

KÜRESEL FINANS KRİZİ SONRASINDA MERKEZ BANKACILIĞI VE TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI*

Mehmet ŞENTÜRK^a

Selim KAYHAN^b

Tayfur BAYAT^c

Özet

2008 yılı son çeyreği itibariyle hemen tüm gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomileri etkisi altına alan küresel finans krizi, uluslararası piyasalarda ciddi bir durgunluğa neden olmuştur. Şüphesiz bu durgunluk hane halklarının tüketim harcamalarını, ülkelerdeki fiyat istikrarını, istihdam seviyesini ve buna bağlı olarak da merkez bankalarının uygulamış oldukları para politikalarını önemli ölçüde etkilemiştir. Öyle ki; küresel kriz öncesinde dezenflasyon politikası izleyen bazı merkez bankaları küresel kriz sonrasında reflasyon politikaları uygulamak zorunda kalmışlardır. Bu çalışmada, 2008 küresel finans krizinin nedenleri, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerindeki etkileri ve merkez bankalarının uygulamış oldukları para politikalarına getirmiş olduğu yenilikler ele alınmaktadır. Bu bağlamda, ABD merkez bankası FED'in uyguladığı para politikaları ile Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) uygulamış olduğu geleneksel olmayan para politikası araçlarının makro ekonomik etkileri değerlendirilmektedir.

Anahtar Kelimeler: Küresel Kriz, Merkez Bankacılığı, TCMB, Para Politikası.

Jel Kodları: G01, G18.

CENTRAL BANKING AND CENTRAL BANK OF THE REPUBLIC OF TURKEY AFTER GLOBAL FINANCIAL CRISIS

Abstract

Global finance crisis occurred in the last quarter of 2008 have affected almost all of both developed and developing economies and induced a recession in international markets. No doubt, recession concerned consumption behaviours of households, price stability of economies, employment rate and monetary policies implemented by central banks of countries. So that some of the central banks applying disinflation policy before the crisis have obligated to start implementation of reflation policy. In this study, we approach reasons of global finance crisis in 2008, effects on developed and developing economies and innovation in monetary policies implemented by central banks. In this context, macroeconomic effects of monetary policies of FED and unconventional monetary policies of Central Bank of Republic of Turkey are commented.

Keywords: Global Crisis, Central Banking, TCMB, Monetary Policy.

Jel Classification: G01, G18.

* Bu çalışma, 18-20 Mayıs 2016 tarihlerinde Bişkek-Kırgızistan'da düzenlenen "Eurasian Conference on Business and Economics IV" de bildiri olarak sunulmuştur.

^a **Sorumlu Yazar:** Doç. Dr., Kilis 7 Aralık Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Uluslararası Ticaret ve Lojistik Bölümü, e-posta: msenturk@kilis.edu.tr, Adres: Mehmet Sanlı Mah. Doğan Güreş Paşa Bul. No: 134, 79000 Merkez-Kilis-Türkiye, Tel: +90 348 814 2666-1513, Fax: +90 348 813 9336

^b Doç. Dr. Necmettin Erbakan Üniversitesi, Sosyal ve Beşeri Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, Konya-Türkiye, e-posta: selimkayhan@hotmail.com

^c Doç. Dr. İnönü Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, Malatya-Türkiye, e-posta: tayfur_bayat@hotmail.com

GİRİŞ

Ekonomi otoritelerince 1929 Büyük Buhran'ından sonra yaşanan en derin resesyon süreci olarak tanımlanan ve 2008 yılının son çeyreğinde Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) başlayan ve kısa sürede Avrupa ve diğer gelişmiş ekonomileri etkisi altına alan küresel finans krizi ilerleyen dönemde aralarında Türkiye'nin de bulunduğu gelişmekte olan ülkelere sıçramış ve neredeyse tüm ekonomiler üzerinde olumsuz etkiler oluşturmuştur. Finans sisteminin önemli bir çöküş yaşaması, dev şirketlerin peş peşe iflas açıklamaları ve işsizliğin artış göstermesi krizin hızla yayılmasına zemin hazırlamıştır. Bütün bu olumsuz gelişmelere bağlı olarak tüketimin ciddi ölçüde azalması, üretim cephesinde de tehlike çanlarının çalmasına neden olmuş ve ekonomiyi hem arz hem de talep yönünden tehlikeye sokmuştur. Kriz döneminde yaşanan bu ekonomik problemler gerek hükümetlerin gerekse merkez bankalarının ekonomileri krizden çıkaracak politika üretmelerini kaçınılmaz kılmıştır.

Bu noktada, ABD Merkez Bankası (FED) başta olmak üzere gelişmiş ve gelişmekte olan ülke merkez bankaları, ekonomilerini krizden çıkaracak politika arayışına girmişlerdir. Kriz döneminde ortaya çıkan sistematik risklerin ortadan kaldırılması için koordineli bir politika uygulanmasına ihtiyaç duyulmuştur. Zira kriz, finansal piyasalara olan güveni derinden sarstığı için oluşan bu güven bunalımının ortadan kaldırılması noktasında, hükümetlerin ve merkez bankalarının işbirliği içerisinde hareket etmesi gerekmiştir.

Elbette ki, krizin etkilerinin ortaya çıkması ile birlikte her ülke kendine özgü çözüm paketleri ve politika önerileri hazırlamış ve uygulamaya koymuştur. Bu çalışmada, küresel finans krizi döneminde ve sonrasında Türkiye ve dünyada uygulanan para politikalarının nitel olarak incelenmesi amaçlanmıştır. Bu amaç ile önce küresel finans krizi ve sonuçları irdelenmiş, ardından FED'in para politikası uygulamaları değerlendirilmiştir. Akabinde Türkiye ekonomisi ve TCMB'nin uyguladığı politikalar ve bu politikaların sonuçları ele alınmaktadır. Bu bağlamda, bankanın uyguladığı konvansiyonel ve ihtiyati politikalar hakkında bilgi verilmiştir.

I. KÜRESEL FİNANS KRİZİNİN NEDENLERİ, ETKİLERİ VE SONUÇLARI

2007 yılının ortalarında ABD'de başlayan ve 2008 Eylül ayında ABD'nin en büyük dördüncü yatırım bankası olan 158 yıllık Lehman Brothers'ın 600 milyar dolar borç ile iflasını açıklayarak batmasıyla etkisi bütün dünyaya yayılmaya başlayan kriz, 1929'daki büyük buhrandan sonra, dünyanın yaşadığı en büyük kriz olarak tanımlanmaktadır (Ünal ve Kaya, 2009:4). Kısacası küresel finans krizinin ve tetiklediği küresel resesyonun kaynağı ABD'nin finans sektörüdür (Hiç, 2009:1). 2000 yılından 2006 yılına kadar finansal piyasalarda artan likidite ve bollaşan bu likiditenin karlı operasyonlara dönüştürülmesi bankacılık sisteminin karşılaştığı en önemli sorunlardan birisi olmuştur. Bu operasyonların başında da konut kredileri gelmektedir (Alantar, 2008:2).

Küresel kriz öncesinde FED, izlemiş olduğu genişletici para politikasının bir gereği olarak, politika faiz oranlarını sürekli azaltmıştır. Buna bağlı olarak, finansal kurumlar borçlanma maliyetleri düştüğü için fon fazlasına sahip olmuşlar ve bunun üzerine artan likidite fazlalıklarını, konut kredilerine (*mortgage*) yöneltmişlerdir. Ancak, karlarını daha da yükseltmek isteyen Amerikan bankaları, yüksek risklerine rağmen daha yüksek kar vadeden konut kredilerini (*sub-prime mortgage*) ölçsüz biçimde dağıtmışlardır. Böylece ABD'de

konut talebinde çok hızlı bir artış yaşanmış ve bu da konut fiyatlarını aşırı yükseltmiştir (*bkz. Şekil 1.*). Böylece ABD’de söz konusu dönemde çok ciddi konut balonlarının oluşmasına neden olmuştur (Erarslan ve Bayraktar 2012:41).

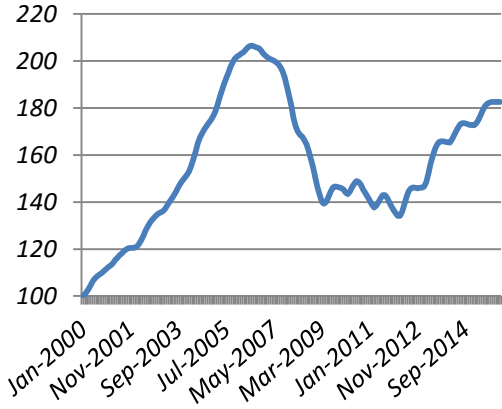
Kriz ilk olarak, ABD konut piyasasında oluşan bu balonun patlama sinyalleri vermesiyle otoritelerin ilgisini çekmeye başlamıştır. ABD konut piyasası *mortgage* adı verilen ipotekli konut kredileri ile finanse edilmekte, *mortgage* kredileri ise, *prime (üst gelir grubu-düşük riskli)* ve *sub-prime (orta-alt gelir grubu-yüksek riskli)* olmak üzere iki kategoride verilmektedir. Daha riskli olan *sub-prime mortgage* kredilerinin geri dönüşünde yaşanan sıkıntılar bankacılık sektörü için o dönemde çok ciddi bir sorun teşkil etmekte idi. Üstelik sorun sadece kredilerle de sınırlı değildi. Bu riskli *mortgage* kredilerine dayalı türev ürünler çoktan piyasaya sürülmüş ve dünyanın dört bir yanından yatırımcılar (*körfez ülkeleri dâhil*) ve trilyon dolarlık bütçeye sahip *hedge fund*¹’lar bu türev ürünlere yatırım yapmışlardı. Riskli kredilerin geri dönüşünde yaşanan problemler konut balonunun patlamasına, bu kredilere dayalı türev ürünlerin zarara uğramasına ve Lehman Brothers’ın da aralarında bulunduğu dev yatırım bankalarının ve *hedge fund*’ların iflasına neden olmuştur.

Edinilen deneyimler açıkça ortaya koymaktadır ki; batı kapitalizmi artık doyum noktasında olup, kar oranları gerilemektedir. Bu ortamda hızla gelişen finans sektörü reel sektörün kendi kendisini besleme kapasitesini aşmış olduğu için reel sektör tarafından desteklenemeyince kredilerin geri dönmesi güçleşmiştir (Önder, 2009:25). Öz olarak, *mortgage* piyasasında başlayan kriz, türev ürünlerin çökmesiyle hızla tüm finans piyasalarına yayılmıştır. Günümüzde ise, etkileri reel sektör üzerinde yansımaya devam etmektedir. Öyle ki, krizin etkilerini daha net görmek amacıyla bazı makro ekonomik göstergeleri incelemek yararlı olacaktır.

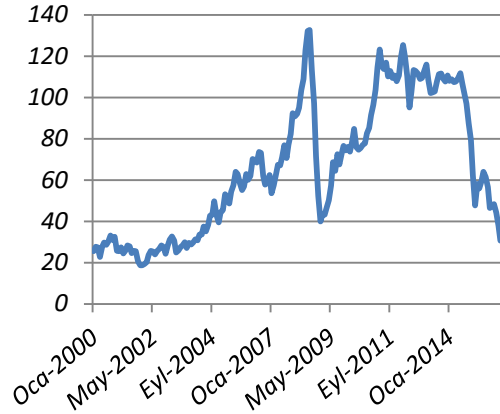
ABD konut piyasaları için çok önemli bir gösterge niteliği taşıyan *Case-Shiller* indeksinin kriz öncesi ve sonrasındaki gelişimi *Şekil 1.*’de görülmektedir. Buna göre, *Temmuz 2006*’da 206.52 ile en yüksek seviyesine ulaşan endeks krizin etkilerinin en şiddetli biçimde hissedildiği *Eylül 2008*’de 161.64 seviyelerini görmüştür. *Temmuz 2012*’den sonra ise trend tekrar yönünü yukarı çevirmiştir. *Case-Shiller* endeksi *Ocak 2016*’da 182.56 seviyelerinde ve halen kriz öncesi seviyelerinin altındadır. Petrol fiyatlarında meydana gelen dalgalanmalar krizleri okuma noktasında çok önemli bir gösterge niteliği taşımaktadır. Brent petrol fiyatlarının gelişimi *Şekil 2.*’de verilmektedir. Buna göre, *2008 Haziran*’ında 132 dolar seviyesinde bulunan Brent petrolü *2008 Aralık* ayında 39 dolara kadar gerilemiştir. Küresel enerji talebinin ne denli düştüğünü buradan açıkça görülebilmektedir. Her ne kadar kriz sonrası dönemde petrol fiyatlarında bir toparlanma meydana gelmiş olsa da hâlihazırda 40 doların altında seyretmektedir. Bu da, krizin etkilerinin halen devam etmekte olduğuna dair bir gösterge olarak nitelendirilebilir.

Şekil 1. ABD Konut Fiyat Endeksi (20 Şehir) Şekil 2. Brent Petrol Fiyatı (USD)

¹ Zarara karşı tedbirli fon.



Kaynak: S&P Dow Jones Indices LLC.
(my.spindices.com)

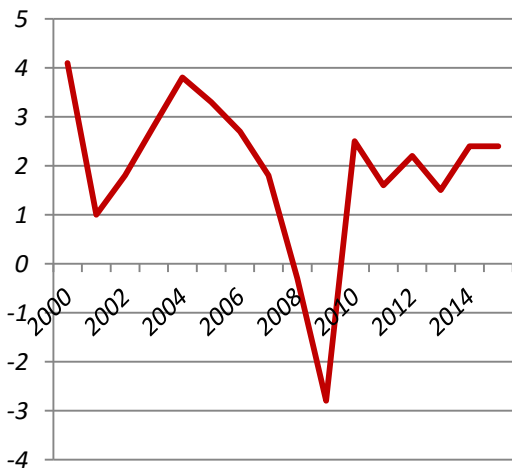


Kaynak: Energy Information Administration (eia.gov)

Şekil 3.'de ABD'nin ekonomik büyüme performansına dair bilgi verilmektedir. Açıkça görüleceği üzere, 2008 yılının ikinci çeyreğinde %4 büyüyen ABD ekonomisi krizin en derin yaşandığı 2008 yılı son çeyreğinde %7.7 daralmıştır. En önemlisi de kriz sonrası dönemde ABD'nin istikrarlı bir büyüme trendi yakalayamamış olmasıdır. Şekilde de görüleceği üzere son altı yılda ekonomideki daralma ve genişleme dönemleri birbirini izlemektedir. ABD'nin sanayi üretim endeksi Şekil 4.'de verilmektedir. Görüleceği üzere, kriz döneminde sanayi üretimi neredeyse dip yapmakta ve 2009 ikinci çeyrek döneminde 87'lere kadar gerilemektedir. Kriz sonrası dönemde ise, ABD'nin sanayi üretiminde ciddi bir toparlanma yaşandığını ve neredeyse kriz öncesi seviyelere geri dönüldüğü görülmektedir.

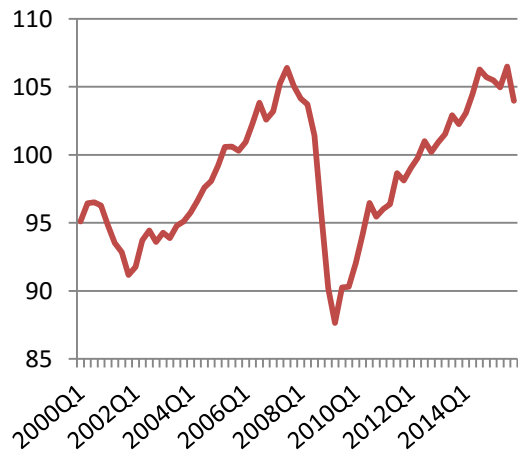
Petrol fiyatlarındaki geri çekilme ile birlikte değerlendirildiğinde ise, sanayi üretimindeki azalma sonucu petrol talebinin düşmesi ve petrol fiyatlarının da buna bağlı olarak sert bir düşüş sergilemiş olduğu sonucunu çıkarmak mümkündür.

Şekil 3. ABD'nin Ekonomik Büyümesi (%)



Kaynak: Bureau of Economic Analysis (bea.gov)

Şekil 4. ABD'nin Sanayi Üretim Endeksi



Kaynak: Federal Reserve (federalreserve.gov)

Küresel finans krizinin etkilerini azaltmak amacıyla geleneksel para politikası kuramı çerçevesinde öncelikle faiz indirimleri yapılmış fakat söz konusu önlemlerin yeterli olmaması nedeniyle gelişmiş ülke merkez bankaları niceliksel bir genişleme süreci (*Quantitative Easing*) başlatmaya yönelmişlerdir. Bu dönemde temel belirleyici aktör FED olmuş ve geleneksel olmayan para politikası tedbirleri kullanarak piyasalara yüklü miktarda likidite sağlamış, ayrıca bunu çeşitli varlık alım programları ile de desteklemiştir. FED'in

uygulamaya koyduğu birinci ve ikinci varlık alım programları finansal sistem aracılığı ile reel ekonominin canlandırılmasında başarılı olamamış, her programda artan miktarda varlık alım politikası uygulanması öngörülmüştür. Yaşanan bu gelişmelerde bireylerin ekonominin gidişatına dair beklentilerinin negatif yönlü olması önemli rol oynamıştır. Ancak üçüncü program ekonominin reel kesimini hareketlendirmeye başlamıştır. Söz konusu adımların akabinde ise niceliksel genişlemenin göstergesi ve/veya sonucu olarak FED'in bilanço büyüklüğü rekor düzeylere ulaşmıştır (Alper vd., 2015:3-4). İlk kez 2013 yılının Mayıs ayında dile getirilen son varlık alım programının sonlandırılacağına dair açıklamanın ardından geçen iki yılın sonunda program sonlandırılabilmiştir. Bu gecikmenin sebebi ise şüphesiz ABD ekonomisinin toparlanmasının oldukça hantal bir seyir izlemesiydi.

II. KRİZ DÖNEMİNDE MERKEZ BANKACILIĞI VE TCMB

Merkez bankaları, ara ve ana göstergeleri istenilen seviyeye yönlendirmek amacıyla bazı politika araçlarına sahiptirler (Paya, 2007:166). Bu araçlar geleneksel ve geleneksel olmayan politika araçları olarak sınıflandırılmaktadır. Geleneksel politika araçları:

- Açık piyasa işlemleri
- Reeskont politikası
- Zorunlu karşılık oranları
- Swap işlemleri

şeklinde sıralanmaktadır. Küresel kriz döneminde yaşanan talep daralması enflasyonu önemli ölçüde geri çekerken, temel görevi fiyat istikrarını sağlamak olan merkez bankaları da piyasaya likidite sağlayarak, faiz oranlarını aşağı çekerek ve trilyon dolarlık kurtarma paketleri hazırlayarak piyasayı rahatlatmaya çalışmışlardır. Asıl amaç ise, ABD finans piyasalarının zedelenen itibarını tekrar kazandırmaktır.

Bu süreçte, özellikle ABD, AB ve Japonya gibi gelişmiş ülkeler faiz oranlarında önemli indirimlere giderken, birçoğu da faiz oranlarını sıfır düzeyine çekmiştir. 2008 yılının sonuna kadar temkinli para politikası izleyen gelişmekte olan ülkeler, yaşanan olumsuz gelişmelerin sonucunda kredi olanaklarının daralması ile birlikte 2008 Aralık ayından itibaren faiz oranlarını hızlı bir şekilde indirmeye başlamışlardır. Türkiye'nin de aralarında bulunduğu gelişmekte olan ülkelerdeki enflasyon oranı genel olarak gelişmiş ülkelerden daha yüksek olduğu için, bu ülkelerde faiz oranları gelişmiş ülkelerdeki gibi sıfır seviyelerine gelmemiştir. (Örn; Macaristan, Brezilya, İzlanda, Meksika, Arjantin merkez bankaları faiz artırmışlardır.) (Vural, 2013:8).

15 Eylül'de Lehman Brothers'ın iflasını açıklamasının ardından, izleyen haftalarda kredi piyasaları üzerinde aşırı bir basınç oluştu. Büyük finans kurumlarının istikrara yönelik tırmanan tehditleri ve ekonomik aktivitedeki hızlanan geri çekilme dünya ekonomisi ve para politikası için bir dönüm noktası oldu. 8 Ekim'de altı büyük merkez bankası aynı anda kendi politika faizlerinde kesinti yaptıklarını duyurdu. Dünyanın dört bir yanındaki diğer merkez bankaları da hızlıca oranları düşürmeye başladı. 2008 yılı son çeyreğinde ve 2009 yılı başlarında dünya genelinde büyüme ve enflasyondaki geri çekilme, birkaç ay öncesine göre büyümeye ilişkin risklerin negatif yönlü arttığına işaret etmekteydi (BIS, 2009:92).

Vural (2013), küresel kriz döneminde gelişmiş ve gelişmekte olan 43 ülkenin küresel kriz döneminde izlediği politikaları incelemiştir. Açıkça anlaşılmaktadır ki; gelişmiş ülkeler

başta olmak üzere 30 ülkenin merkez bankası krizden çıkış yolu olarak geleneksel bir politika aracı olan politika faizinde indirim yapmayı tercih etmişlerdir.

Oysa gerçek hayatta talebin düzeyini, dolayısıyla üretimi etkileyen faizler, mevduat ve kredi faizi gibi daha uzun vadeli faizlerdir. Merkez bankasının belirlediği politika faizinin daha uzun vadeli faizleri etkilemesi için, her şeyden önce, bankaların kendi aralarında kısa vadeli fon alıp sattıkları piyasadaki faizi etkilemesi gerekiyor. Özatay (2012)'ye göre bu faiz "kısa vadeli piyasa faizi" ya da kısaca "piyasa faizi" olarak tanımlanmaktadır. Dolayısıyla, politika faizinden kısa vadeli piyasa faizine oradan da talebi etkileyen uzun vadeli faizlere bir geçişkenlik olması gerekmektedir (Özatay, 2012:9).

Açıkça görülmektedir ki; söz konusu politika araçları merkez bankalarını her zaman hedefledikleri noktaya ulaştıramayabilir. İşlerin yolunda gitmediği ve geleneksel politikaların sonuçsuz kaldığı bu dönemlerde fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlamak amacıyla bazı geleneksel olmayan politika araçlarına başvurmak gerekebilmektedir. Nitekim politika faiz oranlarının düşürülmesi ya da piyasaya likidite sağlamak gibi çözümler kısa vadede ekonomiyi rahatlatırsa da, finansal piyasaların sistematik problemlerini çözebilmek için uzun vadeli yapısal değişikliklere ihtiyaç duyulmaktadır.

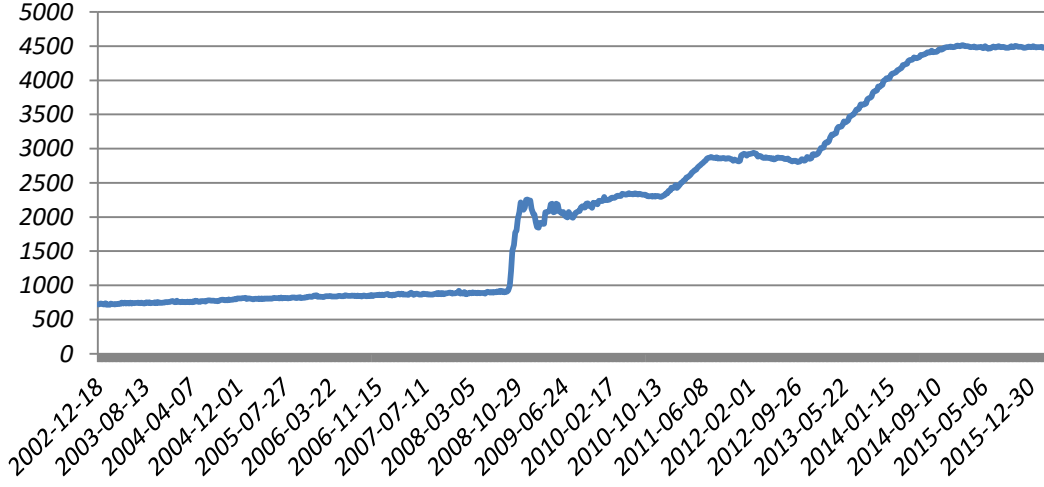
Küresel kriz döneminde, FED başta olmak üzere birçok ülke yapısı bozulan finansal sisteme doğrudan destek sağlamak amacıyla;

- Mevduat garantileri
- Yurtiçi likidite kolaylığı
- Bankalarda yeniden sermayelendirme
- Bankaların borçlarına devlet garantisi
- Kredi garantileri
- Riskli bankaların fona devredilmesi
- Swap kanalı

gibi önlemler almışlardır (Vural, 2013:9).

Şekil 5.'de FED bilançosunun toplam aktif büyüklüğü görülmektedir. Buna göre, kriz öncesi dönemde yaklaşık 800 milyar dolar seviyelerinde seyreden FED'in toplam aktif büyüklüğü kriz sonrası gelinen noktada 4.5 trilyon dolara ulaşmış bulunmaktadır. Bu da, kriz döneminde FED'in uyguladığı tahvil alım programının ve genişletici para politikalarının bir sonucu olarak karşımıza çıkmaktadır. Krizden çıkış için kullanılan politikaların bedeli olarak gösterilebilecek bilanço büyüklüğünün düşürülmesi ise farklı bir tartışma konusudur.

Şekil 5. FED Bilanço Büyüklüğü (milyon USD)



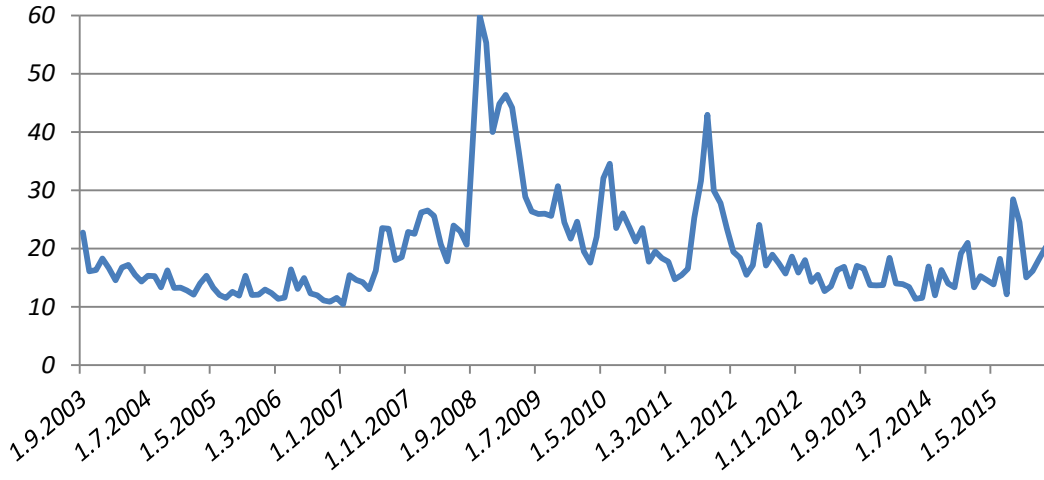
Kaynak: Federal Reserve (federalreserve.gov)

Küresel krizin nedenleri açıklanırken, konut piyasasında oluşan balonun patlaması ve riskli konut kredilerine dayalı türev ürünlerin zarara uğraması sonucu ABD finans sektörünün kırmızı alarm durumuna geçmesine değinilmişti. Yaşanan bu sıkıntılı durum açıkça göstermektedir ki; FED, krizin sinyallerini yeterince iyi okuyamamış, ABD’de finansal piyasaları denetleyen ve düzenleyen kurumlar görevlerini tam anlamıyla yerine getirememişlerdir. Ayrıca politika otoriteleri arasındaki koordinasyonsuzluğu da unutmamak gerekmektedir. Öyle ki; finansal sistemde yaşanan sıkıntılar er ya da geç mutlaka reel sektörü tehdit etmektedir.

Arestis ve Karakitsos (2009)’a göre; eğer para politikası sadece enflasyon odaklı yürütülüyorsa, merkez banasının varlık fiyatlarındaki artıştan kaynaklanacak bir konjunktür dalgasında, çıktı açığındaki volatilitenin, enflasyondaki volatiliteden daha büyük olması nedeniyle oluşacak bir kredi krizini öngörmesi mümkün değildir. Kredi hacmi genişlerken, varlık fiyatları da yükselir. Sonuçta enflasyon iki nedenden dolayı baskı altında kalır. İlk olarak, potansiyel GSYH’nın artması, çıktı açığını azaltır ve enflasyonist baskıları düşürür. İkinci olarak, konjunktürel verimlilik artışı birim işgücü maliyetini düşürerek enflasyonun durmasına neden olur.

S&P 500 hisse opsiyon fiyatlarını kullanarak piyasadaki volatilitiyi ve bir anlamda da korkuyu ölçen VIX endeksi Şekil 6.’da verilmektedir. Krizin şiddetinin en etkili bir biçimde hissedilmeye başlandığı 2008 yılı son çeyreğinde piyasalardaki korkunun ne denli arttığı kriz sonrasında da normalleşmeye başladığı şekilden çok açık bir biçimde anlaşılmaktadır.

Şekil 6. S&P 500 Volatilite (VIX) Endeksi



Kaynak: tr.investing.com

Küresel krizden çıkarılan önemli derslerden birisi, merkez bankalarının fiyat istikrarına odaklanırken finansal sistemde oluşan riskleri ve varlık piyasasındaki şişkinlikleri göz ardı etmemesi gerektiğidir (Kara, 2012:2). Zira TCMB'nin yeni politika arayışında, ekonomi politikalarına ve merkez bankacılığına dair değişen yaklaşımların yanı sıra, olağanüstü küresel iktisadi konjonktürün de önemli bir payı olmuştur (Kara, 2012:2). Bu nedenle, hemen tüm gelişmiş ve gelişmekte olan ülke merkez bankaları krizin etkilerini silmek ve ekonomileri yeniden kriz öncesi seviyelere çekebilmek için geleneksel olmayan, yeni ve yenilikçi politika araçları arayışına girmişlerdir.

Buna ek olarak; banka dışı finansal sektördeki gelişmeler, hem küresel finans krizine giden süreci hazırlamış hem de merkez bankalarının krizden çıkış için uyguladıkları geleneksel para politikalarını etkisizleştirmiştir. Bu gelişmeler, merkez bankalarının geleneksel çerçevenin dışına çıkmalarına neden olurken, para politikalarının da makroekonomik istikrar için tek başına yeterli olmadığını ve maliye politikalarının da aktif olarak uygulanması gerektiğini göstermiştir (Balmumcu, 2013:49).

Kriz sürecinde TCMB'nin almış olduğu önlemlere değinecek olursak, genel olarak gelişmiş ülkelerde düşük enflasyondan yararlanan merkez bankalarının politika üretme rahatlığı TCMB'de olmadığı gibi, krizin etkileri de o ülkelerdeki şiddette Türkiye'ye yansımamıştır. Öz olarak; TCMB'nin diğer gelişmiş ülke merkez bankaları ile ayrışması gerekmektedir.

TCMB krizin etkilerini hafifletmek amacıyla; politika faiz oranını düşürmüş ve bankalararası para piyasalarının kesintisiz ve etkin bir biçimde çalışmasına yönelik tedbirler almıştır (TCMB, 2015a:30). Ayrıca, küresel ölçekte yaygınlık kazanan politika yaklaşımlarına ek olarak, finansal istikrara verdiği ağırlığı artırırken araç kümesini de çeşitlendirme yoluna gitmiştir. Bu bağlamda, başlangıç aşamasında para politikasının piyasalar tarafından algılanmasına dair bazı zorluklar da gündeme gelmiştir. Öyle ki; TCMB 2002 yılından itibaren uyguladığı politika stratejisini gözlemlemiş ve buna alışmış olan iktisadi birimlerin, yeni politika yaklaşımını kavraması ve kabul etmesinin zaman alabileceğini düşünmüştür. TCMB'nin amaç fonksiyonunun zenginleştirilmiş olması da algılama konusunda ek bir çaba gerektirmiştir. Fiyat istikrarına ek olarak finansal istikrarın gündeme getirilmesinin, enflasyon hedefinden ödün verilebileceği şeklinde algılanması riski ve buna ek olarak, faiz koridoru ve zorunlu karşılıklar gibi geleneksel olmayan para politikası araçlarının aktarım kanalları konusunda henüz kabul görmüş kuramsal bir çerçeve

bulunmaması da, sistemin işleyişini zorlaştıracak faktörler olarak öngörülmüştür (Başçı ve Kara, 2011:9).

TCMB, kriz döneminde yaşanan bütün bu zorlukları aşmak için aktif bir iletişim politikası izlemiştir. Amaç fonksiyonundaki farklılaşmanın enflasyon beklentilerini bozmasını engellemek için, enflasyona dair temkinli bir politika duruşu benimsemiş ve para politikasının sıkılaştırılması gerektiği ifade etmiştir (Başçı ve Kara, 2011:10). Türkiye'nin daha önce kendi iç dinamiklerine bağlı olarak yaşamış olduğu krizlerden edinilen tecrübe, TCMB'yi daha etkin ve esnek bir para politikası üretmeye teşvik etmiştir. Bu nedenle, Türkiye'nin kriz sırasında aldığı en önemli tedbirlerden biri döviz piyasalarına ve finans sistemi döviz likiditesine yönelik yürüttüğü politikadır (Kutlar ve Gündoğan, 2012:8).

Bu bağlamda, piyasadaki likiditeyi belirleyen faktörler şunlardır (TCMB, 2013:4):

- Parasal taban değişimleri (*emisyon hacmindeki değişimler ve bankaların TL serbest mevduatındaki değişimler*)
- TCMB'nin piyasa ile gerçekleştirdiği TL karşılığı işlemler (*TL karşılığı net döviz alış/satış işlemleri, ödenen/taahhüt edilen faizler, cari harcamalar, ihracat reeskont kredileri, Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) ve kira sertifikası alım/satım işlemleri*)
- Hazine'nin piyasa ile gerçekleştirdiği TL karşılığı işlemler (*TCMB'ye yapılan itfalar hariç net TL cinsi DİBS ve Kira Sertifikası itfa-ihraç farkı, faiz dışı fazla/açık giriş/çıkışları, özelleştirme ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) kaynaklı TL transferleri ile diğer kamu işlemleri.*)

Bunlara ek olarak, Hazine'nin iç ve dış borçlanma dâhil her türlü döviz cinsi net tahsilatı ya da ödemesi ile TCMB'ye olan itfaları ve TCMB'nin Hazine'ye kar transferleri, Hazine'nin TL cinsi borçlanma gereğinin tespitinde önemli olması nedeniyle piyasadaki likiditeyi dolaylı olarak etkilemektedir (TCMB, 2013:5).

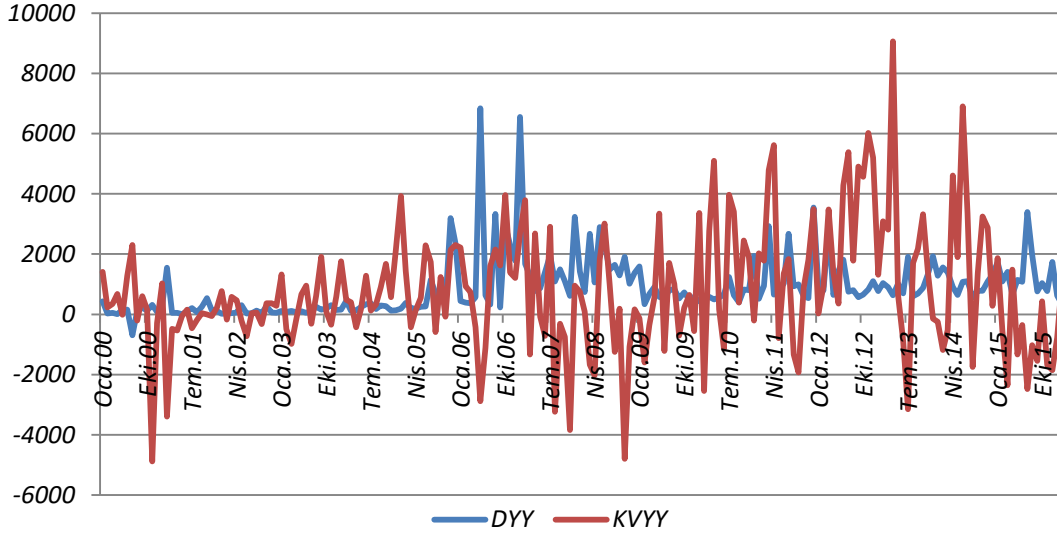
ABD başta olmak üzere gelişmiş ülkelerde uygulanan genişletici para politikalarının bir sonucu olarak ortaya çıkan küresel likidite bolluğu (*bkz. Şekil 5*) yatırımcıları riskli ve yüksek getirili finansal enstrümanlara yönelterek gelişmekte olan ülkeler doğru bir sermaye akımına neden olmaktadır. Bu durum, TL'nin değerlenmesine ve piyasa faizlerinin düşmesine neden olmaktadır. Bir taraftan tüketim ve yatırım talebi canlanırken diğer taraftan da, sermaye girişleri dış kredilerde artış ve yerel para biriminde değerlenme yoluyla ithalatın artmasına neden olarak cari işlemler açığını genişletici yönde etkide bulunabilmektedir (TCMB, 2010:22).

Şekil 7.'de Türkiye'ye gelen doğrudan ve kısa vadeli yabancı yatırımlar gösterilmektedir. Kriz döneminde Türkiye'den ciddi sermaye çıkışı olmuştur. Ancak, krizin Türkiye'ye nazaran daha derin yaşandığı ABD ve Avrupa piyasalarından Türkiye'den daha fazla sermaye çıkışı olduğu görülmektedir. Öyle ki, 2005 ve 2006 yıllarında Türkiye'ye sırasıyla 14.6 ve 11.4 milyar dolar kısa vadeli sermaye girişi yaşanırken, 2008 yılına 3.77 milyar dolar çıkış yaşanmıştır. 2010 ve 2011 yıllarında ise, toplamda yaklaşık 40 milyar dolar kısa vadeli yabancı sermaye Türkiye'ye gelmiştir. Bu durum, Türkiye'nin diğer ülkelere nazaran daha güvenli bir finans piyasasına sahip olduğunu açıkça göstermektedir. Bu da, Türkiye'nin daha önce yaşamış olduğu krizlerden çıkardığı derslerin işe yaradığına işaret etmektedir.

Burada dikkati çeken bir diğer önemli husus da, kriz sonrası dönemde Türkiye'ye gelen sermayenin kalitesindeki değişimdir. Öyle ki; kriz sonrası dönemde doğrudan yabancı yatırımların Türkiye'ye geliş hızında bir yavaşlama olmuştur. 2006 ve 2007 yıllarında sırasıyla 20 ve 22 milyar dolar doğrudan yabancı sermayenin giriş yaptığı Türkiye, kriz sonrası 2009 ve 2010 yıllarında sırasıyla 8.5 ve 9 milyar dolar doğrudan yabancı sermaye

çekebilmiştir. Bu durum kriz sonrası dönemde küresel sermayenin risk iştahındaki ciddi bir düşüş olmasından kaynaklanmaktadır. Bundan dolayı yatırımcıların risk algısı yükselirken Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere olan bakış açılarında bir değişim olduğunu söylemek yerinde olacaktır.

Şekil 7. Türkiye'ye Gelen Doğrudan ve Kısa Vadeli Yabancı Yatırımlar

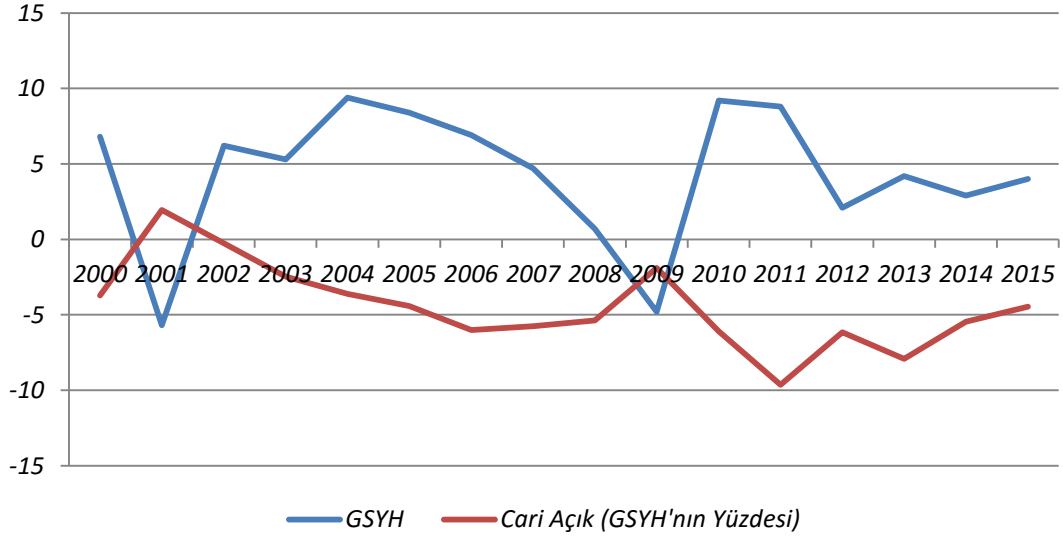


Kaynak: evds.tcmb.gov.tr

Kriz sonrası dönemde cari açık ve milli gelir ile ilgili gelişmeleri de **Şekil 8.**'de görmek mümkündür. Küresel finans sisteminde kriz sonrası yaşanan panik, gelişmekte olan ülkeleri farklı şekillerde etkilemiştir. Bunlardan bir tanesi de kalkınmanın finansmanında kullanılan küresel sermayeyi kullanan gelişmekte olan ülkelerin ödemeler bilançosundaki dengesizliğin/açığın artmasıdır. Türkiye ekonomisine ait veriler de bu durumu doğrulamaktadır. 2009 sonrasındaki cari açığın artmasında gelişmiş ülke piyasalarındaki daralmaya bağlı ihracat düşüşü ile birlikte sermaye açığı da önemli rol oynamaktadır. 2013 sonrası dönemdeki düzelmeye en önemli iki faktöründen bir tanesi TL'nin dolar karşısında değerini yitirerek ithalatın nispeten pahalı hale gelmesi ve düşen petrol fiyatlarıdır.

Büyümenin de cari açıkla neredeyse paralel hareket ettiği dikkati çeken bir husustur. Öyle ki; büyümenin %0,7 ile durma noktasına geldiği krizin yaşandığı 2008 yılında cari açığın GSYH'ya oranı -%5,38 olmuştur. Krizin etkilerinin tam olarak hissedildiği 2009 yılında ise, -%4,8'lik büyüme karşısında, -%1,89 oranında bir cari açık/GSYH gerçekleşmiştir. Bu durum Türkiye ekonomisinin durgunlaştığı dönemlerde cari açığın da azaldığını kanıtlamaktadır.

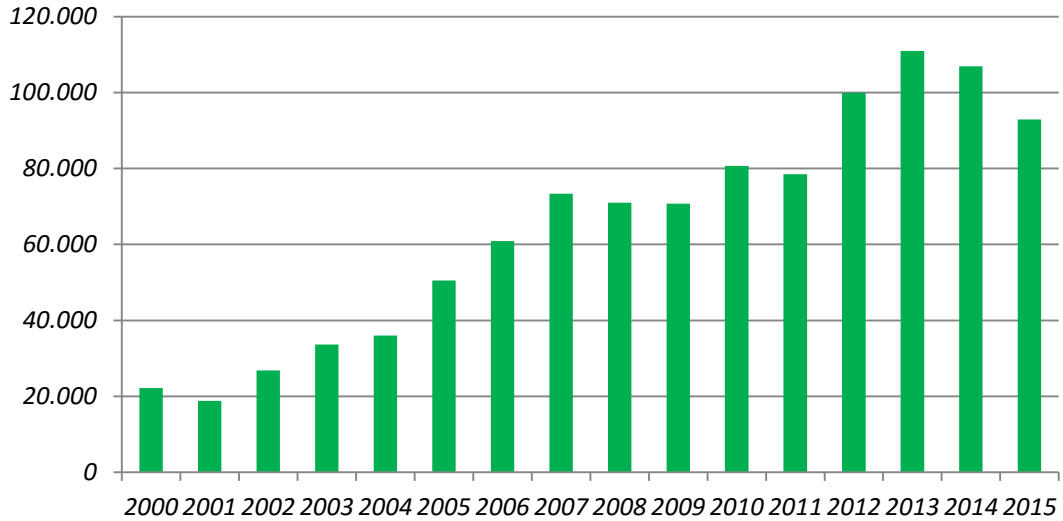
Şekil 8. Türkiye'nin Cari Açığı (milyon dolar)



Kaynak: evds.tcmb.gov.tr

Küresel finans sisteminin aksine, Türkiye finans sistemi yaşadığı 2001 krizi sonrasında bir dizi düzenleme ile disiplinize edilmiştir. Bunun yanında merkez bankasının bağımsızlığının sağlanması için gerekli adımlar atılmıştır. Tüm bunlar küresel finans krizinin tüm ekonomi için olmasa da Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası için en hafif şekilde atlatılmasını sağlamıştır. Bankanın istikrarı hakkında bilgi edinebilmek için döviz rezervlerini incelemek yerinde olacaktır. Zira, kriz sonrası dönemde rezervlerdeki düşüş oldukça düşük seviyededir ve artış trendi 2014 yılına kadar devam etmiştir (bkz. Şekil 9). 2013 sonrası dönemde dolar karşısında TL'nin değerindeki düşüşü engellemek adına banka, rezervlerinin bir kısmını kaybetmiştir.

Şekil 9. TCMB'nin Brüt Döviz Rezervleri (milyon USD)



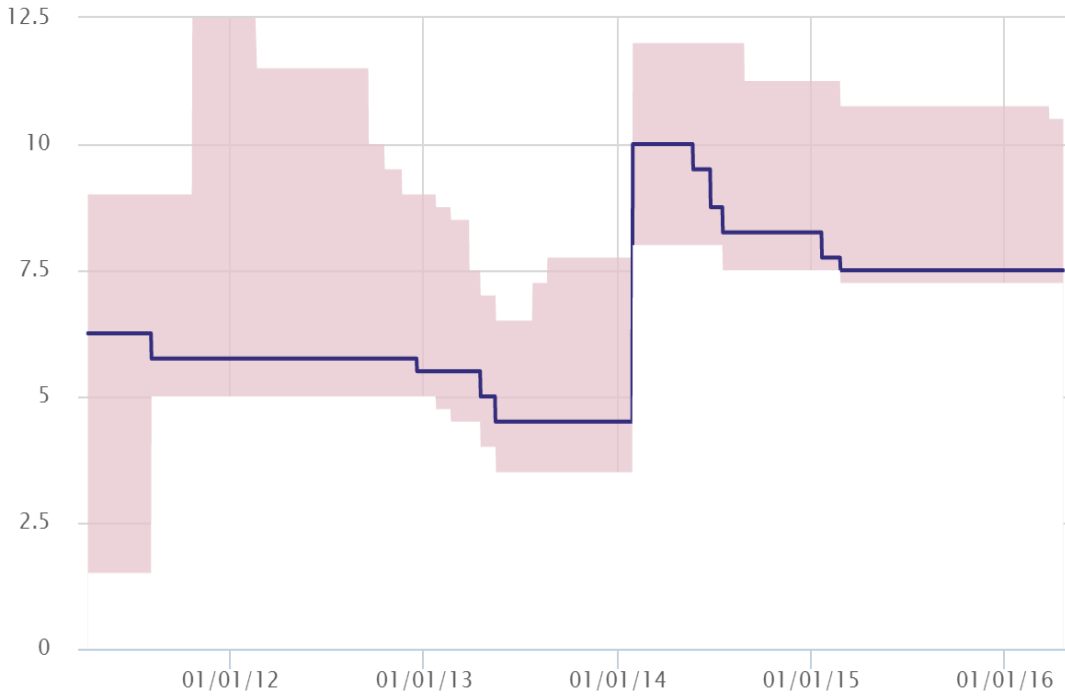
Kaynak: evds.tcmb.gov.tr

TCMB'nin yeni politika anlayışı çerçevesinde yürütmekte olduğu geleneksel olmayan politika araçları; faiz koridoru, bir haftalık repo faizi ile yukarıda anılan likidite yönetim araçları, zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyon mekanizmasıdır. Bu noktada, kredi ve döviz

kuru kanallarıyla da nihai amaç olarak belirlenen fiyat istikrarı ve finansal istikrarın sağlanması için çalışılmaktadır (Kara, 2012:6).

Söz konusu politika araçlarından **faiz koridorunun** çalışma prensibine bakacak olursak; TCMB, piyasa faizlerini ve likiditesini etkilemek amacıyla piyasanın ihtiyacı doğrultusunda kısa vadeli (*günlük veya haftalık*) likidite sağlayabildiği gibi, fon fazlası olan piyasa aktörlerinden de gecelik vadede borç alabilmektedir. TCMB'nin gecelik vadede bankalardan borçlanabileceği ve bankalara borç verebileceği faiz seviyelerinin arasında kalan kısım "*faiz koridoru*" olarak tanımlanmaktadır (TCMB, 2015b:2). Bu bağlamda, merkez bankasının *borç verme* ve *borçlanma* olmak üzere iki faiz oranı belirlediğini görmekteyiz. Koridorun üst sınırı TCMB'nin borç verme faiz oranı, alt sınırı ise, borçlanma karşısında ödeyeceği faiz oranıdır (*taralı alan*). Haftalık repo faizi ise, TCMB'nin politika faizini oluşturmakta ve koridorun içinde kalacak şekilde belirlenmektedir (*bkz. Şekil 10.*) (Özataç, .2012:9).

Şekil 10. TCMB'nin Faiz Koridoru (%)



Kaynak: evds.tcmb.gov.tr

TCMB'nin kullandığı yeni politika araçlarından bir diğeri de **rezerv opsiyon mekanizması** (ROM). 2010 yılı sonu itibariyle zorunlu karşılık mekanizması TCMB tarafından makroekonomik ve finansal riskleri azaltıcı araçlardan biri olarak aktif olarak kullanılmıştır. Bu doğrultuda, öncelikle TL zorunlu karşılıklara faiz ödenmesine son verilmiş, TL zorunlu karşılık oranları aşamalı olarak artırılmıştır. Ocak 2011'den itibaren de zorunlu karşılık oranları vadeye göre farklılaştırılarak bankaların pasiflerinin vadesinin uzatılması sağlanmıştır. Volatil sermaye akımlarının makro finansal istikrar açısından yaratabileceği olumsuz etkileri en aza indirmek amacıyla TCMB tarafından uygulamaya konulan ROM ile bankaların TL zorunlu karşılık yükümlülüklerinin bir bölümünü döviz ve altın cinsinden tesis etmelerine imkan tanınmıştır. Böylece bankalar döviz varlıklarını TL ihtiyaçlarını karşılamak üzere belli oranda kullanabilmekte ve bu nedenle de gönüllü olarak döviz ve altın rezervlerini artırma eğiliminde olmaktadır. Böylece, ROM otomatik dengeleyici olarak işlemekte ve sermaye hareketlerinin yurtiçi piyasalarda oluşturduğu döviz

kuru volatilitisini düşürücü rol oynayarak etkin bir döviz likiditesi enstrümanı olmaktadır. Bankaların yurt dışı finansman koşullarına bağlı olarak ROM kullanım oranını ayarlaması sermaye akımlarının kredi hacmi ve döviz kuru gibi değişkenler üzerinde yaratabileceği volatilitiyi önlemesi açısından önemli bir etkidir (TCMB, 2015b:3).

SONUÇ

Dünya ekonomisinde yaşanan gelişmeler özellikle büyük ekonomilere sahip ülke merkez bankalarının da uyguladıkları para politikalarının da değişmesine neden olmaktadır. Özellikle 2008 yılında ABD’de ortaya çıkan ve tüm dünyaya hızla yayılan küresel finans krizi FED ve diğer ülke merkez bankalarını yeni politika arayışlarına sevk etmiştir.

Parasal genişleme, negatif faiz uygulamalarının yanında, faiz koridoru, rezerv karşılıkları oranı gibi geleneksel olmayan para politikası araçları da TCMB’nin de içinde bulunduğu merkez bankaları tarafından kullanılmaya başlanmıştır.

Bu çalışmada, küresel finans krizi sonrasında yaşanan ekonomik gelişmeler incelenmiş, akabinde FED ve TCMB’nin uygulamış olduğu para politikalarından ve sonuçlarından bahsedilmiştir. Sonuç olarak küresel finans krizinin tüm dünya üzerindeki etkileri henüz sürmektedir. Küresel finans sektörünün disipline edilmesi için yapılan girişimler finansal sistemin kırılganlıklarını azaltsa da reel ekonominin toparlandığını söylemek için henüz erkendir.

Reel sektörün toparlanması ve ekonomik büyüme oranlarının kriz öncesi döneme ulaşabilmesi için para politikalarının yatırımcıların yatırım ortamlarını düzeltecek teşvikler ve diğer maliye politikaları ile desteklenmesi gerekmektedir. Zira reel sektörün yatırım kararlarını sürekli olarak ertelemesine neden olan negatif beklentiler ekonomide kırılganlıkların artmasına neden olmaktadır. Geleceğe dair beklentilerin olumlu olduğu bir ortamın oluşması ancak yatırımcıları cezbederek, istihdam ve üretimin artmasıyla ekonomik büyümenin ve refahın artmasına katkı sağlayabilecektir.

KAYNAKÇA

- Alantar, D. (2008). “Küresel Finansal Kriz: Nedenler ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme”, *Maliye Finans Yazıları*, Sayı:81, 1-10.
- Alper, K., Altunok, F. ve Çapacıoğlu, T. (2015). “ABD Merkez Bankası (Fed) Politikaları ve Bankacılık Sektörü Dış Borçlanması”, *TCMB Ekonomi Notları*, 2015(14).
- Arestis, P. ve Karakitsos, E. (2009). “What Role for Central Banks in View of The Current Crisis?”, *The Levy Economics Institute of Bard College*, 2009(2).
- Balmumcu, Ö. (2013). “Küresel Finans Krizi Ekseninde Para Politikası Tartışmaları”, *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 4(2), 32-55.
- Başçı, E. ve Kara, H. (2011). “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, *İktisat İşletme Finans*, 26(302), 9-25.
- BIS. (2009). “79th BIS Annual Report, Ch. VI. Policy Responses to The Crisis”, *Bank for International Settlements*, 91-115
- Erarslan, C. ve Bayraktar, Y. (2012). “Konut Balonlarının Oluşumunda FED’in Rolü ve Küresel Krizden Çıkarılacak Bazı Dersler”, *İktisat Fakültesi Mecmuası*, 62(2), 38-59.
- Hiç, M. (2009). “Küresel Ekonomik Kriz ve Türkiye”, *Beykent Üniversitesi Yayınevi*, İstanbul.
- Kara, A. H. (2012). “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası”, *İktisat İşletme Finans*, 27(315), 9-36.
- Kutlar, A. ve Gündoğan, H. (2012). “Türkiye’de 2008 Finansal Kriz Sürecinde Para Politikası ve Enflasyon Hedeflemesi”, *Türkiye Ekonomi Kurumu-Uluslararası Ekonomi Konferansı*, 1-3 Kasım 2012, İzmir.
- Önder, İ. (2009). “Küresel Kriz ve Türkiye Ekonomisi”, *Muhasebe e Finansman Dergisi*, 42, 12-25.
- Özatay, F. (2012). “Para Politikasında Yeni Arayışlar ve TCMB”, *Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı*, Ocak, R201202.
- Paya, M. (2007). “Para Teorisi ve Para Politikası”, *Filiz Kitabevi*, İstanbul.
- TCMB. (2010). “Finansal İstikrar Raporu”, *TCMB Yayınları*, Ankara.
- TCMB. (2013). “2014 Yılı Para ve Kur Politikası”, *TCMB Yayınları*, Ankara.
- TCMB. (2015a). “Türkiye’de Finansal İstikrar Gelişmeleri”, *TCMB Finansal İstikrar Raporu*, Ankara.
- TCMB. (2015b). “Bülten”, *TCMB Yayınları*, Aralık 2015, Sayı:40, Ankara.
- Ünal, A. ve Kaya, H. (2009). “Küresel Kriz ve Türkiye”, *Ekonomi ve Politika Araştırmaları Merkezi*, 1-35. ekopolitik.org, Erişim: 26.04.2016.
- Vural, U. (2013). “Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi”, *TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, Ankara.

Elektronik Kaynaklar

- Breau of Economic Analysis, bea.gov, Erişim: 26.04.2016.
- Energy Information Administration, eia.gov, Erişim: 26.04.2016.

Federal Reserve, federalreserve.gov, Erişim: 26.04.2016.

S&P Dow Jones Indices LLC., my.spindices.com, Erişim: 26.04.2016.

TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi, evds.tcmb.gov.tr, Erişim: 26.04.2016.

tr.investing.com, Erişim: 26.04.2016.