

Son Finansal Kriz Öncesi ve Sonrası Para Politikalarında Gelişmeler ve Merkez Bankalarının Değişen Rolü

Developments in Monetary Policies before and after the Recent Financial Crisis and the Change in the Role of Central Banks

Asst. Prof. Dr. Zekayi Kaya (Çankırı Karatekin University, Turkey)

Asst. Prof. Dr. Erkan Tokucu (Kafkas University, Turkey)

Abstract

During the historical process, application of the monetary policies and the roles of the central banks have changed within the framework of the developments in the world economy, problems encountered and the economic policies as a solution to these problems. The financial crises after 1990 and the recent financial crisis as the biggest experienced one after 1930s, caused an increase in the importance of the task of providing financial stability besides price stability and in this context in the function of “lender of last resort” of the central bank. The crisis required using new policy instruments in addition to interest rate instrument which was not sufficient enough in providing financial stability and the roles of the central banks in providing financial stability changed. In this study, applications of monetary policies and the changing role of the central banks will be examined. Within this framework, traditional and non-traditional instruments will be explained and the problems that can be confronted by a central bank when providing price stability besides financial stability will be remarked.

1 Giriş

Merkez Bankalarının tarihsel olarak temelde üç farklı dönemde üç amaca yöneldikleri görülmektedir. Bu dönemlerden birincisi, “Victoria Çağı” olarak adlandırılan çağdır ki kabaca 1840-1914 dönemini kapsar. Bu dönemde para politikalarına yüklenen temel amaç, altın standardının geçerli olduğu bir sistemde hem altın standardını devam ettirmek hem de finansal istikrarı devam ettirebilmektir. Bu çağ para politikalarında önemli yerleri olan Walter Bagehot ve Henry Thornton'un da içinde yer aldığı çağdır (Goodhart, 2010). Savaşlardan veya altının tükenmesinden dolayı oluşan finansal panikler sırasında likidite buharlaştığında önemli Merkez Bankalarının finansal sisteme likidite enjekte etmesi bekleniyordu. Bu panikler genellikle İngiltere Merkez Bankası (BoE)'nin altın standardını geçici olarak rahatlatmak amacıyla aldığı kararların hemen öncesinde kısa süreler halinde oluşmaktaydı. Thornton (1802) ve Bagehot (1873), BoE'ye ödeme gücü olan ve geçici likidite problemlerine sahip alıcılara likidite sağlamak amacıyla son kredi mercii politikasını tavsiye etti. Aynı şekilde, Amerika Birleşik Devletleri'nde de, özellikle finansal panikleri ve faiz oranları ile banka başarısızlıklarıyla ilişkili olumsuz gelişmeleri engellemek için Federal Reserve Sistemi (FED) kurularak sistemin aksamadan çalışmasını sağlamak için önlemler alınmaya çalışıldı (Cukierman, 2013).

Merkez Bankaları ve para politikaları için ikinci dönem Büyük Buhran ve II. Dünya Savaşı sonrası 1940'lardan 1960'ların sonlarına kadar kamu müdahalelerinin geçerli olduğu ve reel ekonominin istikrarına önem veren Keynesyen politikaların uygulandığı dönemdir. Bu dönemde ilk defa Phillips (1958) tarafından tahmin edilen ve enflasyon ile işsizlik arasında değiş tokuşu ifade eden negatif eğimli Phillips Eğrisi istikrar politikaları için temel bir araç haline geldi ve para ve maliye politikasından oluşan bir karma yaklaşım ile bir istikrar paketi hazırlandı (Cukierman, 2013). 1930 sonrası dönem yaşanan piyasa başarısızlıklarından dolayı, Merkez Bankalarına güven kaybının yüksek olduğu dönemdir. Dolayısıyla para politikalarının yürütülmesinde hükümetler insiyatifi ellerine almış ve dönemin başında, altın standardı terk edildiği için faiz oranlarını baskı altında tutmayı hedefleyen bir para politikası stratejisi benimsemişlerdir.

Üçüncü dönem, neo liberal politikaların hâkim olmaya başladığı 1980'lerden sonraki dönemdir. Bu dönemin temel özelliği ise bağımsız Merkez Bankalarının kendileri tarafından belirlenen araçlarla para politikalarını yürüttükleri dönemdir. 1980'lerle birlikte, devlet önemli oranda piyasalardan çekilmeye başlamış ve serbest piyasa ekonomisinin hâkim olması için gerekli yasal düzenlemeler yapılmaya başlamıştır (Goodhart, 2010).

Çalışma, özellikle üçüncü dönemde geçerli olan Merkez Bankacılığı ve uygulanan para politikalarını incelemektedir. 1980 sonrasında finansal piyasalardaki hızlı gelişmelerden dolayı Merkez Bankacılığında ve para politikalarını teknik uygulamalarında çok hızlı değişimler olmuştur. Bankacılık sistemindeki düzenlemelerin kaldırılması, banka dışı finansal aracılığın gelişmesi ve buna bağlı olarak yeni finansal araçların türetilmesi para politikalarının etkinliğini ve para politikalarındaki değişimi yakından etkileyen gelişmelerdir (Ho, 2008). Son finansal krize kadar birçok Merkez Bankası fiyat istikrarını sağlamayı birincil amaç olarak kabul etmekte, finansal istikrara da katkıda bulunacak şekilde politikaları takip edeceğini belirtmekteydi. Ayrıca fiyat istikrarının sağlandığı bir ekonomide finansal istikrarın da sağlanacağı beklentisi hâkimdi. Ancak son finansal kriz döneminde fiyat istikrarının sağlanmasının finansal istikrar için de yeterli olmadığı ve krizin reel ekonomiler

üzerindeki olumsuz etkilerinin giderilmesi için kısa vadeli politika faiz oranları üzerinden yürütülen para politikalarının çalışmadığı anlaşıldı. Bu bağlamda fiyat istikrarı ve finansal istikrar olarak ikili bir hedefin aynı anda sağlanabilmesi için Merkez Bankaları hem kurumsal yapılarında hem de para politikası uygulamalarında bir takım değişikliklere gittiler.

Çalışmada, 1980 sonrasında krize kadar olan süreçte uygulanan para politikalarının genel çerçevesi hakkında bilgi verilecek ve geleneksel olmayan para politikalarına niçin ihtiyaç duyulduğu, bu politikaların nasıl uygulandığı hakkında bilgiler verilecektir. Bu bağlamda miktarsal genişleme ve vade dönüşümünden oluşan bilanço uygulamaları, faiz taahhüdü politikası ve koridor uygulamaları anlatılacaktır.

2 Finansal Krizden (2007-2009) Önce ve Sonra Merkez Bankalarının Rolü

Merkez Bankalarının rolleri 1980'li yıllarda finansal piyasalarda meydana gelen gelişmelerle değişikliğe uğramış olsa da değişmeyen geleneksel rolleri de olmuştur. Merkez Bankaları finansal krizden önce ve sonra sahip oldukları geleneksel roller şunlardır: 1) Son Kredi Mercii Düzenlemeleri 2) Ödeme Sistemlerinin Gözetimi

1) Son kredi mercii düzenlemeleri acil duruma sahip ilgili finansal kurumlar için kullanılmalıdır. Bu rolün kullanımının nedenlerinden biri “özel iş modeli veya yatırım stratejilerinin bir sonucu olarak ödeme gücüyle karşılaşan finansal kurumların problemleridir.” Diğer neden bozulan ve aksayan fon piyasalarının yenilenmesidir (Ojo, 2011). Finansal kriz sırasında Merkez Bankalarının zayıflıklarından birisinin sınırlı bir zaman için son kredi mercii olarak geleneksel rolünü gerçekleştirememeleri olduğu ortaya çıktı. Bu çerçevede, İngiliz bankası Northern Rock'a hücumu başlatan problemlere neden olan en önemli örneklerden biri İngiltere Bankasıydı.

2008 son aşamalarından sonra, geleneksel olmayan önlemler gelişmiş ekonomiler tarafından başlatıldı. Bu önlemler olağanüstü şartlarda –özellikle daha uzun sürelerden oluşan vadede ve seçilmiş kredi piyasalarına müdahalede– bankalara likidite tedarikini kapsamaktadır (Ojo, 2011).

2) Likiditenin son sağlayıcıları olarak Merkez Bankaları eşsiz bir yere sahiptir. Bunun sonucu olarak ödeme sistemlerinin gözetmeni olma geleneksel rolünün bir uzantısı olarak sayılabilen sistemik riskin gözetimi sorumluluğuna sahiptirler (Ojo, 2011).

Merkez Bankaları ödeme sistemlerinin gözetmeni rolüyle ilişkili olarak geniş bir bilgi ve uzmanlığa sahiptirler. Bu bilgi ve uzmanlığı elde etme yollarından dolayı makro-ihhtiyat denetimi sorumluluğuna sahiptirler. Bankacılık sektöründe hükümet ve özel sektör tarafından çıkarılan kısa vadeli yükümlülükler halk tarafından likit kısa vadeli tasarruflarının oluşturduğu talep için yeterli olmayabilir. Bu durumda Merkez Bankalarının bir likidite tedarik yolu olarak vade dönüşümü ile bankaların likidite riskini azaltabilme rolleri vardır. Aynı zamanda bankaların likidite risklerini yönetmede “Merkez Bankası rezerv hesabı”nı kullanmasına izin verebilirler. Bu işlem bankaların normal gün içi değişimleri de kapsayan sıradan ödeme ihtiyaçlarını karşılamalarına imkân sağlayan bir tedariktir (Ojo, 2011).

2.1 Finansal Krizden Önce Merkez Bankalarının Rolü

Kriz öncesi son yirmi yıl içinde fiyat istikrarı Merkez Bankalarının temel amacı olmuştur. Merkez Bankaları bu amacı faiz oranları aracılığıyla elde etmeye çalışmıştır. Bir para politikası aracı olarak politika faiz oranını sadece gelecekteki kısa vadeli faiz oranı beklentilerini etkilemek için kullanırlar. Bu yolla az veya çok tahmin edilebilir şekilde uzun dönem faiz oranları ve varlık fiyatları düzenlenebilir.

Makroekonomik ve finansal istikrarı sağlarken Merkez Bankalarının rolü belli değildi. Ticari bankaların mevduat ve borç uyumsuzluklarından dolayı bankalara hücum durumunda mevduat sigortası ve Merkez Bankalarının acil likidite yardımı sağlayıcıları (son kredi mercii) rolü kullanılmıştır. Bunlar bankacılık sektöründe bir ahlaki tehlike problemine neden oldu. Bundan dolayı bireysel bankalar seviyesinde sermaye gereklilikleri gibi mikro-ihhtiyat araçlarının kullanımı ile düzenleme ve denetim ihtiyacı vardı.

Merkez Bankaları, bilançolarının büyüklüğü ve bileşimi ile çok fazla ilgilenmediler. Tedavüldeki para yani dolaşımdaki banknotlar en önemli yükümlülüğüydü ve resmi mevduatlar Merkez Bankası bilançolarında nadiren yükümlülüklerin çok büyük bir oranına sahip olmuştur. Merkez Bankaları döviz (uluslararası rezervler) ve yerli para (daha çok devlet tahvilleri ve bankalardan bazı alacaklar) karışımı olarak varlıklara sahipti.

Yükselen piyasa ekonomilerinde Merkez Bankalarının döviz kurunu ve döviz rezervlerini yönetmek, yerel para tahvil piyasalarını geliştirmek, devlet borçlarını yönetmek ve ihtiyati denetimi gerçekleştirmek gibi çok sayıda görevleri olmuştur (Hannoun, 2010).

Ağustos 2007 öncesi yıllarda Merkez Bankaları operasyonel bağımsızlıkla birlikte para politikasını yönetmede temelde başarı sağladılar. Bir enflasyon hedefini elde etmek için kısa dönem resmi faiz oranını kullanıyorlardı. Bu yolla fiyat istikrarının elde edilmesi finansal istikrarı garantilememektedir. Finansal istikrarın sağlanması amacı için makro-ihhtiyat ve düzenleyici araçlar geliştirilmektedir (Goodhart, 2011).

Merkez Bankaları “en son kredi mercii” şeklinde bir bireysel bankaya veya “Açık Piyasa İşlemleri (API)” yoluyla piyasanın tamamına likidite sağlamak için geleneksel istikrar araçlarına sahip olmuşlardır. Bunlar likidite

yönetimi için kullanılan araçlar olduğundan finansal istikrar otoritesi, likidite yönetimi ve Merkez Bankası bilançosu üzerinde kontrole sahip kurum Merkez Bankası olabilirdi.

Normal şartlar altında APİ piyasa faiz oranlarını bu faiz oranından ayrı olarak oluşturulmuş resmi faiz oranı çizgisine doğru yönlendirmek için kullanılır. Fakat finansal sıkıntı ve kriz şartlarında likidite yönetimi resmi faiz oranlarından bağımsız hale gelir (Goodhart, 2011). Bu durum, faiz oranları sıfır seviyesinde olduğu durum dışında faiz oranları sıfır seviyesinin üzerinde olduğu zaman da geçerlidir. Faiz oranlarının pozitif olduğu bu durumda, kısa-vadeli faiz oranlarını yönetmek için faiz koridorunu uygulamaya fırsat veren bir dizi özgülük vardır. Koridor sisteminde, likidite politikası ve faiz oranı politikası geniş bir alanda bağımsızca yönetilebilir.

2.2 Finansal Krizden Sonra Merkez Bankalarının Rolünde Değişim ve Makro-İhtiyatı Denetim

Merkez Bankaları fiyat istikrarını sağlamada en son finansal krize kadar başarılı olmuşlardır. Krizden sonra, fiyat istikrarını elde etmenin aynı anda finansal istikrarı sağlamada yeterli olmadığı Merkez Bankaları tarafından anlaşıldı. Sonra Merkez Bankaları finansal istikrar üzerinde öncekinden daha çok odaklanma eğiliminde olmuşlardır. Finansal istikrar hedefini fiyat istikrarı, çıktı ve döviz kuru istikrarı hedeflerine ek olarak bir diğer hedef olarak göz önünde tutmaya başladılar (Tokucu, 2012).

Merkez Bankalarının gerçek sorumlulukları; sürekli likiditenin geçerliliğini garantilemek, ödeme sisteminin iyi performansını sağlamak ve para politikasının aktarımını gözetmek olduğu için finansal istikrardan kısmen sorumludur. Birçok Merkez Bankası etkin bir denetim ve düzenleme desteğiyle finansal istikrarı korumaya katkıda bulunmaktadır (Mohamed, 2012).

Varlık fiyatları, kredi artışları ve parasal toplamlar finansal istikrarsızlıkların göstergeleridir. Son kriz sırasında ve sonrasında, kısa vadede fiyat istikrarı var olsa bile Merkez Bankalarının aşırı kredi genişlemesine ve varlık fiyat artışlarına karşı koymak gibi bir role sahip olduğu anlaşılmıştır. Merkez Bankaları global finansal sistemin çöküşünü önlemek için finansal piyasalara müdahale ettiler. 2008'in son aylarında krize cevap olarak gelişmiş ülkelerde bilanço politikaları başlatıldı veya genişletildi. Fakat yükselen piyasa ekonomilerinde Merkez Bankaları kriz öncesinde çoktan bilançolarını genişletmişlerdi. Bazı gelişmiş ülkelerde Merkez Bankaları fiyatlardan miktarlara kaymaya neden olan geleneksel olmayan parasal gevşeme politikalarına odaklandı. Bu politikalar, sıfır faiz oranına yaklaşılmasına sebep olan geleneksel olmayan parasal gevşeme politikasının yanında uygulandı (Hannoun, 2010). Makro-ihtiyat politikaları geleneksel olmayan önlemler olarak ilk gelişmiş ekonomilerde başlatıldı. Bu önlemler olağanüstü şartlarda (daha uzun sürelerden oluşan vade ve ikincil piyasanın likiditesini desteklemek amacıyla seçilmiş kredi piyasalarına müdahale ve finansman şartlarını geliştirmek amacıyla tahvillerin kesin alımı) bankalara likidite tedarikini kapsamaktadır (Yellen, 2011).

Döviz rezervleri çok yüksekti. Yüksek seviyeli rezervler bankacılık sisteminin likiditesini ve banka kredisini etkiledi. Varlıklar ve yükümlülükler arasında bir uyumsuzluk vardı. Çünkü yabancı para varlıklarının karşılığı olarak Merkez Bankası yerel para yükümlülüklerinin ölçüğü bankacılık sisteminin hacmine göre büyüktü. Birçok yükselen piyasada Merkez Bankalarının zorunlu karşılıklar artırılarak bu nötralize edildi.

Yükselen piyasa ekonomilerinin döviz rezervlerinde artış dünyada gösterge tahvillere ve politika faiz oranlarına talebi artırdı. Düşük politika faiz oranları gelişmiş ülkelerde tahvil piyasa getirilerini düşürdü ve bazı ülkelerde varlık fiyatlarında büyümeyi teşvik etti. Büyük döviz rezervlerinin sonucu olarak yerli para değer kazandı ve bu rezervler krizden önce yükselen piyasa ekonomilerine likit döviz varlıklar sağladı. Ancak Eylül 2008 Lehman Brothers'ın çöküşünden sonra kriz vurdu ve bankalar ve şirketler için kısa vadeli dolar yükümlülüklerini çevirmeleri zorlaştı. Bu, yükselen piyasa ekonomilerinin döviz rezervlerini büyük oranda elden çıkarmasına ve dövizin değer yitirmesine neden oldu (Hannoun, 2006).

Basel Bankacılık Denetim Komitesi Basel III'ün bir parçası olarak yeni bir makro-ihtiyatı düzenleme rejimini tasarladı. Makro-ihtiyat politikası ve araçları Basel III'de konjonktür karşıtı sermaye yükümlülükleri ve ileriye dönük tedarik olarak yer almıştır (Yellen, 2011). Merkez Bankalarının makro-ihtiyat yapısı, makro-ihtiyat denetimi ve düzenlemesini oluşturmada anahtar bir role sahip oldukları iddiası şu nedenlere dayandırılmaktadır:

Makro-ihtiyat önlemlerinin geliştirilmesi ve yapılandırılması güvenilir analitik ve tahmin becerilerini gerektirmektedir. Merkez Bankaları, ekonominin tümü ve belirli piyasa bölümleri ile ilgili sahip oldukları geniş ve sağlam bilgileriyle önemli bir rol oynamaktadır. Merkez Bankalarının bilgi avantajı, makro-ihtiyat politikası ve para politikası arasındaki etkileşimden dolayı makro-ihtiyat önlemlerini şekillendirmede önemlidir. Merkez Bankaları ve düzenleyici otoriteler arasında yakın işbirliği ve etkin bilgi paylaşımı makroekonomik politika ve bireysel finansal kurumların düzenlenmesi arasında bir ilişki oluşturmak için çok önemlidir (Ojo, 2011).

Son finansal krizden sonra ulusal denetimciler ve Merkez Bankaları arasında roller ve sorumluluklar değişti ve yeniden tanımlandı (Ojo, 2011). Kriz, Merkez Bankalarına ihtiyatı düzenleme ve denetimde daha fazla rol vererek (Almanya, Fransa, Birleşik Krallık), karar vermede resmi rol vererek (Birleşik Krallık) ve makro ihtiyatı risk uyarılarında rol vererek (Avrupa Sistemik Risk Kurulu yoluyla AB'nde) Merkez Bankalarının rolünü güçlendirdi. Bazı ülkeler, finansal sistemde ortaya çıkan sistemik riskleri daha etkili teşhis ve tespit etmek amacıyla kuruluşlar arası koordinasyon ve yönetimi güçlendirmek için yeni sistemik risk "konseylerini" (örneğin, Fransa, Almanya, İtalya, Meksika, Birleşik Devletler) çoktan başlattı (Vinals, 2010). Birçok ülkede Merkez Bankalarına çok sayıda önemli rol transfer edilmesine rağmen finansal istikrarı sağlamada roller ve

sorumluluklarla ilgili iki farklı tartışma bulunmaktadır: Bazı Merkez Bankacıları ve ekonomistlere göre, Merkez Bankaları organizasyonel ve operasyonel yapılarında yapılacak bir değişimle birlikte sadece fiyat istikrarını değil aynı zamanda finansal istikrarını da sağlayabilirler. Tam aksi, diğerleri Merkez Bankalarının sadece fiyat istikrarı hedefine sahip olması gerektiği ve finansal istikrar sorumluluğunun yeni bir organizasyona verilmesi gerektiği fikrini savunmaktadırlar (Tokucu, 2012).

Literatürde para politikası ile bankacılık düzenleme ve denetim fonksiyonlarının bir Merkez Bankasında birleştirilmesinin mi yoksa ayrı kurumlar tarafından mı gerçekleştirilmesinin iyi olacağı konusunda bir uzlaşma yoktur. Para politikası ile makro-ihtiyat politikasının bir Merkez Bankasında birleştirilmesinin iyi olacağı iddiası üç ana nedene dayanmaktadır. Bunlardan birincisi, Merkez Bankaları makroekonomik gelişmeleri izlemeye avantaja sahip olmalarıdır. İkincisi, makro-ihtiyat sorumlulukları Merkez Bankasında merkezileştirme Northern Rock'ın kurtarılmasında yaşandığı gibi bir kriz sırasında ayrı birimlerin faaliyetlerinin koordinasyonunda yaşanan problemleri önleyecektir. Üçüncüsü, para politikası kararları kaldıraç (borcun öz sermayeye oranı) ve risk alma için potansiyel sonuçlara sahiptir (Galati ve Moessner, 2011).

Makro-ihtiyat politikaları sistemik riski azaltarak finansal istikrarı sağlamaya çalışmaktadır. Doğrudan sorumlu olsun ya da olmasın sistemik riskin ve makro finansal bağlantıların analizinde Merkez Bankasının uzmanlığı makro-ihtiyat politikalarının ayarlanmasında faydalıdır (Fujita, 2010).

BIS (2011)'de belirtildiği gibi para politikası ile mikro ve makro-ihtiyat politikaları arasında koordinasyon sağlamak için tartışılmakta olan dört farklı kurumsal düzenleme seçeneği vardır. Birinci seçenek, makro-ihtiyat politikasının farklı kurumların ortak sorumluluğuna verilmesidir. Bu, ya bir Makro-İhtiyat Politikası Komitesi oluşturularak ya da makro-ihtiyat politikası kararlarının farklı kurumlar tarafından alınabildiği bir düzenlemeyle gerçekleştirilebilir. İkinci seçenek, ayrı bir makro-ihtiyat politikası otoritesi oluşturmaktır. Üçüncü seçenek, makro-ihtiyat politikası sorumluluğunun Merkez Bankasına ve mikro-ihtiyat politikasının sorumluluğunun ayrı bir kuruma verildiği kurumsal bir yapıdır. Dördüncü seçenek, her iki mikro ve makro-ihtiyat politika otoritelerinin tamamıyla Merkez Bankalarına verilmesidir (Özatay, 2012).

3 Finansal Kriz Öncesi Para Politikaları

1980'lerin ortalarında Amerika Birleşik Devletleri ve İngiltere, Monetarist karakterli para politikalarından vazgeçtiler. Bunun temel nedenlerinden birisi, Monetaristler tarafından istikrarlı ve öngörülebilir olduğu ileri sürülen para talebinin istikrarlı olmadığına anlaşılmasıdır. Bunun para politikaları açısından anlamı şudur: eğer para talebi istikrarlı ve öngörülebilir değil ise Merkez Bankası para arzını para talebine göre ayarlayamayacak yani kurala dayalı bir şekilde uygulanan parasal büyüklüklerin kontrolüne dayalı Monetarist para politikaları etkin olamayacaktır. Para talebindeki istikrarın kaybolması aslında finansal piyasalardaki hızlı gelişmelerin bir sonucudur. Finansal piyasalardaki hızlı gelişmeler ayrıca para arzının dışsallığını da azaltmış yani para arzını temsil eden ve faiz oranı eksenine paralel olan doğru pozitif eğimli olmaya başlamıştır. Para arzının içselleşmesi olarak adlandırılan bu süreç parasal büyüklüklerin ara hedef olarak seçilmesini zorlaştırmış ve Monetarist politikalardan vazgeçilmesine neden olmuştur (Palley, 2005).

Monetarist para politikalarının etkinliğini kaybetmesi, para politikalarında yeni arayışlara yol açmış ve Keynesyen makro teoriye mikro temeller kazandırmak için çalışan Yeni Keynesyen görüşler gündeme gelmiştir. 1980'lerin sonrası ve 1990'ların başlarından itibaren hâkim olmaya başlayan ve birçok ülkede politika yapıcılar tarafından kabul gören Yeni Keynesyen yaklaşım içerisinde para politikalarında enflasyon hedeflemesi rejimi olarak bilinen görüş geliştirilmiştir (Clarida, vd, 1999; Woodford, 2003). Enflasyon hedeflemesinin bu mikro temelli versiyonunda bağımsız bir Merkez Bankası, kısa dönemli faiz oranlarını enflasyon ve üretim açıklarının sosyal maliyetlerinin ağırlıklı bir doğrusal kombinasyonunu minimize edecek şekilde ayarlamaktadır. Burada enflasyon açığı, gerçekleşen enflasyonla hedeflenen enflasyon arasındaki farkı ifade ederken, üretim açığı fiili çıktı ile potansiyel çıktı arasındaki farkı ifade etmektedir.

John Taylor'un 1990'ların başında geliştirdiği ve kendi adıyla anılan Taylor Kuralı basit bir araç kuralıdır ve para politikaları uygulanırken Merkez Bankasının nasıl davranacağını gösterir. Kural basitçe aşağıdaki gibi gösterilebilir:

$$i = i_{reel} + a(Y - Y^*) + b(\pi - \pi^*)$$

i: Merkez Bankası tarafından belirlenecek nominal faiz oranlarını

i_{reel} : reel faiz oranlarını

a: Merkez Bankasının çıktıdaki sapmaya verdiği ağırlığı

(Y - Y*): fiili üretim ile potansiyel üretim arasındaki farkı yani çıktıdaki sapmayı

b: Merkez Bankasının enflasyondaki sapmaya verdiği ağırlığı

($\pi - \pi^*$): gerçekleşen enflasyon ile hedeflenen enflasyon arasındaki farkı

ifade etmektedir. Çıktıda ya da hedeflenen enflasyonda bir sapma meydana geldiğinde Merkez Bankası kısa vadeli politika faiz oranlarını kullanarak tepki verecektir.

Aslında 1990'lardan sonra hâkim olmaya başlayan iktisat ekolü Yeni Keynesyenlerin önemli bir yer tuttuğu ve Yeni Uzlaşma olarak adlandırılan ekoldür. Ekol içerisinde Yeni Keynesyenlerin önemli bir ağırlığı vardır ancak

Yeni Klasik ve Monetarist öğelere de yer verilmektedir. İktisat okullarında 1960'lardaki ilk sentezin - Neo Klasik Sentez Okulu - ardından 1990'lardan sonra kurulan bu yeni sentez Arestis ve Sawyer'e göre Yeni Keynesyen yaklaşımın genişletilmiş halidir (Arestis ve Sawyer, 2006).

Yeni uzlaşma çerçevesinde para politikaları, yukarıda da değinildiği üzere, Taylor Kuralı çerçevesinde faiz oranlarının, enflasyondaki ve çıktıdaki sapmaya göre ayarlanmasına dayanmaktaydı. Bu şekilde uygulanan para politikalarıyla fiyat istikrarının elde edileceği, fiyat istikrarına bağlı olarak da finansal istikrarın, ödemeler dengesinin ve diğer amaçların kendiliğinden sağlanacağı beklentisi vardı. Maddeler halinde özetlemek gerekirse, 1990'lardan sonra hâkim olan Yeni Uzlaşma Okulu'nun 2008'de Amerikan eşik altı krizi baş gösterene kadar para politikasıyla ilgili geleneksel görüşleri aşağıdaki gibiydi (Cukierman, 2013):

- (Reel) faiz oranı ana politika aracı ve para politikasının duruşu için yeterli bir istatistiktir.
- Merkez Bankası fiili enflasyonu enflasyon hedefinden uzaklaştıracak noktaya kadar balonları karşılmalıdır.
- Enflasyon hedeflemesi rejimi altında, finansal istikrar ve ihtiyati gözetimlerin önemi daha azdı. Bu yaklaşımın kurumsal bir kanıtı (göstergesi) finansal denetimin 1990'ların ikinci yarısında İngiltere Bankası'ndan ayrı bir birime – Finansal Hizmetler Otoritesi'ne – transferiydi.
- Bununla ilişkili olarak, finansal sistemik riske akademisyenler arasında genel olarak çok az önem verildi.

Yeni Uzlaşma yaklaşımı çerçevesinde fiyat istikrarı birçok Merkez Bankası için birincil hedef durumundaydı. Bir ekonomide fiyat istikrarı sağlanırsa finansal istikrarın da dâhil olduğu diğer hedeflere kendiliğinden ulaşılacağına inanılıyordu. Ancak fiyat istikrarının sağlandığı bir ekonomide finansal istikrarın da sağlanacağı şeklindeki görüşün yanlış olduğu yaşanan son finansal krizden sonra net bir şekilde anlaşılmış oldu. Dolayısıyla Merkez Bankaları finansal istikrara yönelik olarak da politika geliştirmek zorunda kaldılar ve para politikası stratejilerini buna göre ayarlamaya başladılar.

3.1 Finansal Kriz Sırasında Kısa Vadeli Faiz Oranlarının Yönetimine Dayalı Politikaların Tıkanması ve Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Gerekliği

Merkez Bankaları normal koşullarda, parayı arz eden tekel konumundaki yapılarından dolayı kısa vadeli politika faiz oranlarını ve politika faiz oranları üzerinden de piyasalardaki diğer faiz oranlarını rahatlıkla değiştirebilmektedir. Ekonomide genişletici etkiler meydana getirmek için bir Merkez Bankasının yapması gereken faiz oranlarını artırıcı ya da düşürücü para arzı ayarlamaları yapmaktır. Merkez Bankasının bu tür bir politikası tüketim ve yatırım maliyetlerini faizler üzerinden artırıp azalttığı için iktisadi faaliyetler üzerinde kesin etkiler meydana getirmektedir (Peersman, 2013).

2007-2008 finansal krizi, politika faizine dayalı para politikalarının kriz dönemlerinde çalışmadığını göstermiş dolayısıyla Merkez Bankalarının uyguladıkları para politikalarında bir takım değişiklikler yapılmasını zorunlu kılmıştır. Kriz sırasında Merkez Bankaları normal zamanlarda uyguladıkları politikalarından ayrılarak yeni politikaları uygulamışlardır ancak bütün Merkez Bankalarının birebir aynı politikaları uyguladıkları söylenemez. Her Merkez Bankası, ülkenin içinde bulunduğu koşullara bağlı olarak bir politika seti oluşturmuştur. Bu bağlamda uygulanan politikalar kredi desteğinden miktarsal genişlemeye, döviz piyasasına müdahaleden menkul kıymetler piyasasına müdahaleye kadar genişletilebilir. Tüm bu uygulamaların ortak noktası finansal sektörün daha iyi çalışmasını sağlamak, reel ekonomilerde finansal kaynaklı krizlerin çıkmasını engellemek ve fiyat istikrarını sağlamaktır (Trichet, 2013).

Merkez Bankaları hem para politikalarını daha etkin yürütebilmek hem de finansal istikrara katkıda bulunmak için yeni arayışlara girmişlerdir. Bu bağlamda sadece Taylor Kuralı çerçevesinde ve fiyat istikrarı amacına odaklanmış bir para politikası stratejisiyle, hem krizin etkilerini atlatmak hem de finansal istikrarı sağlamanın zor olduğunu görmüşlerdir (Clews, vd, 2010).

Kısa vadeli faiz oranlarının yönetilmesine dayalı geleneksel para politikalarının kriz dönemlerinde çalışmaması iki nedene bağlanmaktadır. Birincisi birçok ülkede faiz oranlarının neredeyse sıfır düzeyine kadar çekilmesinden dolayı para politikaları açısından daha fazla manevra alanının kalmamasıdır. İkincisi, kısa dönemli faiz oranları üzerinden çalıştırılan aktarma kanallarının krizden dolayı beklenen performansı göstermemesidir (Smaghi, 2009). Ancak kısa dönem politika faiz oranlarının sıfır düzeyine inmesi Bernanke ve Reinhart'a (2004) göre para politikalarının iflas ettiği şeklinde yanlış bir kaniye yol açmamalıdır. Bu durumlarda para politikası yine çalıştırılabilir ve iktisadi faaliyetler etkilenebilir. Bernanke ve Reinhart, politika faiz oranları çok düşük olduğunda ya da sıfır düzeyine indiğinde bile Merkez Bankalarının para politikalarını üç şekilde yine de yürütebileceğini ileri sürmektedir.

- Yatırımcılara faiz oranlarının gelecekte şuan beklendiğinden daha düşük olacağına dair teminat verilmesi (faiz taahhüdü)
- Merkez Bankası'nın bilanço kompozisyonunu değiştirerek piyasadaki menkul kıymetlerin nispi arzını değiştirmek (vade dönüşümü).
- Merkez Bankası bilançosunu faiz oranlarını sıfır düzeyinde sağlayacak düzeyden daha fazla genişletmek (Miktarsal genişleme - Quantitative Easing)

Aslında hem geleneksel hem de geleneksel olmayan para politikalarının temel amacı iktisadi birimlerin yatırım ve tüketim kararlarında önemli bir yeri olan reel faiz oranlarını etkilemektir. Reel faiz oranları, nominal faiz oranları ile beklenen enflasyon arasındaki fark olarak tanımlanabilir. Geleneksel para politikaları, nominal faiz oranlarını etkileyerek reel faizleri etkilemekteydi. Fakat politika faiz oranları sıfır düzeyine indiği için nominal faizleri bu yolla etkileyebilmenin sınırına gelmiş oldu ve geleneksel olmayan para politikaları devreye girdi. Geleneksel olmayan para politikaları da sonuçta reel faiz oranlarını değiştirmeye yönelik girişimler olarak tanımlanabilir. Geleneksel olmayan para politikalarında reel faiz oranları iki şekilde etkilenmeye çalışılır. Birincisi nominal faiz oranlarını orta ve uzun vadede düşürücü politikalar uygulamak, ikincisi ise enflasyonist beklentileri artırmaktır (Evans, 2011). Her ikisi uygulamada başarılı olmaları durumunda reel faiz oranlarının düşmesine ve iktisadi faaliyetlerin artmasına katkıda bulunacaktır. Özellikle bilanço politikalarını bu bağlamda düşünmek gerekir. Geleneksel olmayan para politikaları bağlamında geliştirilen yeni uygulamalardan bilanço uygulamaları, faiz koridoru sistemi, faiz taahhüdü politikaları hakkında bilgi verilecektir.

3.2 Bilanço Uygulamaları

Bilanço uygulaması, Merkez Bankalarının kendi bilanço büyüklüğünü ya da kompozisyonunu değiştirerek uyguladıkları politikalarıdır. Eğer bir Merkez Bankası piyasalardan varlık alıyor karşılığında nakit para veriyorsa bilanço genişleyecektir. Bunun yanında eğer bir Merkez Bankası piyasadaki aldıkları riskli ve likiditesi düşük varlıkları alıyor karşılığında riski oldukça düşük ve likiditesi yüksek kamu iç borç kâğıtlarını veriyorsa aktifindeki varlıkların kompozisyonu yani bilançonun kompozisyonu değişecektir. Her iki politikaya birden kredi genişlemesi (credit easing) politikası denebilir ve bu politikalar ekonomiyi farklı kanallardan etkilerler.

Miktarsal genişleme (quantitative easing) olarak adlandırılan politikada Merkez Bankaları, kendi bilanço büyüklüklerini kullanarak, politika faiz oranları sıfır düzeyine bile inerse, iktisadi faaliyetleri canlandırabilirler. Merkez Bankası, bankalardan ve finansal kurumlardan önemli miktarda varlık alarak hem bilançosunu hem de parasal tabanı genişletmektedir (Peersman, 2013).

Miktarsal genişleme politikaları ilk kez Japonya tarafından uygulanmıştır. Japonya 1990'larda yaşadığı resesyondan kurtulmak için önce geleneksel para politikalarını uygulamış, bu çerçevede faiz oranları sıfır düzeyine kadar düşmüştür. Bu uygulamanın ardından Japon Merkez Bankası (BoJ) yüklü miktarda menkul kıymet almaya başlamış ve bu alımlarla birlikte sistemdeki likiditenin artırılması ve varlık fiyatlarının yükseltilmesi hedeflenmiştir. Bankaların ellerinde likidite arttıkça fazla likiditenin piyasaya kredi olarak verileceği beklenmiştir. Japonya'nın uyguladığı bu politika son finansal krizle birlikte aralarında uygulama farklılıkları olmakla birlikte İngiltere, ABD ve Avrupa Merkez Bankaları tarafından uygulanmıştır (Joyce, vd, 2006).

İngiltere Merkez Bankası krizin etkilerinin atlatılması amacıyla miktarsal genişlemeye dayalı para politikası uygulayan Merkez Bankalarından birisidir. İngiltere Merkez Bankası, para politikalarını yürütürken iki temel amaca yönelik olarak bu politikaları uyguladığını belirtmektedir. Bunlar fiyat istikrarını sağlamak ve finansal istikrara katkıda bulunmak. Bu amaçlara ulaşabilmek için ise, ekonomideki ve finansal piyasalardaki hızlı gelişmeler karşısında para politikası uygulamalarında sürekli değişikliğe gitmektedir ve özellikle son finansal krizin ardından bu değişiklikler oldukça fazladır. Değişen şartlara uygun araçlarla aynı anda fiyat istikrarına ve finansal istikrara odaklanabilmekte ve özellikle finansal istikrara katkıda bulunmak amacıyla finansal kurumların likiditelerini artırmaya yönelik esnek bir yapı geliştirmiş olmaktadır (Clews, vd, 2010). Bu anlayış çerçevesinde BoE, Mart 2009'dan itibaren para politikalarını bir taraftan piyasa faiz oranlarının politika faiz oranına yakın olacak şekilde belirlemeye çalışırken diğer taraftan varlık alımına dayalı politikaları da (miktarsal genişleme politikalarını) yürütmeye başlamıştır. Banka, Varlık Alım Desteği (Asset Purchase Facility) çerçevesinde ve açık piyasa işlemleri vasıtasıyla bu politikaları uygulamaya başlamıştır. Bu tür bir politikayı uygulayarak Banka, orta vadeli enflasyon hedefiyle uyumlu nominal bir talep düzeyinin elde edilmesini hedeflemiştir. Bu amaçla yüklü miktarda varlık Banka tarafından satın alınmıştır ve Bankanın kendisi tarafından belirlenen rezerv miktarı para politikasının temel aracı haline gelmiştir. Merkez Bankası, miktarsal genişleme politikasını uygularken genellikle banka dışı kesimden varlık satın almıştır (Joyce, 2012) ancak bankalar bu işlemler sırasında büyük oranda aracılık faaliyetinde bulunmuştur. BoE'ye (2010) göre Banka'nın bu şekilde varlık satın alması ekonomiyi iki kanaldan etkileyecektir. İlk olarak varlık alımından dolayı piyasaya fazla miktarda para sürüldüğü için piyasaya çıkan bu fazla para mal ve hizmet talebini artıracaktır. İkinci olarak piyasaya sürülen bu fazla likidite mal ve hizmet talebine yönelmeyip diğer varlıkların alımı için kullanılsa bile diğer varlıkların talebi fiyatları artacak buna karşılık bu varlıkların faiz oranları düşecektir. Faizlerdeki düşme dolaylı olarak toplam talebi yine etkilemiş olacaktır.

Bilanço genişlemesi ya da bilanço kompozisyonunun değişmesi finansal piyasalarda varlıkların riskini, vadesini ve getirisini değiştirebildiği için bu tür politikalar etkin olmaktadır. Ayrıca önemli oranda bir miktarsal genişleme genişletici maliye politikası etkisi de yapabilir. Şöyle ki Merkez Bankası piyasadaki önemli oranda kamu borç kâğıdı alıp karşılığında para verdikçe bu kâğıtların faizleri yani kamu borçlanmasının maliyeti düşecek ve ekonomide genişletici etkiler meydana getirecektir (Peersman, 2013).

Krizin başlamasıyla birlikte miktarsal genişleme politikaları Amerikan Merkez Bankası FED tarafından da uygulanmıştır. QE1, QE2 ve QE3 olarak adlandırılan politikalar Büyük Hacimli Varlık Alım Programları (Large Scale Assets Purchasing Programs - LSAP) çerçevesinde ilk kez Kasım 2008 ve Mart 2009 yılında uygulamaya başlamıştır. Uygulamalarda alınan kâğıtlar acente garantili ipoteğe dayalı menkul kıymetler (agency guaranteed mortgage-backed securities–MBS), acente borçları (agency debts) ve Hazine kâğıtlarıdır (Treasury Securities) (Kohn, 2010). İlk uygulamada FED 1,45 trilyon dolar değerinde MBS ve 300 milyar dolarlık uzun vadeli Hazine kâğıdı satın almıştır ve QE1 programı Mart 2010 tarihinde sona ermiştir. Kasım 2010 tarihinde başlatılan QE2 programı çerçevesinde 600 milyar dolarlık uzun vadeli Hazine kâğıdı alınmış ve bu program Haziran 2011 tarihine kadar devam etmiştir. En son olarak Eylül 2012 tarihinde uygulamaya konulan program QE3 olarak adlandırılan programdır. Son programın bitiş tarihi uygulamaya başlandığında belirtilmemiş yani açık uçlu olarak bırakılmıştır. Program çerçevesinde önce her ay 40 milyar dolarlık bir MBS alınacağı belirtilmiş daha sonra program her ay 45 milyar dolarlık Hazine bonusu alınacak şekilde değiştirilmiştir. Bu programlardan dolayı FED'in bilançosu üç kat büyümüştür (Peersman, 2013).

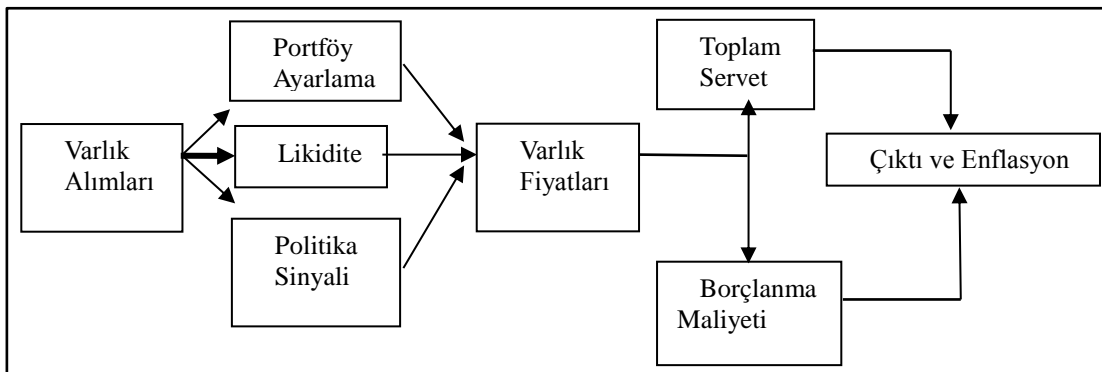
FED'in bilanço politikası çerçevesinde uygulamaya başladığı bir diğer politika bilanço kompozisyonunu değiştiren ancak bilançonun büyüklüğünü değiştirmeyen vade değişim ya da vade uzatma operasyonlarıdır ki bu uygulamaya vade uzatma programı (maturity extended program) ya da operation twist olarak adlandırılmaktadır. Bu uygulamada Merkez Bankası piyasadaki uzun vadeli kamu kâğıtlarını satın alıp kısa vadeli kâğıtları satmaktadır. Alınan kâğıtlarla satılan kâğıtlar birbirine eşit olduğu için bilanço genişlemesi olmamış ancak kompozisyon değişmiştir (Joyce, vd, 2012). Bu uygulama Eylül 2011 tarihinde başlatılmış ve Haziran 2012 tarihinde genişletilmiştir. Uygulama çerçevesinde 667 milyar dolar tutarında kısa vadeli Hazine kâğıdı satılarak karşılığında uzun vadeli kâğıtlar satın alınmıştır.

Avrupa Merkez Bankası (ECB) de genişletici politikalar uygulamıştır. Ancak bu çerçevede yaptığı varlık alımları sınırlıdır ve kesin alım (outright purchase) şeklindedir. Mayıs 2009 ve Ekim 2012 tarihleri arasında yaptığı ipotekli varlık (covered bonds) alımlarında toplam 76,4 milyar Euro'luk alım yapmıştır. Ayrıca Mayıs 2010 ile 2012'nin yaz aylarında ikincil piyasalara müdahale ederek 219,5 milyar Euro değerinde kamu iç borç kâğıdı satın almıştır. Amaç hem derinliği ve likiditeyi artırmak hem de Euro krizini istikrara kavuşturmak (Peersman, 2013).

Bilanço politikalarının hangi kanallardan geçerek reel ekonomiyi etkilediğine dair çalışmalar devam etmektedir (Peersman, 2013; Joyce, vd, 2012; Bowdler ve Radia, 2012). Bu çalışmalarda Merkez Bankalarının varlık alımlarının reel ekonomiyi nasıl etkilediği aşağıdaki gibi gösterilmektedir (Bowdler ve Radia, 2012).

Bilanço uygulamasında, yukarıda da belirtildiği üzere, hem varlık alımı hem de vade dönüştürme işlemleri vardır. Bu uygulamalarda asıl amaç varlıkların getirisini ve fiyat yapısını bozarak toplam talebi etkilemeye çalışmaktadır. Amaç geleneksel modellerdeki gibi doğrudan kısa vadeli faizleri düşürmek değil (faizler zaten sıfır düzeyine düşmüş durumdadır), varlıkların getirilerini değiştirerek uzun vadeli faiz oranlarını düşürmek ve piyasaya çıkan fazla paranın likidite tuzağına düşmeden kredilere yönelmesini sağlamaktır.

Miktarsal genişleme uygulamasına gidildiğinde, para diğer finansal varlıkların mükemmel bir ikame edicisi değilse, piyasaya çıkan aşırı miktardaki para yatırımcıların portföylerinde bir dengesizliğe yol açacak ve yatırımcılar bir portföyü yeniden dengeleme sürecine girecektir. Bu süreçte portföydeki fazla para diğer finansal varlıkların alımına kayacağı için diğer varlıkların fiyatları yükselip getirileri (faiz oranları) azalacaktır. Faiz oranlarındaki azalma ise ekonomide bir canlanmaya neden olacaktır (Bernanke ve Reinhart, 2004).



Şekil 1. Varlık Alımları Aktarma Kanalı **Kaynak:** Bowdler ve Radia, 2012.

Şekilden de görüldüğü üzere, varlık fiyatlarının yükselmesi ve getirilerinin azalması bir taraftan kredi koşullarını iyileştirmekte diğer taraftan fiyatları yükselen varlıkları ellerinde tutan hanehalklarının bir sermaye kazancı elde etmelerine yani servetlerinin artmasına neden olmaktadır. Artan servetin bir kısmının tüketim harcamalarına gitmesi toplam talebi ve Gayri Safi Yurt İçi Hasılayı artıracaktır (Joyce, vd, 2012).

Varlık alımları ayrıca toplam likiditeyi artırmakta ve ileriye dönük politika sinyali de vermektedir. Artan likidite borçlanma maliyetlerini düşürmekte ve politika sinyali uzun vadeli faizlerin düşeceğini haber vermektedir. Dolayısıyla kriz döneminde yapılmak istenen toplam çıktı düzeyini artırmak için serveti artırmak ve borçlanma maliyetlerini düşürmektir. Örneğin FED, piyasada uzun vadeli kâğıtları satın alıp bunların miktarını azaltarak bu varlıkların fiyatlarını artırıp getirilerini düşürmeyi amaçlamıştır. Dolayısıyla bu uygulama uzun vadeli faiz oranlarının düşmesine yol açacağı için piyasaya uzun vade için bir anlamda faizlerin düşük olacağı sinyalini vermiştir.

Bilanço kanalının etkin çalışması için Merkez Bankası tarafından alınan ve satılan varlıklar arasında ve banka mevduatları arasında tam ikamenin olmaması gerekir. Aksi halde Merkez Bankasının kısa vadeli kâğıtlarla uzun vadeli kâğıtları değiştirmesi ya da varlıklarla banka mevduatlarını değiştirmesi aktarma kanallarını harekete geçirmeyecek ve piyasa üzerinde hiçbir etki meydana getirmeyecektir. FED'in alımlarını yaptığı borç kâğıtları kısmen birbirlerini ikame etmesine rağmen bu politika yine de başarılı olmuştur. Çünkü kriz sürecinde özel sektör uzun vadeli varlıklardan ziyade kısa vadeli varlıkları tercih ettiği için FED'in uzun vadeli varlıkları alması piyasa faiz oranlarını düşürmede başarılı olabildiği (Kohn, 2010).

3.3 Faiz Taahhüdü Politikası

Merkez Bankalarının başarısı açısından iletişim oldukça önemlidir. Ekonomide işler kötüye gittiğinde ya da geleneksel para politikaları çalışmadığı zaman bile iyi bir iletişimle piyasa Merkez Bankasının istediği yöne yönlendirilebilir. Örneğin kriz dönemlerinde kısa vadeli faiz oranlarının nasıl bir seyir izleyeceği belirsizleşmektedir. Merkez Bankasının gelecekte faiz oranlarını artırıp artırmayacağı belli olmadığı iktisadi birimlerin geleceğe dair öngörülerini bozulmakta ve geleceğe ilişkin sağlıklı finansal ve reel yatırım kararları verilememektedir. Ancak Merkez Bankasının, faiz oranlarının gelecekte alacağı değerlere ilişkin önceden bazı taahhütlerde bulunması piyasayı yönlendirici etki yapacak ve uzun vadeli faiz oranlarına bir istikrar kazandıracaktır.

Hisse senedi ipotekli senetler gibi uzun ömürlü finansal varlıkların fiyatlandırılması kısa dönem faiz oranlarının cari düzeyine olduğu kadar gelecekte beklenen düzeylerine bağlı olarak gerçekleştirilmektedir. Bir Merkez Bankası kısa vadeli faiz oranlarının gelecekteki seyrine ilişkin bir taahhütte bulunduğu bu varlıkların fiyatlarını ve iktisadi faaliyetleri de etkilemiş olmaktadır (Bernanke ve Reinhart, 2004). Ayrıca uzun vadeli faiz oranları, şimdiki ve öngörülen kısa vadeli faiz oranlarının ağırlıklı ortalamasıdır. Uzun vadeli faizlerin artmayacağını garanti edilmesi geleceğe dair beklenti oluşturan birimlerin faiz beklentilerini düşürmesine yol açacaktır. Dolayısıyla kısa vadeli faiz oranlarının şimdiki değeri sıfır düzeyine inmiş bile olsa faiz oranlarının gelecekte hızlı bir şekilde yükselmeyeceğinin Merkez Bankası tarafından ilan edilmesi piyasalardaki ekonomik aktiviteyi yine de canlandıracaktır (Evans, 2011). FED bu işlevi her FOMC (Federal Open Market Committee) toplantı metninde faizlerin gelecek dönemlerde yükselmeyeceği yönündeki beyanıyla yerine getirmeye çalışmıştır (Kohn, 2010).

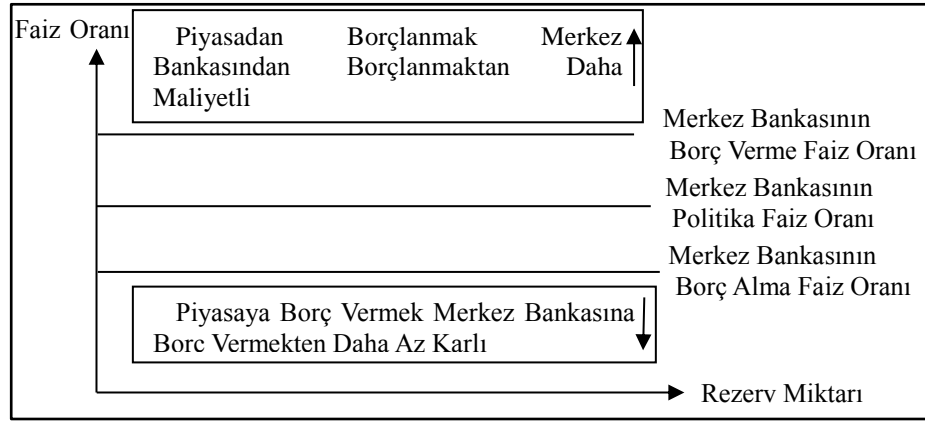
Reel faiz oranları çerçevesinde beklenen enflasyona ilişkin ya da fiyat düzeylerine ilişkin açıklamalar da etkili olacaktır. Yukarıda da belirtildiği üzere, reel faiz oranı nominal faiz oranıyla beklenen enflasyon arasındaki farka eşittir. Kriz dönemlerinde politika faiz oranları ve nominal faiz oranları neredeyse sıfır düzeyine indiği için kısa vadeli faizleri kullanarak reel faiz oranlarını daha da fazla düşürmek imkansız olmaktadır. Bu durumda reel faiz oranlarını düşürmek için beklenen enflasyon oranları kullanılabilir. Beklenen enflasyon oranının artacağına dair bir beklentinin Merkez Bankası tarafından piyasaya duyurulması, gelecekte mal ve hizmetlerin fiyatları daha da yükseleceği için şimdiki tüketim ve yatırım harcamalarını artıracaktır. Bunun yanında beklenen enflasyonu artması reel faiz oranlarını düşüreceği için harcamalar artabilecektir. Beklenen enflasyona ilişkin yapılabilecek bir diğer uygulama ise fiyat düzeyleri için belirli bir düzeyin hedeflenmesi ve bu hedefin piyasaya duyurulmasıdır (Evans, 2011). Hem beklenen enflasyonu artırıcı hem de fiyat düzeyine ilişkin hedeflerin duyurulması reel faiz oranlarının gelecekteki seyri hakkında bir yol haritası çizeceği için tüketim ve yatırım kararlarının da sağlıklı bir şekilde verilmesini sağlayacaktır.

Merkez Bankasının faiz taahhüdü politikasının başarılı olması için Bankanın güvenilir olması yani verdiği sözü yerine getirileceğine dair kamuoyunda bir inancın olması gerekir. Örneğin FED, finansal krizin ilk günlerinde kısa vadeli faiz oranlarının sıfır düzeyine yaklaştığı günlerde yaptığı açıklamada faiz oranlarının yakın gelecekte değişmeden kalacağını duyurdu. Daha sonraki açıklamalarında da faiz oranlarının gelecekte değişmeyeceğinin garantisini verdi. Faiz oranlarındaki değişimin ise ekonomideki kalıcı iyileşmeler elde edildikten sonra olacağını belirterek faiz oranlarına ilişkin bir öngörünün yapılabileceğini mümkün kıldı. Faiz açıklamaları uzun vadeli kâğıtlardaki faizlerin ve bunlarla bağlantılı olarak kredi faizlerinin de düşmesine yol açarak iktisadi faaliyetlerin canlanmasına neden oldu (Peersman, 2013).

3.4 Faiz Oranı Koridoru (Operational Standing Facilities)

Faiz koridoru sisteminin temel amacı, Merkez Bankalarının enflasyon hedeflemesi yaklaşımı içerisinde hem fiyat istikrarına hem de finansal istikrara yönelik politika uygulayabilmelerinin sağlanmasıdır. Ekonomilerin her geçen gün finansal istikrarı tehdit eden gelişmelerle daha çok karşılaşmaları, Merkez Bankalarının fiyat istikrarı ile beraber finansal istikrara da odaklanmalarına yol açmıştır. Ancak fiyat istikrarı için geliştirilen araçların

finansal istikrar için de yeterli olmaması Merkez Bankalarının araç sayısını arttırmalarını ve para politikasının operasyonel çerçevesini genişletmelerini zorunlu kılmıştır. İktisat politikalarında Tinbergen Yasası olarak bilinen bir yasaya göre amaç sayısı arttıkça araç sayısının da artması gerekmektedir (Joyce, vd, 2013). Yani Merkez Bankalarının araç setlerini genişletmeleri ve birden fazla politika aracını devreye sokmaları gerekmiştir (Başçı ve Kara, 2011).

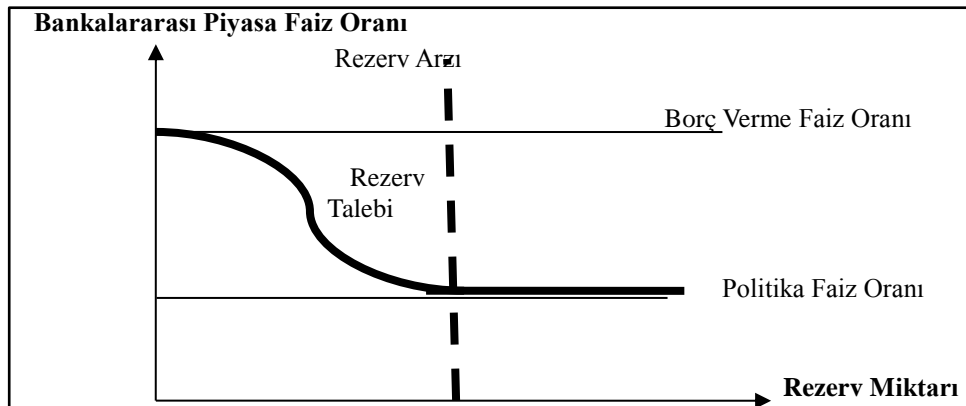


Şekil 2. Simetrik Koridor Uygulaması *Kaynak: Bank of England, 2010.*

Koridor sistemi sayesinde Merkez Bankaları, koridorun sınırlarından birisini finansal istikrar için, diğerini fiyat istikrarı için kullanabilir. Ayrıca, koridor sistemi sayesinde bir Merkez Bankası, likidite yönetimi ile faiz politikasını da birbirinden ayırabilmektedir. Bankaların likidite yönetiminin rahat bir şekilde gerçekleştirilmesi, finansal istikrar açısından önemlidir. Koridor sistemi sayesinde Merkez Bankası, bankaların likidite ihtiyaçlarını karşılamalarına yardımcı olur ve rezerv talebinde öngörülemeyen büyük miktardaki dalgalanmalar önenebilir (Clews, vd, 2010).

Koridor uygulaması Şekil 2 yardımıyla açıklanabilir. Koridorun üst sınırı Merkez Bankasının bankalara borç verirken uyguladığı faiz oranını (borç verme faiz oranı), alt sınırı ise bankaların fazla rezervleri için Merkez Bankasının bankalara ödediği faiz oranını (borç alma faiz oranı) temsil etmektedir. İki nokta arasındaki faiz oranı ise Merkez Bankasının belirlediği faiz oranıdır. Merkez Bankası belirlediği alt ve üst sınırlar sayesinde bankalararası piyasadaki faiz oranlarının dalgalanmasını engellemekte, bankalara borç alma ve borç verme kolaylığı sağlamakta ve bu şekilde finansal istikrara ve fiyat istikrarına katkıda bulunmaktadır. Şekil 2 simetrik koridor uygulamasını ifade etmektedir yani alt ve üst sınırların politika faiz oranına uzaklığı eşittir. Koridorun simetrik ya da asimetrik olup olmaması Merkez Bankalarının tercihlerine bağlı olarak belirlenir. Örneğin Kanada'da Merkez Bankası simetrik uygulamayı tercih ederken Türkiye'de asimetrik uygulamayı tercih edilmektedir (Tokucu, 2013).

Ancak piyasalardaki bazı gelişmeler koridor uygulamasında taban uygulaması olarak adlandırılan uygulamayı da mümkün kılmaktadır. Özellikle ekonomideki likiditenin önemli oranda arttığı dönemlerde piyasadaki aşırı likidite Merkez Bankasının ilan ettiği politika faizlerini tutturmasını engellemektedir. Bu durumda, politika faiz oranı ile Merkez Bankasının borç alma faiz oranı birbirine eşit hale gelmekte ve likiditenin bol olduğu bir ortamda faizleri yönetmek daha kolay olmaktadır.



Şekil 3. Taban Koridor Uygulaması *Kaynak: Bank of England, 2010.*

Örneğin İngiltere Merkez Bankası'nın, Mart 2009 tarihinden itibaren başlattığı varlık alımı piyasadaki likidite miktarının önemli oranda artmasına yol açmış, bu likidite artışı Banka tarafından belirlenen faiz oranlarının elde

edilememesine neden olmuştur. Bu durumda Banka, koridor sisteminde taban sistemi olarak ifade edilen sisteme geçmiş ve politika faiz oranıyla borç alma faiz oranını birbirine eşitlemiştir (Bank of England, 2010). Bu durumda piyasadaki likidite miktarı ne olursa olsun politika faiz oranı belirli bir düzeyin altına düşmeyecektir. Böylece Merkez Bankası hem likidite politikasını hem de faiz politikasını birbiriyle çatışmayacak şekilde yürütebilecektir. Şekil 3, bu durumu göstermektedir. Şekilden de görüleceği üzere, rezerv arzının artması koridorun alt sınırını aşağı doğru itmemektedir. Dolayısıyla Banka, rezerv yönetimi ile faiz yönetimini aynı anda yapabilmektedir. Taban koridor sistemini İngiltere gibi Norveç Merkez Bankası da uygulamaktadır (Tokucu, 2013).

4 Sonuç

Son finansal kriz finansal istikrarı sağlamakla görevli diğer kurumlar yanında Merkez Bankalarının fonksiyonlarında ve kullandıkları araçlarda değişime neden oldu. Merkez Bankalarının fiyat istikrarının sağlanması amacı ile birlikte finansal istikrarın sağlanmasında da fonksiyonları arttı. Merkez Bankaları geleneksel araçların dışında geleneksel olmayan yeni araçlar kullanmaya başladılar.

Finansal küreselleşme süreci ile birlikte sermaye hareketlerinin artması, yeni finansal tekniklerin ve araçların kullanılması para politikalarının etkinliğini olumsuz yönde etkilemiştir. Bu durum daha önce kullanılan geleneksel olan ve olmayan araçların yetersiz kalmasına yol açmıştır. Bunun sonucunda Merkez Bankaları tarafından finansal istikrarın sağlanması için 90'lı yıllarda yeni bir araç olarak politika faiz oranı kullanılmaya başlandı. Merkez Bankalarının politika faizine dayalı para politikalarının son kriz döneminde çalışmadığı görülünce geleneksel olmayan yeni politikalar uygulamışlardır. Bilanço uygulamaları, faiz koridoru sistemi ve faiz taahhüdü politikaları finansal kriz sonrası uygulanan parasal politikalarlardır. Bu politikalar Merkez Bankalarının finansal istikrarın sağlanmasında doğrudan ne kadar önemli bir role sahip olduklarını göstermiştir. Bunun dışında Merkez Bankaları sahip oldukları bilgi ve veri avantajı ile finansal istikrar komiteleri gibi makro-ihiyati denetim kurullarında etkin bir rol üstlenmişlerdir.

Kaynakça

- Arestis ve Sawyer, 2006. "New Consensus, New Keynesianism and the Economics of the Third Way", *The Jerome Levy Economics Institute, Working Paper, No. 364*, pp. 1-2.
- Bank of England, 2010. "The Framework for the Bank of England's Operations in the Sterling Money Markets", RedBook, pp.3-14, <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/money/publications/redbookdec10.pdf> (Erişim Tarihi: 10.02.2014).
- Başçı ve Kara, 2011. Finansal İstikrar ve Para Politikası, TCMB, Çalışma Tebliği, No:11/08, Mayıs.
- Bernanke ve Reinhart, 2004. "Conducting Monetary Policies at Very Low Short Term Interest Rates", *American Economic Review*, **94(2)**, pp. 85-90.
- Bowdler ve Radia, 2012. "Unconventional Monetary Policies: the Assessment", *Oxford Review of Economic Policy*, **28(4)**, pp. 603-621.
- Clarida, vd, 1999. "The Science of Monetary Policy: New Keynesian Perspective", *Journal of Economic Literature*, **37(4)**, pp. 1161-1707.
- Clews, vd, 2010. "The Bank's Money Market Framework", *Bank of England, Quarterly Bulletin, Q4*, **50(4)**, pp. 292-301. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/qb1004.pdf> (Erişim Tarihi: 10.02.2014).
- Cukierman, 2013. "Monetary Policy and Institutions Before, During and After the Global Financial Crisis", *Journal of Financial Stability*, **9**, pp. 373-384.
- Evans, 2011. "Monetary Policy – Tools for Non-Traditional Times", Federal Reserve Bank of Chicago, 2010 Annual Report, http://www.chicagofed.org/digital_assets/publications/annual_report/2010_annual_report.pdf (Erişim Tarihi: 10.01.2014).
- Fujita, vd, 2010. "Central Banking Lessons from the Crisis", *IMF*, May, pp.13-17.
- Goodhart, 2010. "The Changing Role of Central Banks", *BIS Working Papers*, No: 326, November, pp. 1-16.
- Goodhart, 2011. "The Changing Role of Central Banks", *Financial History Review*, **18(2)**, pp.135-154.
- Galati ve Moessner, 2011. "Macro-prudential Policy – a literature review", *BIS Working Paper*, No 337, February, pp.1-38.
- Hannoun, 2010. "The Expanding Role of Central Banks since the Crisis: What are the Limits?", *BIS 150th Anniversary of the Central Bank of the Russian Federation*, Moscow, June, pp. 1-10.
- Ho, 2008. "Implementing Monetary Policy in the 2000s: Operating Procedures in Asia and Beyond", *BIS Working Paper*, No: 253, July, pp:1-45. www.bis.org (12.02.2010).

- Joyce, vd, 2012. “Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy: An Introduction”, *The Economic Journal*, **122**, pp. 271-288.
- Kohn, 2010. “Monetary Policy in the Crisis: Past, Present, and Future”, Brimmer Policy Forum, American Economic Association Annual Meeting, Atlanta, Georgia, p.3, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kohn20100103a.pdf> (Erişim Tarihi: 15.02.2014).
- Mohamed, vd, 2012. “Financial Stability: Definitions, Theoretical Foundations and Roles of the Central Banks”, *International Research Journal of Finance and Economics*, **84**.
- Ojo, 2011. “The Changing Role of Central Banks and the Role of Competition in Financial Regulation During and in the Aftermath of the Financial Crisis”, *European Law Journal*, **17(4)**, pp. 513-533.
- Özatay, 2012. “Para politikasında yeni arayışlar”, *İktisat İşletme ve Finans*, **27(315)**, ss.51-75.
- Palley, 2005. “A Post Keynesian Framework for Monetary Policy. Why Interest Rate Operating Procedures Aren’t Enough”, **Post Keynesian Principles of Economic Policy** (içinde), C. Gnos ve L. P. Rochon (Edits), Edward Elgar, Northampton, MA, USA.
- Peersman, 2013. “The Effectiveness of Unconventional Monetary Policies”, Global Financial Institute, <https://www.dgfi.com/DGFI/White-Papers/The-Effectiveness-of-Unconventional-Monetary-Policies> (Erişim Tarihi. 03.03.2014).
- Smaghi, 2009. "Conventional and Unconventional Monetary Policies", BIS Review, No:52, p. 2, <http://www.bis.org/rview/r090429e.pdf?frames=0> (Erişim Tarihi: 15.01.2014).
- Trichet, 2013. “Unconventional Monetary Policy Measures: Principles – Conditions – Raison d’etre”, *International Journal of Central Banking*, **9(1)**, pp. 229-250.
- Tokucu, 2012. “Financial Stability and Central Banks: Can Central Banks Secure Financial Stability”, *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, **33(2)**, pp. 85-103.
- Tokucu, 2013. “Para Politikalarının Uygulanmasında Faiz Koridoru Sistemi ve Kanada, İngiltere, Yeni Zelanda Deneyimleri”, *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 50(581), ss. 7-24.
- Vinals, 2010. “Central Banking Lessons from the Crisis”, *Monetary and Capital Markets Department, IMF*, May, pp.1-42.
- Woodford, 2003. **Interest and Prices: Foundation of a Theory of Monetary Policy**, Princeton University Press.
- Yellen, 2011. Macroprudential Supervision and Monetary Policy in the Post-crisis World, *Business Economics*, **46(1)**.