.
- TCMB. (2011). Enflasyon Raporu 2011-I. Ankara.
- TCMB. (2011). Enflasyon Raporu 2011-II. Ankara.
- TCMB. (2012). Enflasyon Raporu 2012-I. Ankara.
- TCMB. (2012). Enflasyon Raporu 2012-IV. Ankara.
- TCMB. (2012). Finansal İstikrar Raporu, Sayı 15. Ankara.
- TCMB. (2010). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. 23 Eylül 2010. Ankara.
- TCMB. (2010). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. 17 Aralık 2010. Ankara.
- TCMB. (2011). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. 24 Ocak 2011. Ankara.
- TCMB. (2011). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. 23 Mart 2011. Ankara.
- TCMB. (2011). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. 21 Nisan 2011. Ankara.
- TCMB. (2011). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. 12 Eylül 2011. Ankara.
- TCMB. (2012). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. 27 Mart 2012. Ankara.
- TCMB. (2012). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. 29 Mayıs 2012. Ankara.

- TCMB. (2007). 2008 Yılında Para ve Kur Politikası. Ankara.
- TCMB. (2008). 2009 Yılında Para ve Kur Politikası. Ankara.
- TCMB. (2009). 2010 Yılında Para ve Kur Politikası. Ankara.
- TCMB. (2010). 2011 Yılında Para ve Kur Politikası. Ankara.
- TCMB. (2011). 2012 Yılında Para ve Kur Politikası. Ankara.
- TCMB. (2012). 2013 Yılında Para ve Kur Politikası. Ankara.
- USAID. (2010). Serbian Response to the Financial Crisis.
- US Government Printing Office. (2012). Economic Report of the President of the USA, Restoring Fiscal Responsibility. Washington DC.
- Vargas, H. (2011). *Monetary Policy and the Exchange Rate in Colombia*. Erişim: 22 Ocak 2013, BIS Paper No:57, <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap57i.pdf>.
- Vint, M. (2009). *Evolution of the Banking System Before and After the Integration in the European Union*. Erişim: 22 Ocak 2013, Bulletin of the Transilvania University of Braşov, Volume 2 (51), <http://but.unitbv.ro/BU2009/BULETIN2009/Series%20V/BULETIN%20V%20PDF/187%20vant.pdf>.
- Walsh, C. (Nisan 2010). *Implementing Monetary Policy*. Erişim: 22 Ocak 2013, University of California, Santa Cruz, http://people.ucsc.edu/~walshc/MyPapers/walsh_bok_20100422.pdf.
- Wife, A., Aarsnes, J. (23 Mart 2011). *China's Banking Sector: The Big Payback*. Erişim: 22 Ocak 2013, Roubini Global Economics, http://www.relooney.info/SI_FAO-Asia/0_Important_5.pdf.