

2008 Küresel Krizinin Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ekonomilerin Para Politikalarına Yansımaları

İbrahim ÖRNEK¹, Burak UĞUR²

ÖZET

2008 Küresel finans kriziyle birlikte ülkeler öncelikle geleneksel para politikası anlayışı çerçevesinde politika faizine başvurmuşlardır. Ancak faiz indirimlerinin gelişmiş ekonomilerde toparlanmaya katkıda yetersiz kalması, faiz oranlarının sıfıra yaklaşması ve bunun yanında Euro Bölgesi çevre ülkelerinde baş gösteren borç sürdürülebilirliği sorunları tek amacı fiyat istikrarı, politika aracıysa genelde sadece politika faizi olan enflasyon hedeflemesinin gelişmiş ekonomilerde sorgulanmaya başlanmasına neden olmuştur. Bu süreçte gelişmiş ekonomilerde merkez bankaları krizden çıkmak amaçlı fiyat istikrarını arka plana atarak tam istihdam ve iktisadi büyüme amaçlarını ön plana çıkarmış ve birden çok amaca ulaşmak için birden çok aracın kullanıldığı esnek enflasyon hedeflemesi rejimine geçmişlerdir. Bu çerçevede gelişmiş ekonomilerde merkez bankaları niceliksel genişleme, kredi genişlemesi, sözle yönlendirme gibi geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanarak piyasaya yüklü miktarda likidite vermişlerdir.

Gelişmekte olan ekonomilerde ise merkez bankaları, temel amaçları olan fiyat istikrarını koruyarak, özellikle kriz sürecince gelişmiş ekonomilerin gevşek para politikalarının ve küresel finans sisteminde süregelen kırılganlıkların bu ülkelere yönelik sermaye akımlarındaki oynaklığı arttırması sebebiyle finansal istikrarı da gözetmeye başlayan para politikası araçlarını uygulamaya başlamışlardır. Gelişmekte olan ülkeler bu amaçlara ulaşmak için politika faizinin yanında zorunlu karşılıklar, faiz koridoru gibi para politikası araçlarını da aktif şekilde kullanmaya başlamışlardır. Aynı zamanda bu ülkeler daha esnek enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçmişlerdir.

Bu çalışmada, küresel kriz sürecinde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere uygulanan para politikaları incelenmektedir. Çalışmada gelişmiş ekonomi olarak Amerika merkez bankası; gelişmekte olan ekonomi olarak ise TCMB'nin para politikası uygulamaları ele alınmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Küresel Kriz, Para Politikası, Gelişmiş Ekonomiler, Gelişmekte olan Ekonomiler.

Jel Sınıflaması: G01, E52, E58.

ABSTRACT

Countries firstly applied policy rate as conventional monetary policy in 2008 global crisis. But cutting interest rate proved not to be enough to stimulate in advanced economies, came near zero of interest rates and occurred debt sustainability problems in Eurozone peripheral economies so that inflation targeting regime which has only price stability as an aim, and instrument (policy rate) was started to be questioned by advanced economies. In this process, central banks of advanced economies have put price stability back front and give

¹ Prof. Dr. KSÜ, İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, Kahramanmaraş / Türkiye, iornek@hotmail.com +903442801541

² Arş. Gör. KSÜ, İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, Kahramanmaraş / Türkiye, burakugur89@hotmail.com, +903442801554

priority to maximum employment and economic growth in order to exit crisis and implementation of flexible inflation targeting that has more than one instrument, aims has been started. So that advanced economies have given excess liquidity to market by implementing unconventional monetary policy tools such as quantitative easing, credit easing and forward guidance.

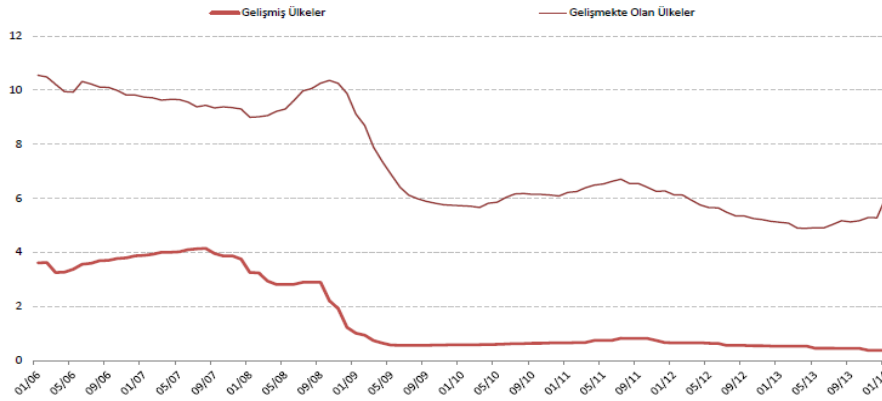
Central banks of emerging economies have started to apply monetary policy tools that have financial stability concern by preserving their main of price stability because that easing monetary policy of advanced economies and the ongoing fragilities in the global financial system has lead to substantial volatility in capital flows towards emerging economies. Emerging countries have started to use monetary policy tools such as reserve requirement and interest rate corridor effectively with policy rate for these aims.

The aim of this study is to examine monetary policy in the emerging and developed economies. In this study, the applications of central bank's monetary policy in USA as developed economies and in Turkey as emerging countries are studied.

Key Words: Global Crisis, Monetary Policy, Advanced Economies, Emerging Economies.

1.GİRİŞ

2008 Küresel finans kriziyle birlikte ülkeler öncelikle geleneksel para politikası anlayışı çerçevesinde politika faizine başvurmuşlardır. Krizin başlamasıyla gelişmiş ülkeler faiz oranlarında önemli indirimlere giderken çok kısa sürede birçoğu faiz oranlarını sıfır düzeyine çekmiştir. 2008 yılının sonuna kadar temkinli para politikası izleyen gelişmekte olan ülkeler ise, küresel çalkantı sonucu kredi olanaklarının daralması ile Eylül ayından sonra faiz oranlarını hızlı bir şekilde indirmeye başlamıştır. Gelişmekte olan ülkelerdeki enflasyon oranı genel olarak gelişmiş ülkelerden daha yüksek olduğundan gelişmekte olan ülkelerdeki faiz oranları, gelişmiş ülkelerdeki seviyelere inmemiştir (Vural, 2013: 8). Krizin ilerleyen süreçlerindeyse sermaye akımlarındaki oynaklığın etkisini yumuşatmak amacıyla gelişmekte olan ekonomilerde bu politika aracı kullanılmıştır (Şekil 1.).



Şekil 1. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ekonomilerde Politika Faiz Oranları (%) (TCMB, 26.02.2014, <http://www.tcmb.gov.tr>).

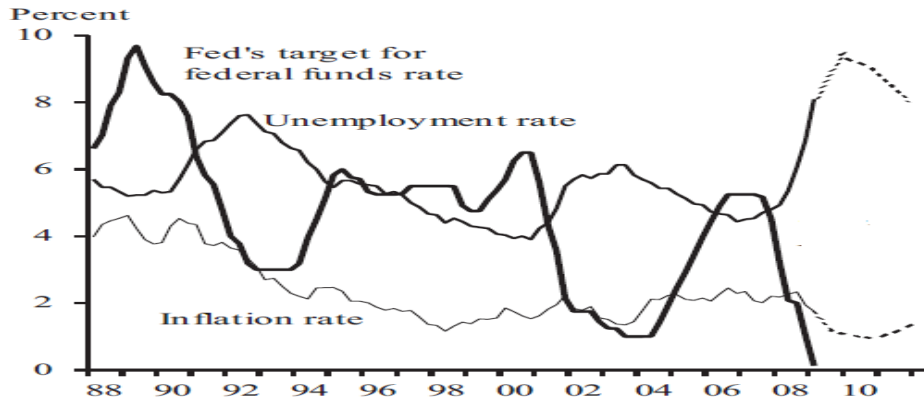
Ancak faiz indirimlerinin gelişmiş ekonomilerde toparlanmaya katkıda yetersiz kalması, faiz oranlarının sıfıra yaklaşması ve bunun yanında Euro Bölgesi çevre ülkelerinde baş gösteren borç sürdürülebilirliği sorunları tek amacı fiyat istikrarı, politika aracıysa genelde sadece politika faizi olan enflasyon hedeflemesinin gelişmiş ekonomilerde sorgulanmaya başlanmasına neden olmuştur. Bu süreçte gelişmiş ekonomilerde merkez bankaları krizden çıkmak amaçlı fiyat istikrarını arka plana atarak

tam istihdam ve iktisadi büyüme amaçlarını ön plana çıkarmış ve birden çok amaca ulaşmak için birden çok aracın kullanıldığı esnek enflasyon hedeflemesi rejimine geçmişlerdir. Bu çerçevede gelişmiş ekonomilerde merkez bankaları niceliksel genişleme, kredi genişlemesi, sözle yönlendirme gibi geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanarak piyasaya yüklü miktarda likidite vermişlerdir

Gelişmekte olan ekonomilerde ise merkez bankaları, temel amaçları olan fiyat istikrarını koruyarak, özellikle kriz sürecince gelişmiş ekonomilerin gevşek para politikalarının ve küresel finans sisteminde süregelen kırılganlıkların bu ülkelere yönelik sermaye akımlarındaki oynaklığı arttırması sebebiyle finansal istikrarı da gözetmeye başlayan para politikası araçlarını uygulamaya başlamışlardır. Gelişmekte olan ülkeler bu amaçlara ulaşmak için politika faizinin yanında zorunlu karşılıklar, faiz koridoru gibi para politikası araçlarını da aktif şekilde kullanmaya başlamışlardır. Böylece bu ülkeler de daha esnek enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçmişlerdir. Bu süreçte küresel anlamda enflasyonun bir risk olarak görünmemesi de merkez bankalarını cesaretlendirmiştir.

2. Amerika Merkez Bankası (Fed) Örneğiyle Gelişmiş Ekonomilerde Para Politikaları

Temel amacı fiyat istikrarını ve tam istihdamı sağlamak olan Fed 1990'ların ortalarından itibaren politika faizini, enflasyonu fiyat istikrarı ile uyumlu bir yerde ve işsizlik oranını da doğal düzeyde tutmak için kullanmaktadır (Özatay, 2013a: 440). Buna göre Fed Amerikan ekonomisi canlandığında enflasyondaki artışın önünü almak amacıyla federal fon hedef oranını (politika faizi) yükseltmekte, Amerikan ekonomisi yavaşladığında ise –ki bu GSYİH ya da işsizlik oranına yansyacaktı- federal fon hedef oranını düşürmektedir. Şekil 2.'de hem bu süreç hem de 2008 küresel krizinde fed'in işsizlikteki çok yüksek artışa federal fon hedef faizini çok ciddi seviyede düşürerek cevap verdiği görülebilmektedir.



Şekil 2. Federal fon hedef faizi, işsizlik ve enflasyon oranları (%) (FRBSF, 2009, 1), (2009 ve sonrası FOMC üyelerinin tahminidir).

2007 yılının ikinci yarısında ABD konut piyasasındaki sıkıntıların güven ortamını zedelemesi, kuruluşların birbirine borç vermekte isteksiz davranması, kredi piyasalarında yaşanan çalkantılar, ABD'nin yeniden gevşek para politikası uygulamasına başlamasını gerektirmiştir (Keyder ve Ertunga, 2012: 567).

Şekil 2.'de görülebileceği gibi, Federal Açık Piyasa Kurulu %5,25 düzeyinde olan politika faizini 2007 Eylül ayından başlayarak kademeli olarak düşürmüştü ve Aralık sonuna gelindiğinde yüzde 4,25'e düşürmüştü. Üç ayda bir puanlık düşüş az gelmiş olmalı ki, Fed Ocak ayı içinde biri 22 Ocak'tan diğeryse 30 Ocak'tan geçerli olacak şekilde iki indirim daha yapmıştır. Bu tarihte federal fon hedef faizi yüzde 3'e gerilemişti. Hem ardı ardına bu iki karar hem de bu faiz indirimlerinin ilkinin önceden ilan edilen tarihlerin dışında yapılan bir

toplantıda yapılması, Fed'in algıladığı risklerin ne kadar yüksek olduğunu göstermekteydi. Faiz indirimleri giderek hızlandı ve yaklaşık bir yıl sonra, 16 Aralık 2008'e gelindiğinde federal fon hedef faizini yüzde 0 ile 0,25 aralığına düşürüldü. O tarihten bu yana Fed federal fon faizinin bu aralıkta olmasına izin vermektedir (Özatay, 2013b: 132). Örneğin 31.03.2014 tarihinde bankalar arasında yapılan işlemlerde gerçekleşen faiz (federal fon oranı) yüzde 0,06 düzeyindedir (Federal Reserve Bank of New York, 31.03.2014, <http://www.newyorkfed.org>). Politika faiz oranlarındaki indirimin temel 2 nedeni; durgunluğa girme ihtimaline karşı yatırımı ve tüketimi teşvik etmek ve asimetrik bilgi sebebiyle birbirine borç vermekten çekinen bankaların sistemik riske yol açmaması için bankalar arası borçlanma faiz oranını düşürmektir (BDDK, 2008: 72).

Faiz indirimi gerekliydi ama o da yeterli olmuyordu. Krizin temelindeki sorunlara çare olmuyordu. Güven bunalımından kaynaklanan nakit sıkışıklığını dolayısıyla bankacılık sektöründeki likidite sorununu tam olarak çözemedi bu durumda kredi hacmi iyice daraldı. Amerikan ekonomisi 2008'in son çeyreğinde resesyona girdi.

Amerikan ekonomisinde faiz oranlarının sıfır seviyesine yaklaşması, faiz indirimlerinin bankacılık sektörünün likidite sorununu çözmemesi dolayısıyla ekonomiyi canlandırmaya yetersiz kalması, Fed'in geleneksel olmayan para politikası araçlarıyla piyasaya likidite vermesine neden olmuştur. Fed bu önlemlere ilk olarak Aralık 2007'de başlamış ve krizin en şiddetlendiği Eylül 2008'den itibaren de çok daha fazla bu tarz politika araçlarını kullanmıştır.

Bu bölümün alt başlıklarında kısaca bu para politikalarının Fed uygulamalarına değinilecektir.

2.1. Kredi Genişlemesi

Fed küresel kriz sürecinde kredi genişlemesi politikasını en kapsamlı olarak uygulayan merkez bankalarından birisidir. Banka, bu politika çerçevesinde gerek geleneksel borç verme yöntemlerinden birisi olan reeskont penceresinin koşullarında gevşemeyle, gerekse de yeni yaratmış olduğu programlarla kredi imkanlarında genişletmeye gitmiştir.

Fed, kredi genişlemesi aracını şöyle kullanmıştır;

-Birincil reeskont kredisi, çok kısa vadede (genellikle gecelik vadede), mali yapısı güçlü bankalar ve diğer mevduat kurumlarına sağlanan, federal fon hedef oranının üzerinde bir oranda sunulan ve Fed'in temel olarak kullandığı kredi imkânıdır. Birincil reeskont kredilerinde koşulların genişletilmesi Fed'in krize verdiği ilk tepkilerden biridir (Fed, 2010a: 1). 17 Ağustos 2007'de Fed birincil faiz oranını 50 baz puan indirerek birincil kredi oranı ile federal fon hedef oranı arasındaki farkı 100 baz puandan 50 baz puana indirmiştir. Fed ayrıca birincil kredinin vadesini 30 günde kadar uzatmış ve krediyi alan isterse bu vadeden kredinin yenilebileceğini belirtmiştir. Fed açılan reeskont kredileri karşılığında kabul ettiği teminatları ipotekli konut kredileri ve ilgili varlıkları da (konut kredilerine dayalı kağıtlar gibi) dahil ederek genişletmiştir (Fed, 2007: 1). 16 Mart 2008'de Fed birincil kredi faiz oranını 25 baz puan indirerek birincil kredi oranı ile federal fon hedef oranı arasındaki farkı 50 baz puandan 25 baz puana indirmiş ve birincil kredinin vadesini 90 güne kadar çıkarmıştır (Fed, 2008b: 1). Bu düzenlemelerin amacı likidite desteğine ihtiyaç duyan kuruluşları reeskont penceresinden kredi almaya teşvik etmektir. Likidite ihtiyacındaki mevduat bankalarının, çeşitli teminatlarla likidite ihtiyacını karşılaması bunun da hane-halklarına ve şirketlere borç verme imkânlarını artırması beklenmiştir. Ancak Fed'in reeskont penceresinden sınırsız kredi desteği vereceği güvencesine rağmen; bu imkanın 2 türlü dezavantajı ortaya çıkmıştır. Birinci dezavantajı; bankalar, finansal durumlarına dair piyasada negatif bir algılama oluşması ve kredibilitelerinin düşmesi korkusuyla (stigma problemi) bu imkandan çok yararlanmak

istememiş, ikincisi ise reeskont penceresinden kuruluşlara verilen likidite nedeniyle piyasadaki faiz oranının Fed'in belirlediği politika (gösterge) faiz oranının aşağısında oluşma ihtimali olmuştur, dolayısıyla FED reeskont penceresinden sınırsız kredi verebileceğini açıklamasına rağmen küresel kriz boyunca bu yöntemle yaklaşık 400 milyar dolar gibi sınırlı destek verebilmiştir (BDDK, 2008: 75; Abel vd., 2014: 577). Fed reeskont penceresindeki birincil kredinin vadesini 14 Şubat 2010'dan itibaren maksimum 90 günden 28 güne indireceğini açıklamış ve söz konusu tarihte bunu yaparak birincil kredi koşullarında normalleşme işlemine yönelik ilk adımı atmıştır.

- Vadeli ihale kolaylığı (TAF): Birincil kredi almaya uygun tüm mevduat kuruluşlarının katılabildiği, verilen kredilerin tamamen teminatlandırıldığı, sabit tutarda, faiz oranı ihale sürecinde belirlenen (minimum alt sınıra tabidir) ve tekliflerin bölgesel Merkez Bankaları aracılığıyla yapıldığı bir para politikası aracıdır. TAF, Fed'in küresel krizde kullandığı ilk geleneksel olmayan para politikası aracıdır. Bu kolaylığın bankalar arası piyasalar baskı altındayken bankaların likidite ihtiyaçlarını daha kolay karşılaması ve bankalar arası piyasalardaki baskıyı azaltması beklenmiştir. FED bu program ile piyasaya yaklaşık 3 trilyon 800 milyar dolar borç vermiştir. Banka, 12 Aralık 2007 tarihinde TAF uygulamasını açıklamış ve 17 Aralık 2007'de ilk ihaleyi gerçekleştirmiştir. Son ihale 8 Mart 2010'da 25 milyar dolarla yapılmıştır.
- Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı (TSLF): Bu imkân kapsamında Fed, 11 Mart 2008'de, piyasa yapıcılara 200 milyar dolara kadar olan tutardaki Hazine menkul kıymetlerini belirlenen uygun teminatlar karşılığında 28 gün vadeli olarak vereceğini açıklamıştır. Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Kolaylığı (TSLF) piyasa yapıcısı olan, mevduat bankası olmayan finansal kuruluşlara likidite sağlamanın yanı sıra hazine kağıtları ve diğer teminatların likiditesini artırma ve böylece finansal piyasaların genel işleyişini kolaylaştırmak amacıyla da uygulanmış bir programdır (BDDK, 2008: 76). 27 Mart 2008'de haftalık ihaleler başlamış ve 1 Şubat 2010'da ise finansal piyasalardaki işleyişteki iyileşmenin ışığında birçok verme olağanı ile birlikte sonlandırmıştır. Fed, TSLF programı ile piyasaya 1 trilyon 940 milyar dolar ve onun opsiyonu olan TSLF Opsiyon Programı (TOP) ile ise 62,3 milyar dolar borç vermiş ya da başka bir deyişle bu iki programla yaklaşık 2 trilyon dolarlık hazine kağıdı vermiştir.
- Piyasa Yapıcısı Kredi Kolaylığı (PDCF): FED, 16 Mart 2008 tarihinde temelde "piyasa yapıcıları için reeskont penceresi olarak işleyen" piyasa yapıcısı kredi kolaylığı (PDCF) uygulamasını oluşturmak üzere New York FED'e yetki verdiğini açıklamıştır. PDCF, piyasa yapıcılara belirlenmiş teminatlara karşılık gecelik fonlama sağlamaya ve bu şekilde finansal sistemin işlerliliğini artırmaya yönelik yeni bir uygulamaydı (BDDK, 2008: 74). 17 Mart 2008'de başlayan uygulama 1 Şubat 2010'da sonlandırılmıştır. Fed, PDCF programı ile piyasaya yaklaşık 8,9 trilyon dolar borç vermiştir.
- Varlığa Dayalı Finansman Bonosu Para Piyasası Yatırım Fonu Likidite Olanığı (AMLF): Fed, 19 Eylül 2008 tarihinde Amerikan mevduat kuruluşlarına, grubunda banka bulunduran holding şirketlerine (ABD'deki ana şirkete veya bu şirketin ABD'deki bağlı kuruluşlarına) ve yabancı bankaların ABD'deki şubelerine para piyasası yatırım fonlarından yüksek kalitede varlığa dayalı finansman bonosu (ABCP) satın almalarını finanse etmek amacıyla varlığa dayalı finansman bonosu para piyasası yatırım fonu likidite olanağı (AMLF) ile kredi vereceğini açıklamıştır. Bu olanağın amaçları; özellikle Lehman'ın iflası sonrasında ciddi para çekişleriyle karşılaşan para piyasası yatırım fonlarına yardımcı olmak ve

özelde varlığa dayalı finansman bonusu piyasasındaki geneldeyse para piyasasındaki likiditeyi artırmaktır (Fed, 2008c: 1). 22 Eylül 2008'de başlayan AMLF, 1 Şubat 2010'da sonlandırılmıştır. Fed, AMLF kapsamında 217 milyar dolar borç vermiştir.

- Finansman Bonusu Fonlama Kolaylığını (CPFF): Fed 7 Ekim 2008'de, Amerikalı finansman bonusu ihraççılarına likidite yedeği sağlamaya finansman bonusu fonlama kolaylığını (CPFF) yarattığını ilan etti. CPFF'nin amacı; finansman bonusu ihraççılarına likidite yedeği sağlanmasıyla finansman bonusu piyasasındaki geçici likidite bozulmalarını iyileştirmek ve böylece iş dünyası ve hanehalkı için daha fazla kredinin ulaşılabilirliğine katkıda bulunmaktır. 27 Ekim 2008'de uygulanmaya başlayan uygulama 1 Şubat 2010'da sonlandırılmıştır. Fed CPFF programı altında toplamda 737 milyar dolar borç vermiştir (Levy Economics Institute, 2011: 24).
- Para Piyasası Yatırımcısını Fonlama Kolaylığı (MMIFF): 21 Ekim 2008'de ilan edilen, 24 Kasım 2008'de uygulanmaya başlanan MMIFF, Amerika'da yerleşik para piyasası yatırımcılarına (para piyasası yatırım fonları, bazı yerel hükümet yatırım fonları, toplu yatırım fonları gibi) likidite sağlamak üzere kurgulanmıştır. Ayrıca ikincil piyasada para piyasası yatırım araçlarının satışı kolaylaşacaktır. Program 30 Ekim 2009'da bitmiş ve bu olanakdan herhangi bir borç verilmediği açıklanmıştır (Fed, 26.05.2014, www.federalreserve.gov).
- Vadeli Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Kredi Kolaylığı (TALF): Bu kredi kapsamında New York Fed, 200 milyar ABD dolarına kadar olan kredi imkânını beş yıl vadeli olarak son zamanlarda verilmiş eğitim, otomobil, kredi kartı ve küçük işletme idareleri tarafından garanti edilmiş küçük işletme kredilerine dayalı, AAA dereceli, yeni ihraç edilmiş ABS'leri (varlığa dayalı menkul kıymet), yeni ihraç edilmiş ticari gayrimenkul ipoteğine dayalı menkul kıymetleri (CMBS) ve 1 Ocak 2009'dan önce ihraç edilmiş olan yüksek dereceli CMBS'leri ellerinde tutanlara kullanmıştır. Böylece bir yandan ticari konut piyasasını canlandırmak, bir yandan ise tüketici ve küçük işletme kredilerine dayalı ABS ihracını daha normal faiz oranlarında kolaylaştırarak, tüketici ve küçük işletme kredilerinin ulaşılabilirliğini arttırmak ve ekonomiyi canlandırmak amaçlanmıştır. TALF programı 25 Kasım 2008'de oluşturulsa da borç verme işlemleri 3 Mart 2009'da başlamıştır. Fed bu kapsamda, piyasaya yaklaşık 71 milyar dolar borç vermiştir.
- Ayrıca Fed, bir yatırım bankası olan Bear Stearns'a 2008 yılında Mart'ın ikinci yarısında iki ayrı olanakla, ABD'nin en büyük sigorta şirketi olan Amerikan Uluslararası Grup (AIG)'e ise Lehman Brothers'ın batışından sonra dört ayrı olanak aracılığıyla çok ciddi mali yardımda bulunmuştur.

2.2.Niceliksel Genişleme ve Vade Uzatma (Operation Twist) Programları

Amerika'da federal fon hedef oranı (politika faizi) indirimlerinin toparlanmaya katkıda yetersiz kalması ve faiz oranının sıfıra yaklaşması sonucu Aralık 2008'den itibaren, Fed bir dizi büyük ölçekli uzun vadeli varlık alımı gerçekleştirmiştir. ABD'deki bu alımlar iki ayrı programa ayrılmaktadır: Fed'in bilançosunu, para tabanını genişleten niceliksel genişleme (QE) ve bilançoyu, para tabanını sabit tutan vade uzatma programı (Tablo 1.)

Fed 25 Kasım 2008'de, 100 milyar dolara kadar konutla ilgili hükümet destekli kuruluşların (Fannie Mae, Freddie Mac ve the Federal Home Loan Banks-GSEs) tahvillerinin ve 500 milyar dolar tutarına kadar Fannie Mae, Freddie Mac ve Ginnie Mae tarafından garanti edilen ipotekli gayrimenkul kredisine dayalı menkul kıymetlerin (MBS) doğrudan alımını içeren toplam 600 milyar dolarlık programı başlatmıştır. (Fed, 2008d:1). 18 Mart 2009'da ise

önceki açıklanan alımlara ek olarak 100 milyar dolara kadar hükümet destekli kuruluş tahvilleri, 750 milyar dolar tutarına kadar Fannie Mae, Freddie Mac ve Ginnie Mae tarafından garanti edilen MBS satın alacağını açıklamıştır. Fed bu menkul kıymet türlerindeki alımların yıl sonuna kadar süreceğini açıklamıştır. Ayrıca gelecek 6 ay süresince 300 milyar dolara kadar uzun vadeli devlet tahvili alımının yapılmasına karar verildiği duyurulmuştur (Fed, 2008e: 1). Böylece 1.niceliksel genişleme paketinin kapsamı 1750 milyar dolara yükselmiştir. 300 milyar dolarlık devlet tahvili alımı 2009 Ekimde bitirirken, Mart 2010 sonunda, 1425 milyar dolarlık konutla ilgili hükümet destekli kuruluşların tahvilleri ve MBS'ler alınmış olarak 1.Niceliksel genişleme paketi sonlandırılmıştır. Böylece Fed, bu paket kapsamında 1725 milyar dolarlık uzun vadeli varlık almıştır. Bu destek Amerikan ekonomisinin 2008 GSYH'nın yaklaşık yüzde 12'sine denk gelmektedir (Tablo 2.).

Tablo 1. Fed'in Niceliksel Genişleme (QE) ve Operation Twist (Vade Uzatma) Paketleri (yazar tarafından oluşturulmuştur).

<i>Niceliksel Genişleme ve Operation Twist Politika Kararları</i>	<i>Başlangıç Tarihi</i>	<i>Bitiş Tarihi</i>	<i>Açıklama</i>
QE1	Aralık 2008	Mart 2010	100 milyar dolara kadar hükümet destekli kuruluşların tahvilleri, 500 milyar dolar tutarına kadar Fannie Mae, Freddie Mac ve Ginnie Mae tarafından garanti edilen gayrimenkul ipotekine dayalı menkul kıymet (MBS) alımını içeren 1.Niceliksel Genişleme Paketi.
QE1'in Genişlemesi	Mart 2009		Ek 100 milyara dolara kadar hükümet destekli kuruluş tahvilleri, Ek 750 milyar dolar tutarına kadar aynı kuruluşlar tarafından garanti edilen MBS ve 300 milyar dolara kadar uzun vadeli devlet tahvili alımı.
QE2	Kasım 2010	Haziran 2011	Aylık 75 milyar dolar olmak üzere, 600 milyar dolar uzun vadeli devlet tahvili alımı.
Operation Twist	Eylül 2011	Haziran 2012	400 milyar ABD doları tutarında vadesine üç yıl veya daha kısa kalmış devlet tahvillerinin vadesine 6-30 yıl kalanlarla değiştirilmesini hedefleyen Vade Uzatım Programı.
Operation Twist Uzatımı	Temmuz 2012	Aralık 2012	Vade Uzatım Programı kapsamında öncekiyle aynı tempoda yani ayda yaklaşık 45 milyar dolarlık ek devlet tahvil değişimi.
QE3	Eylül 2012	Devam ediyor	Eylül 2012'de aylık 40 milyar dolar tutarında aynı kuruluşlar tarafından garanti edilen MBS, Aralık 2012'de aylık 45 milyar dolar tutarında uzun vadeli devlet tahvili alımlarının eklenmesiyle toplamda aylık 85 milyar dolarlık tutarla başlayan ucu açık süreçtir.
QE3'ün Genişletilmesi	Aralık 2012		

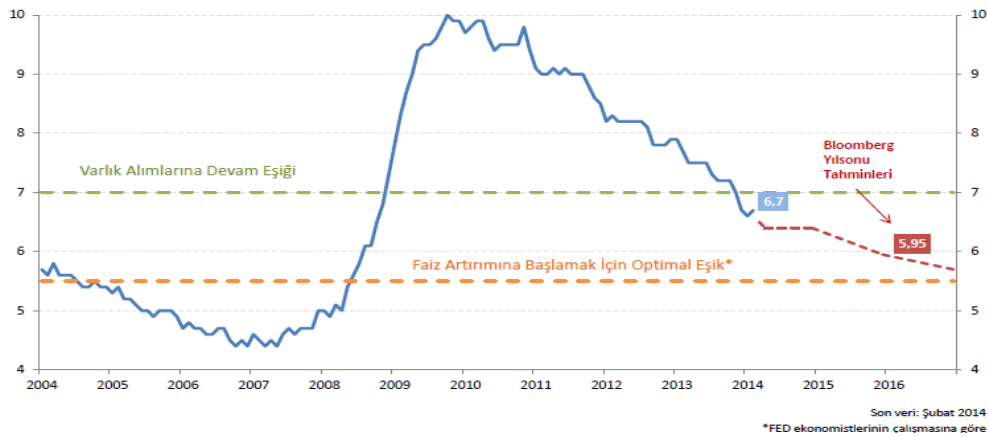
Tablo 2. Fed'in Niceliksel Genişleme (QE) ve Operation Twist (Vade Uzatma) Paketleriyle ilgili veriler (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2013: 77).

<i>Niceliksel Genişleme ve Operation Twist Politika Kararları</i>	<i>Toplam Gerçekleşen Miktar (milyar dolar)</i>	<i>Fed'in Bilançosuna Toplam Etkisi (milyar dolar)</i>	<i>Toplam Gerçekleşen Miktar/ 2008 ABD Gsyh (%)</i>
QE1			
QE1'in Genişlemesi	1725	1725	12,1
QE2	600	600	4,1

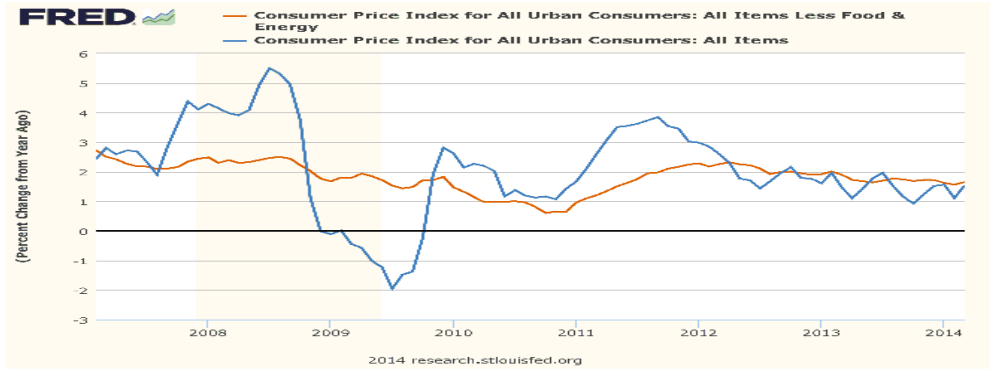
Operation Twist	400	0	2,8
Operation Twist Uzatımı	267	0	1,9
QE3 (tahmini)	1680	1680	11,7

Birinci niceliksel genişleme paketi ekonominin tamamını desteklemeye tasarlandıysa da konut kredisi piyasasını öncelemiştir. Bu durum konutla ilgili hükümet destekli kuruluşların tahvillerinin ve MBS'lerin QE1'nin yüzde 80'inden fazlasını oluşturmamasından anlaşılabilir (Fawley, 2013: 60). Paketin bu tarafının amacı, ev alımı için kredinin ulaşılabilirliğini artırmak ve maliyetini (mortgage faizleri) düşürmek, böylece konut piyasası ve finansal piyasalardaki genel koşulları iyileştirmeyi, ekonomik büyümeyi desteklemektir (Fed, 2008d: 1). Yüklü miktarda uzun vadeli devlet tahvili alımının da özel kredi piyasalarındaki koşulları iyileştirmeye özellikle etkili olacağı düşünülmektedir. Bunun nedeni en güvenilir liman olan ABD hazine tahvilinin faizinin düşmesiyle, buradan çıkacak olan yüklü miktardaki yatırımcının şirket tahvilleri, özel sektörün ihraç ettiği diğer menkul kıymetler gibi yüksek getirili varlıklara yöneleceği düşüncesidir.

Amerikan finans piyasasındaki ciddi karışıklık 2010'un ikinci yarısına kadar bitmişti fakat büyüme ve istihdam artış hızı düşük kalmıştı. Buna bağlı olarak da Fed işsizliğin yüksek seviyesinden memnun değildi, ayrıca enflasyonda Fed'in %2'lik hedefinin oldukça altındaydı ve enflasyonun bir süre bu seviyelerde kalması beklenmekteydi (Şekil 3.ve Şekil 4.). 10 Ağustos 2010'da Fed, konutla ilgili hükümet destekli kuruluşların tahvillerinin ve MBS'lerin anapara ödemelerinin uzun vadeli devlet tahvillerine, Fed'de tutulan hazine menkul kıymetlerinin ise yeniden bu tür varlıklara yatırılarak bilançosunun mevcut seviyesini sürdürmeye devam edeceğini açıklamıştır. 27 Ağustos 2010'da Bernanke, koşullar gerektirirse daha varlık alınabileceğini belirterek 2.Niceliksel genişleme anlamında sözle yönlendirme yapmıştır.



Şekil 3. Amerika Birleşik Devletleri İşsizlik Oranı (%) (TCMB, 2014a: 5).



Şekil 4. Amerikan enflasyon oranları (mavi manşet enflasyon, kırmızı çekirdek enflasyon) (Capitalspectator, 25.06.2014, www.capitalspectator.com).

Fed, 3 Kasım 2010'da 2011'in ikinci çeyreğinin sonuna kadar aylık 75 milyar dolar olmak üzere, 600 milyar dolar uzun vadeli devlet tahvili alımının yapacağını açıklamıştır (Fed, 2010: 1). 2.niceliksel genişleme (QE2) olarak adlandırılan bu paketin amacının, uzun vadeli faiz oranlarını düşürmek ve ekonomik toparlanma hızını daha güçlü desteklemek, enflasyonu fiyat istikrarıyla tutarlı seviyelere çıkarmak olduğu açıklanmıştır. Fed, ekonomik toparlanma ve enflasyon değişkenlerdeki ilerlemenin politika hedeflerine göre hayal kırıklığı yaratacak şekilde yavaş olduğunu açıklamıştır. Alımlar başlangıçta açıklandığı gibi Haziran 2011 sonunda bitirilmiştir. Böylece Fed, bu paket kapsamında 600 milyar dolarlık uzun vadeli devlet tahvili almıştır. Bu destek Amerikan ekonomisinin 2008 GSYH'nın yaklaşık yüzde 4,1'ine denk gelmektedir (Tablo 2.).

2.niceliksel genişleme tamamlandıktan sonra Fed yaklaşık 3 ay herhangi bir para politikası aksiyonu yapmadı. Ancak Fed, ekonomik büyümenin yavaş ve işsizliğin yüksek kalmasından memnun değildi. Ayrıca 2011 Ağustos ayında Avrupa Borç krizinin derinleşmesi ekonomik görünümde aşağı yönlü riskleri ve finansal gerginlik endekslerini yükselmişti. 21 Eylül 2011 tarihinde Fed bu gelişmelere cevap olarak, 1961 yılında da denediği Operation Twist (bükme operasyonu) olarak da adlandırılan vade uzatma programını açıklamıştır. Buna göre Fed, 2012 yılının haziran ayı sonuna kadar 400 milyar ABD doları tutarında vadesine üç yıl veya daha kısa kalmış (kısa vadeli) devlet tahvillerini satacak, bu varlıklardan elde edilecek gelirle aynı tutarda vadesine 6-30 yıl kalan (uzun vadeli) devlet tahvillerini satın alacaktır. Bu politikayla Fed, elindeki menkul kıymetlerin ortalama vadesini uzatırken, uzun vadeli faizleri düşürmeyi, böylece de finansal piyasalardaki koşulları rahatlatmayı ve ekonomik toparlanmayı desteklemeyi amaçlamıştır (Fed, 2011b: 1).

Vade uzatma programına Operation Twist (bükme operasyonu) denmesinin sebebi, programın uzun vadeli faizleri düşürmesinin, kısa vadeli faizleri artırmasının beklenmesi, bunun da getiri eğrisini aşağı doğru bükmesine sebep olmasıdır (Abel vd., 2014: 588). Vade uzatma programının QE'den farklı olarak, Fed'in bilanço büyüklüğüne, bankacılık sisteminin rezervleri ya da para tabanına etkisi yoktur. Bu nedenle, vade uzatma programının ekonomik büyüme, faiz oranları ve enflasyon üzerinde aynı miktarda niceliksel genişlemeyle uzun vadeli devlet tahvili alınmasına göre daha küçük bir etkiye sahip olması beklenir (Labonte, 2014a: 13).

Yine 21 Eylül 2011 duyurusunda Fed, mortgage piyasasındaki koşulları desteklemeye, konutla ilgili hükümet destekli kuruluşların tahvillerinin ve MBS'lerin anapara ödemelerinin uzun vadeli devlet tahvilleri yerine MBS'lere yeniden yatırılacağını açıklamıştır. Ayrıca hazine menkul kıymetlerinde ise var olan politikanın devam edeceği belirtilmiştir (Fed, 2011b: 1).

Amerika'da 2012 yılı bahar ve yaz aylarında tarım dışı istihdam artışları beklenenden oldukça düşüktü, buna bağlı olarak da işsizlik 2011'e göre düşse de hâlâ oldukça yüksekti

(Şekil 3.) ABD için normal kabul edilen işsizlik oranının yüzde 5,5-6 arasında olduğunu belirtmek gerekir (Özatay, 2013b: 190). Bu duruma bağlı olarak 20 Haziran 2012’de Fed, vade uzatma programını öncekiyle aynı şekilde, aynı tempoda yani ayda yaklaşık 45 milyar dolar olarak yıl sonuna kadar uzattığını açıklamıştır. Bu ek alımlarda 267 milyar dolarlık kısa vadeli devlet tahvili satışı ve aynı miktarda uzun vadeli devlet tahvili alışı olmuştur.

Böylece Fed vade uzatma programıyla, 667 milyar dolarlık kısa vadeli devlet tahvilini portföyünden çıkartıp, bu varlıklardan elde ettiği gelirlerle aynı miktarda uzun vadeli devlet tahvilini portföyüne koymuştur.

Bu kadar çabaya rağmen, emek piyasası durgun kalmıştı. 2012 Ağustos sonundaki Jackson Hole toplantısında Bernanke, özellikle emek piyasasındaki cansızlığın ciddi endişelendirdiğini ve Fed olarak ihtiyaç duyuldukça ek politika desteği sağlayacaklarını açıklamıştır (Fawley, 2013: 75). Aynı şekilde piyasalarda çoğunlukla Fed’den yeni bir niceliksel genişleme paketi bekliyorlardı.

13 Eylül 2012’de Fed, ilave politika desteksiz, ekonomik büyümenin emek piyasası koşullarında kalıcı iyileşme sağlamaya yeterince güçlü olabileceği konusunda endişelendiğini belirterek, ekonomik toparlanmayı daha güçlü desteklemeye ve enflasyonu yüzde 2’lik hedefiyle tutarlı seviyelerde tutmak amacıyla 3.niceliksel genişlemeyi (QE3) açıklamıştır. Fed bu paket çerçevesinde, aylık 40 milyar dolar tutarında Fannie Mae, Freddie Mac ve Ginnie Mae tarafından garanti edilen MBS alacağını açıklamıştır (Fed, 2012c: 1). Önceki iki niceliksel genişlemeden farklı olarak Fed, alımların bitiş tarihini ilan etmemiş, bunun yerine emek piyasasındaki görünüm kayda değer iyileşene kadar fiyat istikrarı çerçevesinde, bu alımların devam edeceğini, ek varlık alımlarına başvurulacağını, diğer uygun olan politika araçlarının da kullanılacağını belirtmiştir.

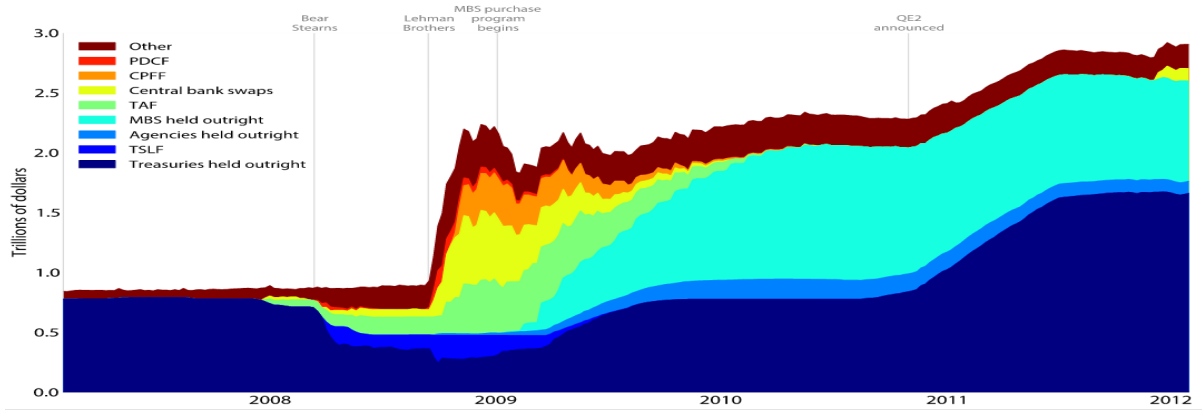
12 Aralık 2012’de Fed, tuttuğu Hazine menkul kıymetlerinin ortalama vadesini uzatma programının bu ay sonu bitmesinden sonra, aylık 45 milyar dolar tutarında uzun vadeli devlet tahvili alımı yapacağını açıklamıştır (Fed, 2012e: 1). Böylece QE3, toplamda aylık 85 milyar dolarlık tutarla başlayan ucu açık süreçtir. Önceki iki niceliksel genişlemeden farklı olarak Fed, alımların bitiş tarihini ilan etmemiş, bunun yerine emek piyasasındaki görünüm kayda değer iyileşene kadar fiyat istikrarı çerçevesinde, uzun vadeli devlet tahvili ve MBS alımlarının devam edeceğini, diğer uygun olan politika araçlarının da kullanılacağını belirtmiştir. Böylece QE3’ün önceki alımlardan daha yüksek ya da düşük olduğu başlangıçta bilinmemektedir.

Ayrıca konutla ilgili hükümet destekli kuruluşların tahvillerinin ve MBS’lerin anapara ödemelerinin MBS’lere yeniden yatırılmasının ve hazine menkul kıymetlerinde ise var olan politikanın devam edeceği belirtilmiştir. Bu eylemlerin amacı, uzun vadeli faiz oranlarını düşürmek, konut fiyatları başta olmak üzere mali varlık fiyatlarını yükseltmek ve ekonomiye duyulan güveni artırmaktır. Uzun vadeli devlet tahvili, MBS’lerdeki faiz düşüşü yatırımcıyı şirket tahvil ve bonolarına yönlendirip buradaki faizleri düşürecek, yatırımları artıracaktır. Başta konut olmak üzere artan mali varlık fiyatları ve yükselen borsa ile tüketicilerin mevcut servetlerinin artacağı düşünülüyordu. Servet artışı bir yandan, Fed’in elinden geleni yapacağını sürdüreceğini açıklamasıyla artacak güven diğer yandan, iç talebin yükseleceği umuluyordu. Ayrıca artan konut fiyatlarıyla konut almanın cazibesinin yükseleceği ve konut sektörünün canlanmaya başlayacağı düşünülüyordu (Özatay, 2013a: 192).

22 Mayıs 2013’de ABD Kongresinde, Fed Başkanı Ben Bernanke, ABD ekonomisinde olumlu verilerin geldiğini ve ekonomik verilerin böyle devam etmesi koşuluyla aylık 85 milyar dolar olan uzun vadeli devlet tahvili ve MBS alımlarını yıl sonuna doğru kısılabileceklerinin beyanını vermiştir (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2014: 2). 18 Aralık 2013’ten itibaren Haziran 2014’e kadar Fed, her FOMC (Açık Piyasa Komitesi) toplantısında uzun vadeli varlık alımında 10 milyar dolarlık azaltmaya gitmiştir. Fed’in varlık alımlarını

azaltmada bu hızla gitmesi ve 2014 Ekim ayında 15 milyar dolar indirimle alımları bitirmesi beklenmektedir.

Niceliksel genişlemenin, kredi genişlemesinin Fed'in bilançosuna etkisine baktığımızda, şekil 5. 2007'den 2011 sonuna kadar Fed'in bilançosunun büyüklüğünü ve varlık tarafını göstermektedir. 2007'de ve 2008 Eylül'üne kadar Fed'in bilanço büyüklüğü yaklaşık 900 milyar dolardı. 2007 yılında normalde olduğu gibi Hazine menkul kıymetleri Fed'in varlıklarının yüzde 90 civarını oluşturmaktaydı. 2007 sonundan beri Fed'in uygulamaya koyduğu yeni borç verme kolaylıkları ve reeskont kredileri 2008 Eylülüne kadar Fed bilançosunun büyüklüğünde pek bir değişikliğe neden olmazken, bilançonun varlık kompozisyonunda ciddi bir değişime neden olmuştur. Bunun nedeni Fed'in, Eylül 2008'de kriz derinleşene kadar bu imkanlarla borç vermenin etkisini hazine menkul kıymetleri satarak sterilize etmesidir. 2008 Eylül'ünden sonra ise Fed bilançosunun genişlemesine izin vermiş, Eylül'den itibaren uygulamaya koyduğu yeni borç verme kolaylıklarının da etkisiyle Eylül ve Kasım arasında bilanço büyüklüğü 2 katından daha fazlasına çıkarak, 2 trilyon doları aşmıştır. 2008 Kasım ayından 2010 Kasım'a kadar ise bilanço büyüklüğü çok fazla değişmemiş ancak varlık kompozisyonu değişmiştir. Bunun nedeni Fed'in verdiği kredilerin geri ödenmesi ve yapılan birinci niceliksel genişleme paketiyle (QE1) uzun vadeli devlet tahvilleri, konutla ilgili hükümet destekli kuruluşların tahvillerini ve MBS'leri satın almasıdır. Kasım 2010'dan Haziran 2011'e kadar yapılan 600 milyar dolarlık uzun vadeli devlet tahvili alımı (QE2) Fed'in bilançosunu 2,3 trilyon dolardan 2,9 trilyon dolara çıkarmıştır. Fed'in bilanço büyüklüğü 2012 Eylül'üne kadar yani QE3 başlayana kadar bu seviyelerde kalmıştır. 2012 sonunda yaklaşık 3 trilyon dolar olan bilanço büyüklüğü, 2013 sonunda yaklaşık 4 trilyon dolara çıkmıştır. Niceliksel genişlemenin Aralık 2014'de bitmesi beklendiği tarihte ise yaklaşık 4,6 trilyon dolara çıkmış olacaktır. Dolayısıyla izlenen genişleyici para politikası (kredi genişlemesi, niceliksel genişleme, swaplar gibi) hem Fed'in bilançosunu tarihi seviyelere çıkarmış hem de bilançonun kompozisyonu ciddi biçimde değiştirmiştir.



Şekil 5. Fed Bilançosu (Varlıklar) (2007-2011, milyar dolar)(şekilde kırmızı renkle PDCF, turuncuyla CPFF, sarıyla merkez bankası swapları, yeşille TAF, açık yeşille MBS, açık maviyle hükümet destekli kuruluşların tahvilleri, daha koyu maviyle TSLF, lacivertle hazine menkul kıymetleri, kahverengiyle diğer borç verme olanakları gösterilmiştir)(Ineteconomics, 23.06.2014, www.ineteconomics.org).

2.3.Sözle Yönlendirme

Fed, federal fon hedef oranının Aralık 2008'de yüzde 0 ile 0,25 aralığına düşmesinden itibaren geleneksel olmayan para politikası araçlarından sözle yönlendirmeyi ekonomiyi canlandırmak amacıyla kullanmaya başlamıştır.

Sözle yönlendirme, merkez bankalarının ekonomik görünümüne ilişkin değerlendirmelerine bağlı olarak para politikasının gelecekteki olası yönelimi hakkında kamuoyu ile iletişim kurmalarıdır. Sözle yönlendirmenin temel amacı para politikasının gelecekteki seyrine ilişkin belirsizliği azaltarak ekonomik birimlerin beklentilerini yönlendirmektir (TCMB, 2013b: 2).

Ülke uygulamaları incelendiğinde üç tip sözle yönlendirme şekli kullanılmaktadır. İlk olarak *açık uçlu yönlendirmede*, para politikalarının izleyeceği seyre ilişkin niteliksel bilgi sunulmaktadır. Merkez bankalarının politika faiz oranlarını uzun bir süre daha artırmayacakları yönündeki açıklamaları açık uçlu yönlendirmenin bir örneğidir. Merkez bankalarına öngörülemeyen gelişmeler karşısında esneklik sağlarken zaman ya da duruma ilişkin net (nicel) bilgi içermediğinden yoruma açık kalmaktadır. Öte yandan *zamana bağlı yönlendirmede*, merkez bankaları para politikasının ne zaman değişeceğine ilişkin işaret vermektedir. Son olarak, *duruma bağlı yönlendirmede*, merkez bankaları para politikasında değişime yol açabilecek ekonomik koşullara yönelik işaret vermektedir (TCMB, 2013b: 2).

Özellikle politika faizinin yüzde sıfır bandına yaklaştığı veya bu bantta seyrettiği durumlarda, merkez bankaları nominal faiz oranını daha da aşağı çekememekte, politika faizini düşük bir seviyede tutma niyetini iletişim yoluyla kamuoyuyla paylaşarak beklentileri yönetmeye çalışmaktadır. Böylelikle uzun vadeli faiz oranları üzerinde aşağı yönlü bir baskı yaratılırken kredi koşullarını genişletmek için ve merkez bankasına, ekonomiye artan güven yoluyla dolaylı bir kanal oluşturulmaktadır. Özellikle kamuoyunun makroekonomik koşullara ve para politikasına ilişkin beklentilerinin merkez bankasının değerlendirmelerinden belirgin olarak farklılaştığı durumlarda sözle yönlendirme, merkez bankalarının değerlendirmelerinin ve stratejilerinin netleştirilmesi açısından önem kazanmaktadır (TCMB, 2013b: 3). Bu noktada, sözle yönlendirme stratejisinin başarısının verilen söze piyasanın inanıp inanmadığına bağlı olduğunu belirtmek gerekir (Labonte, 2014a: 16). Bu da merkez bankalarının ekonomik birimler gözündeki itibarıyla (güvenirliliğiyle) çok yakından ilgilidir.

Fed sözle yönlendirme aracını politika faizine yönelik bilgi sağlamak amacıyla kullandığı gibi niceliksel genişleme olarak adlandırılan varlık alımlarıyla ilgili de kullanmıştır. Yine destekleyici para politikasının uzunca bir süre devam edeceğine işaret etmek amacıyla bu aracı kullandığı gibi para politikasının normalleşmesi sürecine ilişkin çıkış stratejisinin bir parçası olarak da bu yönteme başvurmuştur.

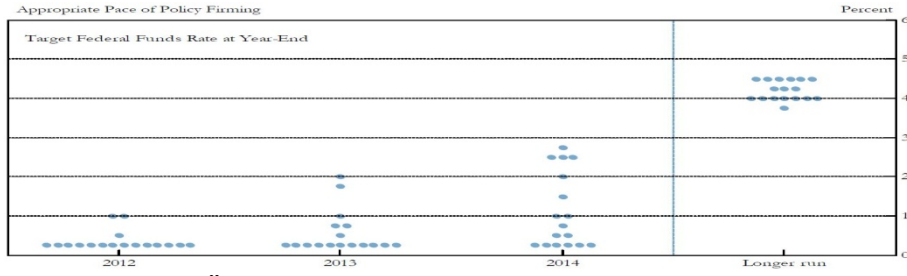
Fed politika faizine yönelik sözle yönlendirme yönteminin 3 şeklini de kullanmıştır. Banka, ilk zamanlarda açık uçlu olarak bu yöntemi kullanırken, belli zaman sonra zamana bağlı yönlendirmeler yapmış ve belli tarihten sonrada duruma bağlı olarak bu aracı kullanmaya devam etmiştir. Fed'in bu aracı nasıl kullandığı FOMC'nin toplantılarından sonra yayınlanan toplantı raporlarına, başkanın toplantıdan sonraki basın konuşmalarına ve Ocak 2012'den beri açıklanan FOMC üyelerinin sundukları projeksiyonlara bakılarak değişen yönlendirmelerle örneklendirilecektir.

Açık Uçlu Yönlendirme:

- 16 Aralık 2008 FOMC Raporu: Zayıf iktisadi koşulların olağandışı düşük faizi bir süre gerektirmesi muhtemeldir (FED, 2008a: 1).
- 18 Mart 2009 FOMC Raporu: İktisadi koşulların olağandışı düşük faizi uzun bir süre gerektirmesi muhtemeldir (FED, 2009: 1).

Zamana Bağlı Yönlendirme:

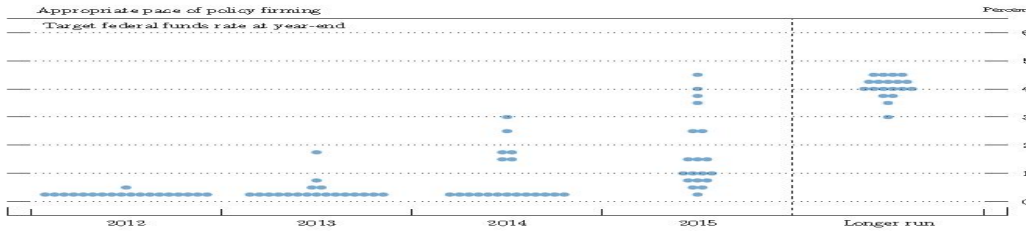
- 9 Ağustos 2011 FOMC Raporu: İktisadi koşulların olağandışı düşük faizi en azından 2013 ortasına kadar gerektirmesi muhtemeldir (FED, 2011a: 1).
- 25 Ocak 2012 FOMC Raporu: İktisadi koşulların olağandışı düşük faizi en azından 2014 sonuna kadar gerektirmesi muhtemeldir (FED, 2012a:1).



Şekil 6. FOMC Üyelerinin Politika Faizi Projeksiyonları (Ocak 2012) (FED, 2012b: 3).

FOMC raporuna yansıdığı üzere, Şekil 6.'da FOMC üyelerinin Ocak 2012'de yaptıkları tahminlere göre 2014 yılı sonuna kadar politika faizinde değişiklik beklenmediği görülmektedir.

- 13 Eylül 2012 FOMC Raporu: Olağan dışı düşük faizin en azından 2015 ortasına kadar gerekli olması muhtemeldir. ... Ekonomik toparlanmanın güçlenmesinin ardından para politikasının yüksek derecede destekleyici duruşu kayda değer bir süre daha uygun olmaya devam edecektir (FED, 2012c: 1).

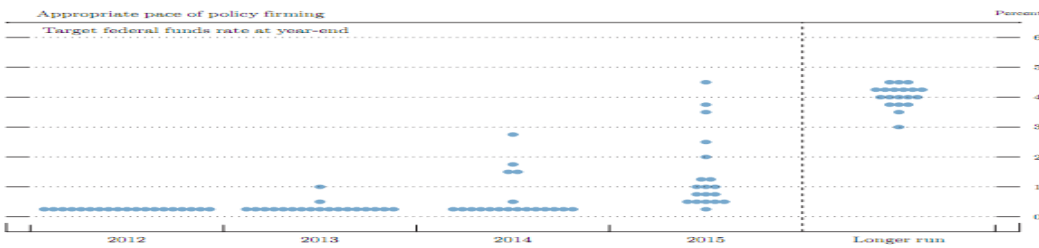


Şekil 7. FOMC Üyelerinin Politika Faizi Projeksiyonları (Eylül 2012) (FED, 2012d: 3).

FOMC raporuna yansıdığı üzere, Şekil 7.'de FOMC üyelerinin Eylül 2012'de yaptıkları öngörülerine göre 2014 yılı sonuna kadar politika faizinde değişiklik beklenmediği görülmektedir. Üyeler politika faizinin 2015 yılı sonunda yüzde 1 civarında olmasını öngörmüşlerdir.

Duruma Bağlı Yönlendirme:

- 12 Aralık 2012 FOMC Raporu: Olağandışı düşük faizin en azından işsizliğin %6,5'ın üzerinde seyrettiği, 1-2 yıllık döneme ilişkin enflasyon tahmininin %2 hedefini yarım puan aşmadığı ve uzun vadeli enflasyon beklentileri istikrarlı seyrettiği sürece uygun olacağı düşünülmektedir (FED, 2012e: 1).



Şekil 8. FOMC Üyelerinin Politika Faizi Projeksiyonları (Aralık 2012) (FED, 2012f: 3).

Fed zamana bağlı yönlendirmeden duruma bağlı yönlendirmeye geçtiğinde FOMC üyelerinin politika faizi projeksiyonları, faizin ne zaman artırılabilirceğinden ziyade üyelerin gelecekte ABD'de faizlerin kaç olmasını beklediklerine dönüşmüştür. Çünkü bu tarihten sonra üyeler 2015'te politika faizinin artacağını düşünmektedirler.

Şekil 8'de de kurul üyelerinin 2015 yılı sonunda politika faizinin yüzde 1 civarında olmasını öngördükleri görülmektedir. Uzun vadede ise yüzde 4 civarına odaklanılmıştır.

Amerikan ekonomisinde işsizlik oranının 2013 yılı sonuna doğru yüzde 6,5'a yaklaşmasıyla Fed politika faizine yönelik sözle yönlendirmesini 16 Mart 2014 FOMC toplantısında güncellemiştir (Şekil 3.).

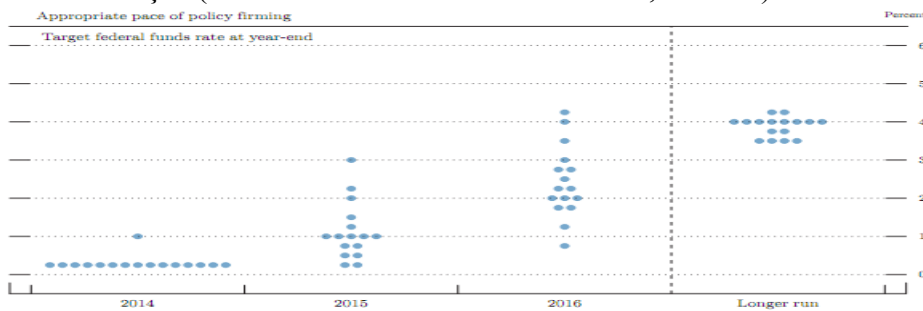
- 16 Mart 2014 FOMC Raporu: Federal fon hedefinin yüzde sıfır ile yüzde 0,25 arasında ne kadar süre kalacağı FOMC'nin gerçekleşen ve beklenen tam istihdam ve yüzde 2'lik enflasyon hedefine doğru ilerleme değerlendirmelerine bağlı olacaktır. Bu değerlendirmelerde geniş bir veri setine bakılacaktır. Bu veri seti emek piyasası koşullarını yansıtan ölçümler, enflasyon baskısına dair göstergeler, enflasyon beklentileri ve finansal gelişmelerdeki göstergelerden oluşmaktadır. Komite bu faktörlerin değerlendirmelerine dayanarak düşünmeye devam edecektir. Federal fon hedef oranının günümüz seviyesinde varlık alım programının bitiminden sonra, özellikle tahmin edilen enflasyon yüzde 2'lik uzun dönem hedefinin altında devam ederse ve uzun vadeli enflasyon beklentileri istikrarlıysa, kayda değer bir süre daha devam etmeye uygun olması muhtemeldir (FED, 2014a: 1).

Faiz oranıyla ilgili sözle yönlendirmede, 2012 Aralıktan farklı olarak Fed yüzde 6,5'lik işsizlik eşiğini kaldırmış yerine çok daha geniş veri setine bakacağını açıklamıştır. Janet Yellen, 19 Mart 2014'de FOMC toplantısı sonrasındaki konuşmasında, komitenin işsizlik oranının emek piyasasındaki gelişmeleri değerlendirmeye yeterli bir istatistik olmadığını düşündüğünü söylemiştir (Fed, 2014b: 7). Bunun nedeni küresel krizden sonraki süreçte ABD'de işsizlik oranlarındaki düşüşün istihdam artışından çok iş gücüne katılım oranındaki düşüşten kaynaklandığına dair oluşan bir görüş birliğidir. Yellen konuşmasında tam istihdam hedefine yakın olmadıklarını ve istihdam seviyesi tam istihdam hedefine kalıcı şekilde yakın değilken eğer enflasyonda önemli endişeleri olmazsa politika faizini artırmayı düşünmediklerini söylemiştir (Fed, 2014b: 7). Ayrıca gerek FOMC raporundaki söylemler gerekse Yellen'in komitenin yüzde 2'lik enflasyon hedefine tam olarak bağlı olduğunu belirtmesi, 2012 Aralık ayında ki toplantıda belirlenen yüzde 2,5'lik enflasyon eşiğinin de yüzde 2'ye düşürüldüğü düşüncesini ortaya çıkarmıştır. Ayrıca Başkan Yellen'in faizin varlık alımları bittikten muhtemelen 6 ay sonra (Nisan 2015) artırılabilirliğini söylemesi sözle yönlendirme aracına iyi bir örnektir (Fed, 2014b: 14). Bu durum komite üyelerinin politika faizi projeksiyonlarıyla da uyumludur (Şekil 9.).

Varlık alımlarında da Fed sözle yönlendirme aracına başvurmuştur.

Açık Uçlu Yönlendirme:

- 12 Aralık 2012 FOMC toplantısı: Fed 3.niceliksel genişlemede alımların açık uçlu olacağını, emek piyasasındaki görünüm kayda değer iyileşene kadar fiyat istikrarı çerçevesinde, uzun vadeli devlet tahvili ve MBS alımlarının devam edeceğini, diğer uygun olan politika araçlarının da kullanılacağını belirtmiştir.
- 22 Mayıs 2013 ABD Kongresinde: Dönemin ABD Merkez Bankası Başkanı Ben Bernanke, ABD ekonomisinde olumlu verilerin geldiğini ve ekonomik verilerin böyle devam etmesi koşuluyla aylık 85 milyar dolar olan uzun vadeli devlet tahvili ve MBS alımlarını yıl sonuna doğru kısılabileceklerinin beyanını vermiştir (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2014: 2).



Şekil 9. FOMC Üyelerinin Politika Faizi Projeksiyonları (Mart 2014) (FED, 2014c: 3).

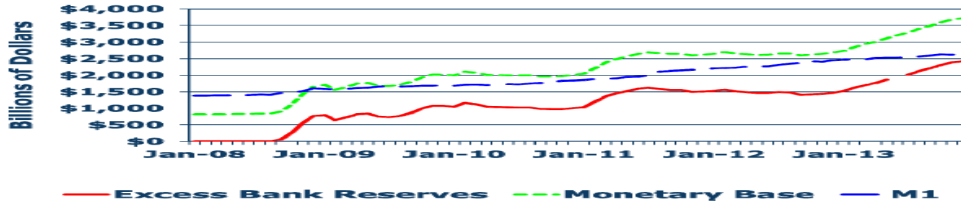
Duruma Bağlı Yönlendirme:

- 19 Haziran 2013 FOMC Toplantısı sonrası Bernanke: Komite yılın sonuna doğru varlık alımlarının kademeli biçimde azaltılmaya başlanmasının ve alımların gelecek yılın ortasında sona erdirilmesinin uygun olabileceğini düşünmektedir. Alımlar sona erdiğinde işsizlik oranının %7 civarında ve enflasyonun hedefle tutarlı seviyelerde olacağı tahmin edilmektedir (Şekil 3.) (Fed, 2013: 5).

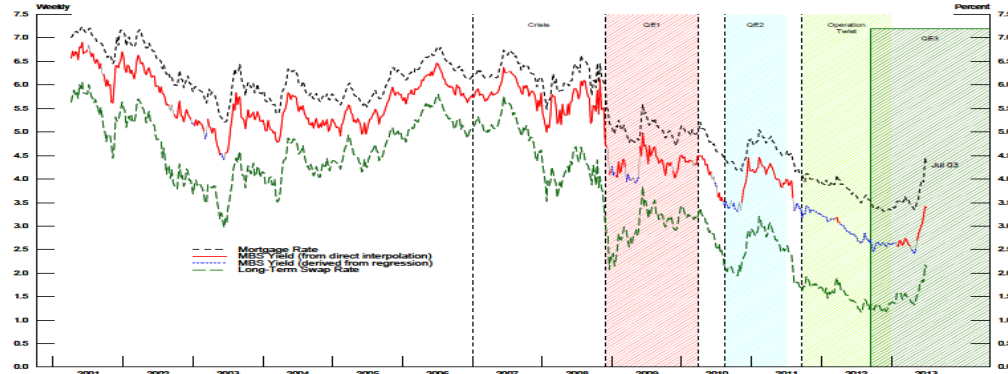
Sözle yönlendirmelerin para politikası duruşuna ilişkin beklentileri yönetmekteki etkinliğine dair bulgular karışık olmakla birlikte, özellikle ABD’de yönlendirmelerin beklenen faiz oranı patikası üzerinde etkili olduğu bilinmektedir (TCMB, 2013c: 33).

Politika faizine yönelik sözle yönlendirmede zamana bağlı yönlendirmenin etkinliğiyle ilgili somut bir örnek verilebilir. 2011’in ortasında profesyonel tahmincilerin ve finansal piyasalardaki gösterge anketlerine göre özel sektör ekonomistleri FOMC’nin yaklaşık 9 ile 12 ay sonrasında politika faizini artırmasını bekliyorlardı. 2011 Ağustos ayında FOMC’nin “iktisadi koşulların olağandışı düşük faizi en azından 2013 ortasına kadar gerektirmesi muhtemeldir” açıklaması piyasanın politika faizinin gelecekteki gelişimine yönelik beklentilerini değiştirmeyi başarmıştır. Bu açıklama birçok özel sektör ekonomistinin düşündüğünden daha uzun bir süreyi ifade etmektedir. Beklentilerdeki bu değişimin sonucu olarak, hazine menkul kıymetlerinin getirisi 10 baz puan ile 20 baz puan arasında düşmüştür. Bu belki büyük bir değişim olarak görünmese de, para politikasının etkileri şartlarında, bu gerçekten büyük bir düşüştü. Faiz oranlarındaki yaklaşık bunun kadar büyük düşüş normalde federal fon hedef oranının 75 ya da 100 baz puan düşmesinden gelirdi (FRBSF, 2012: 3). Yani bu faiz düşüşünü sağlamaya Fed’in federal fon hedef oranını nominal olarak sıfır seviyesinden yaklaşık %-1’lere çekmesi gerekirdi ki, bu da mümkün değildir. Sonuçta sadece hazine menkul kıymetlerinin değil, finansal piyasalarda tüm borçlanma araçlarındaki faizler düşmüştür (FRBSF, 2012: 3).

Sonuç olarak, Amerikan ekonomisinde izlenen niceliksel genişleme, kredi genişlemesi, operation twist, sözle yönlendirme gibi uygulamalar finansal piyasalardaki ciddi karışıklıkları gidermiş ve uzun vadeli faizler dalgalansa da uzun zaman düşük kalmıştır (Şekil 11,12,13.). Ancak ekonomi resesyondan çıksa da, resesyon sonrası (2009 sonrası) uzun zaman tam istihdamı yeniden sağlamaya yetersiz büyümüş ve işsizlik oranları yüksek seyretmiştir. Bunda bankacılık sistemine Fed tarafından eklenen oldukça büyük rezerv seviyesinin bankalar tarafından çeşitli nedenlerle aynı orantıda borç verme ya da diğer aktivitelerde (varlık alımı gibi) kullanılmayıp Fed’de aşırı rezerv olarak tutulmasının da önemli payı vardır. Bu durum para tabanının yaklaşık 3,5 katına çıkmasına rağmen, M1 para arzının neden aynı orantıda artmadığını da göstermektedir (Şekil 10.) Bu durum ABD ekonomisinin, toplam harcamaların ek parasal canlandırmaya duyarsız olduğu durum olarak bilinen likidite tuzağına girdiğine dair endişelere neden olmuştur. Böyle bir ekonomide uzun süre bir yandan deflasyon yaşanması, bir yandan da düşük büyüme görülmesi muhtemeldir. Ancak 2013 yılının 2. çeyreğinden itibaren ekonomik büyümenin ABD’nin potansiyel büyüme hızı (2,5-3) arasında olması, işsizlik oranının yüzde 7’lere doğru düşmesiyle Fed, ekonominin kendi dinamiklerinin (büyüme seviyesinin) iş gücü piyasası koşullarındaki gelişimi desteklemeyi sürdürebilecek kadar yeterli düzeyde olduğunu, dolayısıyla parasal genişlemeye ihtiyacın giderek azaldığını düşünerek niceliksel genişlemeyi kademeli olarak azaltmaya başlamıştır (Şekil 14). Yine niceliksel genişleme ve diğer uygulamalar enflasyonu yukarı itmiş ve deflasyonu engellemiştir (Abel vd. 2014: 590). Enflasyonun sürekli hedefin altında seyretmesi ABD ekonomisi ve Fed için bir sorundur (Şekil 4.)



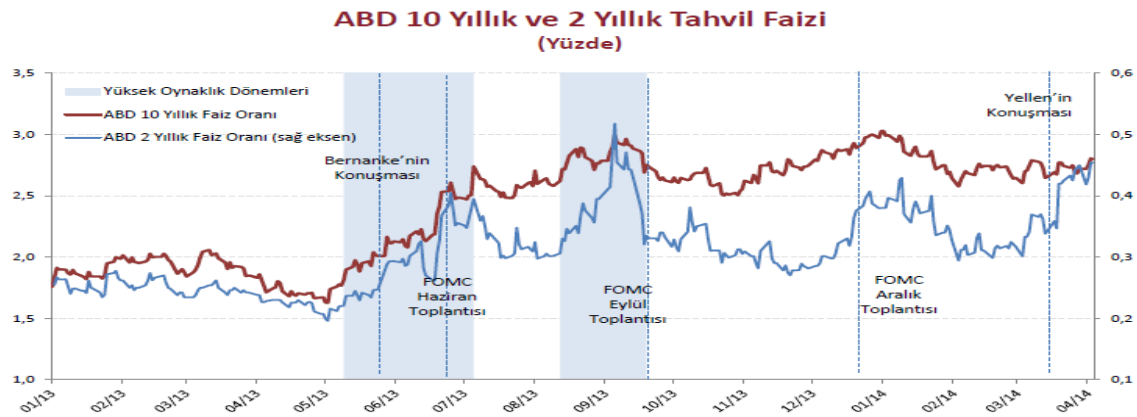
Şekil 10. Fed'de tutulan Aşırı Banka Rezervleri (kırmızı çizgi), Para Tabanı (yeşil çizgi) ve M1 (mavi çizgi) (2008 Ocak-2014 Ocak) (milyar dolar) (Labonte, 2014b: 14).



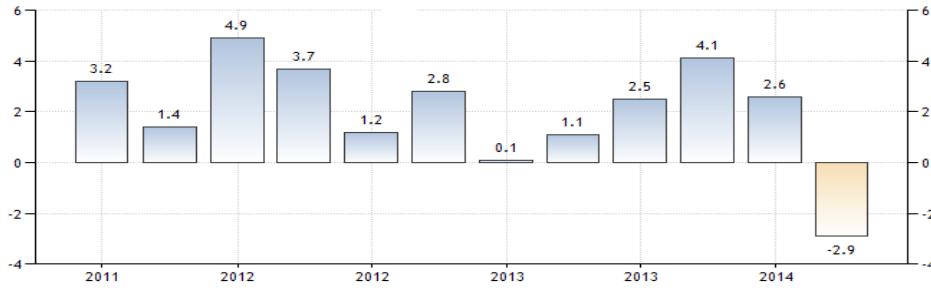
Şekil 11. Mortgage faizleri ve MBS faizleri (2001-2013) (%) (Fed, 2014d: 30).



Şekil 12. ABD 10 Yıllık Tahvil Faizi (Gösterge Faiz) (2008-2013) (GF, 24.04.2014, <http://www.gailfosler.com>).



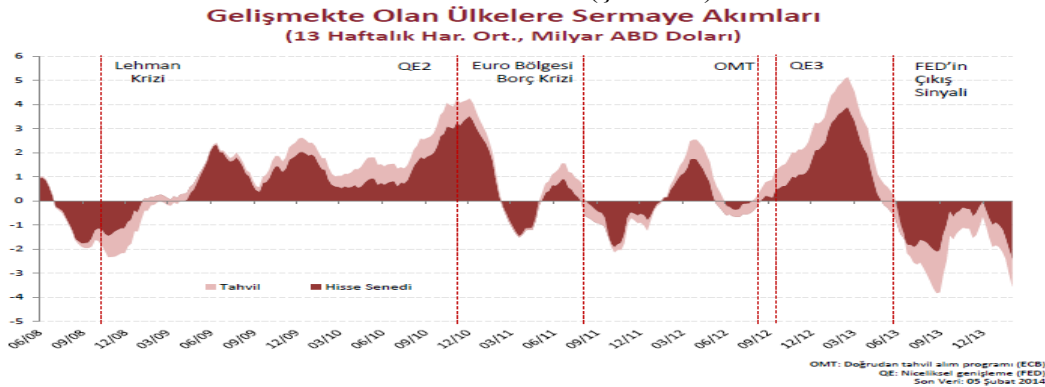
Şekil 13. ABD 10 Yıllık ve 2 Yıllık Tahvil Faizi (01/2013-04/2014) (TCMB, 2014b: 48).



Şekil 14. Amerikan Ekonomisi Çeyrek Büyüme Oranları (2011 2.Çeyrek- 2014 1.Çeyrek) (%), Tradingeconomics, 10.07.2014, <http://www.tradingeconomics.com>.

Fed Başkanı Janet Yellen de 4 Mart 2013’de yaptığı konuşmada, bu politikaları savunarak, bulguların Fed tarafından finansal menkul kıymetlerin alımlarının finansal koşulları genişletmeye, ekonomiyi canlandırmaya etkili olduğunu gösterdiğini açıklamıştır. Ayrıca gelişmiş ülke para birimlerini kapsayan dolar endeksine göre bakıldığında QE1 ve QE2’nin dolarda ciddi değer kaybına neden olduğu görülmektedir. Bu da ABD ekonomisini canlandırma da olumlu bir etkidir.

Ayrıca Fed’in uyguladığı niceliksel genişleme ve diğer uygulamaları geliştirmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarını artırmış, söz konusu ülke ekonomilerini bir yandan canlandırırken bir yandan da doların ulusal paralar karşısında değerini düşürmüştür. Bir yandan ABD’de basılan para yurt dışına gittiğinde Amerikan ekonomisine katkısı yokmuş gibi olsa da bu durum, dış ticaret açısından ABD ekonomisine fayda sağlamıştır. Bu da ABD ekonomisini canlandırma da olumlu bir etkidir (Şekil 15).



Şekil 15. Gelişmekte olan Ükelere Sermaye Akımları (TCMB, 2014b: 12).

Son olarak niceliksel genişleme, kredi genişlemesi, sözle yönlendirme gibi araçların ekonomiye faydası tartışılmalı olsa da en azından finansal piyasalardaki ciddi karışıklıkları giderdiğini, enflasyon ve büyüme de Amerikan ekonomisinin kötüye gitmesini engellediği net olarak söylenebilir.

3. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Örneğiyle Gelişmekte Olan Ekonomilerde Para Politikası

Küresel finans kriziyle birlikte pek çok gelişmekte olan ülkede olduğu gibi, TCMB da 2010 yılının sonlarından itibaren makro finansal riskleri de gözetken yeni bir para politikası çerçevesi tasarlamış ve uygulamaya koymuştur. Bu kapsamda, enflasyon hedeflemesinin genel çerçevesi gözden geçirilerek destekleyici amaç olan finansal istikrara vurgu artırılmış; bu amaca yönelik olarak ek politika araçları geliştirilmiştir. Böylece çok amaçlı, çok araçlı ve esnek bir politika stratejisi uygulanmaya başlanmıştır.

Tablo 3. TCMB’nın Para Politikası Stratejisi (TCMB, 2012b: 2).

ESKİ YAKLAŞIM		YENİ YAKLAŞIM
AMAÇLAR	FİYAT İSTİKRARI	FİYAT İSTİKRARI FİNANSAL İSTİKRAR
ARAÇLAR	Politika Faizi	Politika faizi, Likidite Yönetimi, Faiz Koridoru, Zorunlu karşılıklar

Tablo 3. bize TCMB'nin yeni ve eski para politikası stratejisinin amaçlarını ve araçlarını göstermektedir. 2006'dan itibaren uygulanan geleneksel enflasyon hedeflemesi rejiminde temel amaç fiyat istikrarı ve bu amaca yönelik olarak kullanılan aktif politika aracıysa politika faizi olmuştur. 2010 sonundan itibaren benimsenen esnek enflasyon hedeflemesi rejimi olarak adlandırabileceğimiz yaklaşımdaysa temel amaç korunmakla birlikte Merkez Bankasının destekleyici amacına olan vurgu artırılmış ve bu amaçlara ulaşabilmek amacıyla da tek bir araç yetersiz kalacağından faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve likidite yönetimi de aktif bir şekilde kullanılmaya başlanmıştır

3.1. Neden Yeni Bir Politika Stratejisine İhtiyaç Duyuldu?

✚ Kriz sonrası merkez bankacılığında değişen anlayış

- Finansal istikrara yönelik farkındalığın artması
- Krizi önlemek temizlemekten daha az maliyetli

Küresel krizden çıkarılan önemli derslerden birisi, merkez bankalarının fiyat istikrarına odaklanırken finansal sistemde biriken riskleri ve varlık fiyatlarındaki şişkinlikleri göz ardı etmemesi gerektiğidir. Bu doğrultuda G-20 gibi uluslararası platformlarda merkez bankalarının finansal istikrara daha fazla önem vermesi gerektiği görüşü giderek yaygınlık kazanmaktadır. Ayrıca, finansal krizleri önlemek için makro politikalarla tepki vermenin önemine değinen çalışmalar yakın dönem iktisadi yazınında giderek ağırlık kazanmıştır (TCMB, 2012a: 2).

✚ Konjonktürel etkiler

- Olağanüstü bol likidite, dalgalı risk iştahı, sermaye akımlarında oynaklık artışı

Küresel krizle birlikte bu krizden çıkmaya başta FED, ECB gibi merkez bankaları genişletici para politikasına başvurmuşlardır. Gelişmiş ekonomilerdeki merkez bankalarının politikalarının yarattığı likidite fazlasının büyük kısmı ise bu ülkelerde kalmamakta ve gelişmiş ekonomilere göre yüksek faiz veren Türkiye gibi ekonomilere akmaktadır. Gelişmiş ülkelerde süregelen niceliksel genişleme ve diğer genişletici uygulamalar sonucu ortaya çıkan kısa vadeli likidite bolluğu ve küresel finans sisteminde süregelen kırılganlıklar, sermaye akımlarında ciddi oynaklıklara yol açmaktadır.

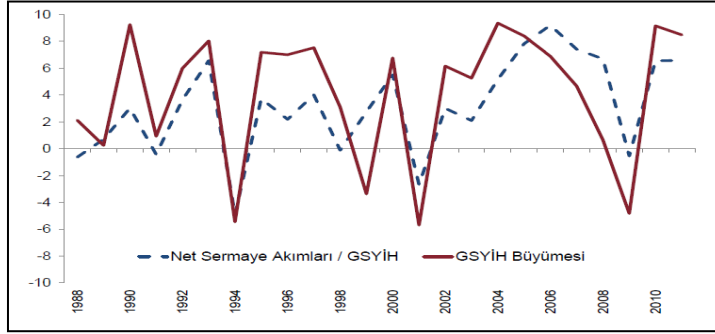
✚ Türkiye'ye özgü yapısal nedenler

- Açık ekonomi, düşük tasarruf oranı, yapısal cari açık
- Sermaye akımlarındaki oynaklığa duyarlılık

Türkiye ekonomisi yapısı gereği düşük tasarruf oranına sahip, ithal girdi kullanımına bağlı üretim yapısı olan dolayısıyla yüksek büyüme zamanlarında yüksek cari açık veren, büyüme düştükçe cari açığı düşen bir ekonomidir. Ekonomi tasarruf açığını, yüksek cari açığı

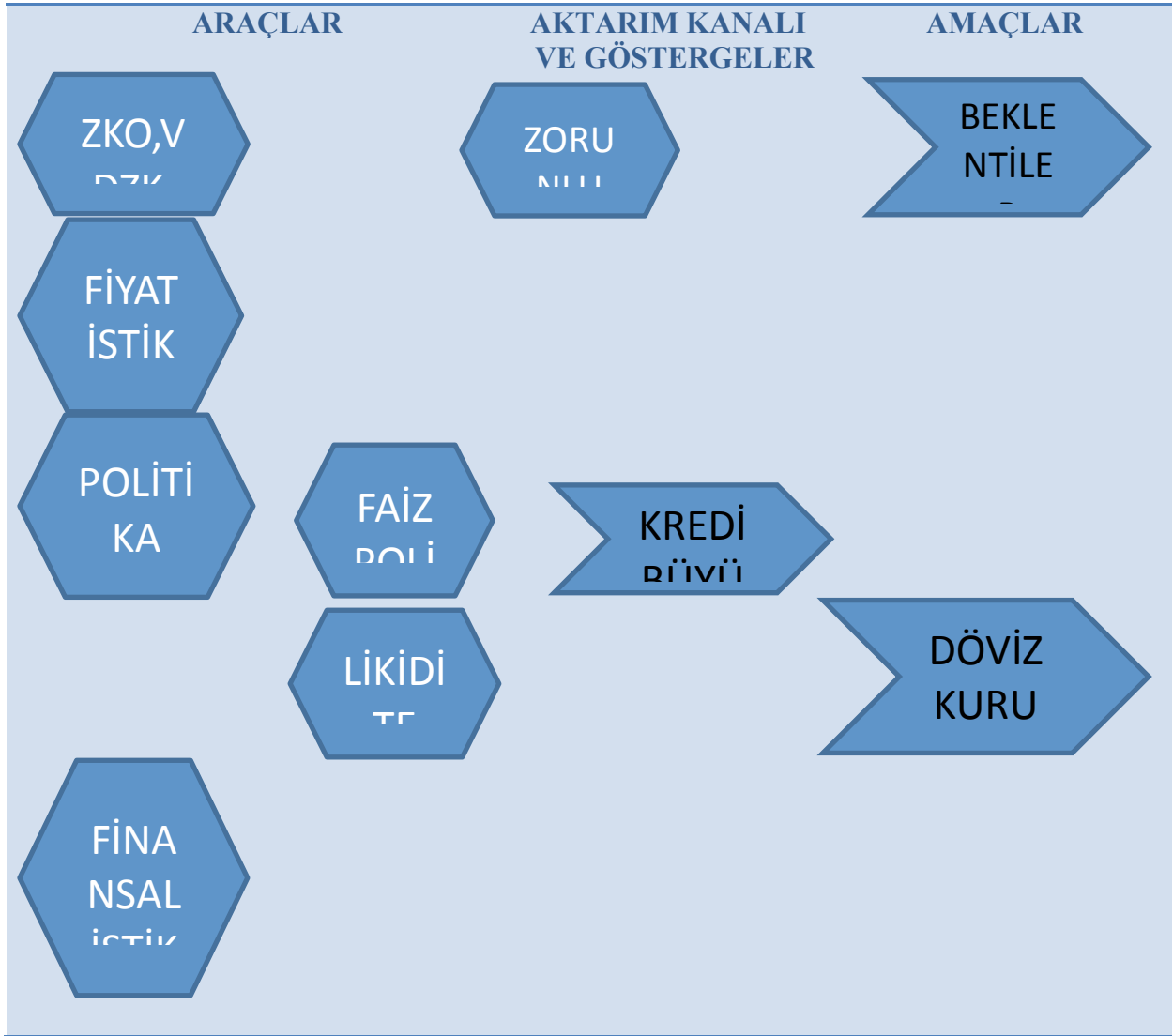
yabancı sermayeyle finanse etmekte ve dolayısıyla sermaye akımlarındaki oynaklığa aşırı duyarlı hale gelmektedir.

Grafik 4.1.1'den de görüldüğü gibi 1994, 2001, 2008 krizlerinde iktisadi faaliyetteki daralma hep sermaye akımlarında ani duruşla birlikte gerçekleşmiştir. Bu gözlem, finansman'ın oldukça kısa vadeli ve oynak olduğu bir konjonktürde, küresel risk iştahındaki ani değişimlere karşı ekonominin dayanıklılığını artırmanın gerekliliğine işaret etmekte; aynı zamanda para politikasında daha esnek bir yaklaşımın önemini ortaya koymaktadır. İşte TCMB'nin uyguladığı yeni politika çerçevesinin de esas olarak bu kapsamda değerlendirilmesi gerekmektedir (TCMB, 2012a: 4).



Şekil 16. GSYİH Büyümesi ve Sermaye Hareketleri (TCMB, 2012a: 5).

TCMB yeni para politikası stratejisinin finansal istikrar ayağı çerçevesinde sermaye akımlarındaki oynaklığın yurt içi piyasalar üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamayı amaçlamaktadır. Yeni politika çerçevesinde krediler ve döviz kuru gibi değişkenlere ayrı bir önem atfedilmektedir. Buna göre dünyada bollaşan likidite ile birlikte artan sermaye akımları Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilerde bir yandan yerli paranın aşırı değerlendirilmesine neden olmakta, bir yandansa hızlı kredi büyümesine neden olarak cari açığı artırmaktadır. Hızlı kredi büyümesi aynı zamanda iktisadi yazında finansal krizleri öncüleyen önemli değişkenlerden biri olarak ön plana çıkmaktadır. 2008 Küresel krizinden en çok etkilenen ekonomiler krizden önce ciddi kredi genişlemesi yaşamış olan ekonomilerdir, çünkü bu insanlar aldıkları kredileri ödeyememiş, sonunda da finansal kriz doğmuştur ve bu ekonomiler ciddi daralmışlardır. Aynı zamanda hızlı kredi büyümesi bankaların ve firmaların vade ve kur uyumsuzluklarını da artırmaktadır. Dolayısıyla sermaye akımlarının yoğun olduğu dönemde bir yandan kredi alanların geri ödeyememe durumu olabileceği gibi, vade ve kur uyumsuzluklarında artış da olabilmekte bir yandan ise bunun kur ve kredilerle cari açığı artırması ve finansman akımlarında ani bir bozulmanın ise ekonomide ani duruş riskini beraberinde getirebilmesi söz konusudur. Öte yandan sermaye çıkışlarının yoğun olduğu dönemlerde olan kredilerdeki ani daralma ve yerli paradaki aşırı değer kaybı da makroekonomik ve finansal istikrar açısından arzu edilmeyen durumlardır. Dolayısıyla TCMB 2010 yılı sonlarından itibaren sermaye akımlarındaki oynaklığın etkilerini yumuşatıcı bir para politikası stratejisini benimsemekte ve bu çerçevede kredilerin makul oranda büyümesini hedeflemekte ve döviz kurundaki aşırı hareketlere kayıtsız kalmamaktadır.



Şekil 17. TCMB'nın Politika Araçları ve Amaçları (TCMB, 2012a: 6).

Şekil 17.'de de görebileceğimiz üzere TCMB fiyat istikrarı ve finansal istikrar amacına ulaşabilmek amacıyla birden fazla araç kullanımına başlamış, faiz politikasını birden çok faizle aktif şekilde kullanmaya başlamış, yine zorunlu karşılıkları çeşitlendirmiştir. Çalışmanın bu noktasında bu araçların Türkiye uygulamaları incelenecektir.

Araçların kullanımı için ilk olarak 2010 yılı Kasım ayından, Avrupa ekonomisindeki belirsizliklerin yoğunlaştığı 2011 yılı Ağustos ayı dönemine bakılacaktır. Bu dönem Fed'in 2.niceliksel genişlemesiyle risk iştahının yüksek, sermaye akımlarının Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilere yoğun bir şekilde arttığı bir dönemdir. 2010 yılının son çeyreğine gelindiğinde güçlü sermaye girişleri ile birlikte cari dengesizlikte bozulma ve kredi genişlemesindeki hızlanma önlem alma gereğini artırmıştır. Mevcut konjonktürde hızlı kredi genişlemesine faiz artışıyla karşılık verilmesinin sermaye girişlerini besleyerek makro finansal dengesizlikleri daha da artıracığı düşüncesi, alternatif politika seçeneklerini gündeme getirmiştir. Bu çerçevede TCMB, bir yandan kısa vadeli piyasa faizlerini düşük tutarak sermaye girişlerini caydırmayı amaçlayan, diğer yandan zorunlu karşılık oranlarını artırarak kredi artış hızını yavaşlatmayı hedefleyen bir stratejiyi uygulamaya koymuştur. Buna ek olarak, finansal sistemin yükümlülüklerinin uzatılması da destekleyici bir amaç olarak benimsenmiştir (Başçı ve Kara, 2011: 14).

İkinci olarak ise, 2011 yılının Ağustos ayından 2012 yılının Haziran ayına kadar olan döneme bakılacaktır. 2011 yılının Ağustos ayından 2012 yılı Haziran ayına kadar olan dönemde, bazı Avrupa ülkelerindeki kamu borcu sorununa ilişkin endişelerin derinleşmesi nedeniyle küresel ölçekte riskten kaçınma eğilimi artmış ve gelişmekte olan ülkelere sermaye çıkışları hızlanmıştır. Bunun üzerine, uygulanan yeni politika çerçevesinde araçlar sermaye girişlerinin hızlı olduğu dönemdeki tersi yönünde kullanılmıştır (TCMB, 2013d: 9).

Üçüncü olarak ise, 2012 Haziran ayından 22 Mayıs 2013 dönemine bakılacaktır.

3.2. Faiz Koridoru, Politika Faizi ve Likidite Yönetimi

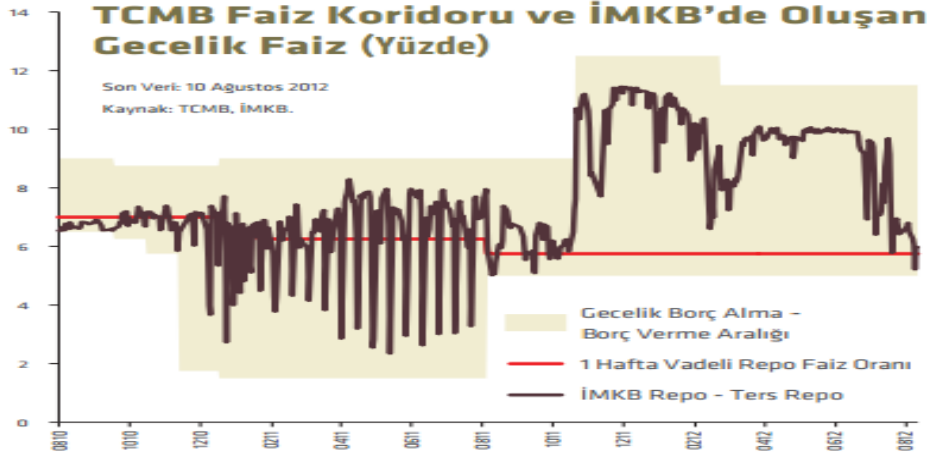
Faiz koridoru küresel kriz öncesinde enflasyon hedeflemesi uygulayan çoğu merkez bankasının uyguladığı bir sistemdi. Ancak geleneksel yapıda faiz koridoru genelde kendi başına bir araç olmaktan ziyade piyasa faizlerinin politika faizinden belirgin şekilde sapmasını engellemek amacıyla kullanılmaktadır. Bu doğrultuda faiz koridoru politika faizi etrafında simetrik ve (genelde değişmeyen) dar bir bant olarak tanımlanmakta, diğer bir ifadeyle pasif bir rol üstlenmektedir (TCMB, 2012b: 4). Öte yandan küresel kriz sürecinde TCMB ve daha birçok merkez bankası asimetrik faiz koridoru sistemini kullanmışlardır. Asimetrik faiz koridoru, kısaca gecelik borçlanma ve borç verme faizinin politika faizine olan uzaklığının ek bir politika aracı olarak kullanılması anlamına gelmektedir. Bu sistemde faiz koridoru aktif bir araç olarak kullanılmaktadır. Faiz koridorunun genişliği gerekli görüldüğünde ayarlanabilmekte ve politika faizi etrafında asimetrik bir yapı oluşturulabilmektedir (TCMB, 2013a: 2). Merkez bankaları politika faizini değiştirmek yerine faiz koridorunu daraltıp genişleterek ve/veya etkin bir likidite yönetimi uygulayarak kısa vadeli piyasa faizini politika faizinin oldukça altında ya da üstünde oluşmasına geçici bir süre izin verebilmektedirler. Bu yapıda faiz koridorunun genişliği, kısa vadeli piyasa faizinin hangi aralıkta dalgalanabileceğini belirtmektedir. Tasarlanan bu sistemde faiz koridoru daha çok kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklığa karşı daha hızlı ve esnek tepki verilebilmesini sağlamak amacıyla kullanılmaktadır (TCMB, 2013a: 2). Ayrıca merkez bankasının politika faizini ya da koridor faizlerini değiştirmesindeki beklentisi kısa vadeli piyasa faizinin değişmesi ve bunun da daha uzun vadeli olan reel mevduat, kredi ve tahvil faizlerini değiştirmesidir.

Türkiye’de 2010 yılının Mayıs ayına kadar politika faizi olarak TCMB gecelik borçlanma faizi kullanılmakta iken, zaman içinde piyasadaki likidite koşullarının değişmesi ile birlikte politika faizi bir hafta vadeli repo faizi olarak belirlenmiştir. Yapılan operasyonel değişiklik, TCMB’nin faiz koridorunu aktif kullanmak yoluyla gecelik borçlanma, borç verme ve haftalık repo faiz oranlarını birbirinden farklı amaçlarla kullanabilmesinin önünü açmıştır (TCMB, 2013a: 2).

Fed’in 2.niceliksel genişlemeyi başlamasının Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilere sermaye girişinin artırmasıyla Türk lirası 2010 sonu gibi aşırı değerli hale gelmiş ve TCMB kısa vadeli sermaye girişlerini caydırmak ve böylece ulusal paradaki aşırı değerlenmeyi önlemek amacıyla politika faizini 75 baz puan, gecelik borçlanma faizini ise 500 baz puan düşürerek faiz koridorunu aşağı yönlü genişletmiştir (Şekil 18.) Bu adım TCMB’nin asimetrik faiz koridoru adına ilk adımıdır. Böylelikle gecelik piyasada oluşan faiz oranlarının politika faiz oranından oldukça düşük seviyede oluşmasına izin verilmiş, gecelik piyasa faizlerinde aşağı yönlü oynaklığı artırarak kısa vadeli sermaye girişleri azaltılabilmektedir. Böylece Türk lirası üzerindeki aşırı değerlenme baskısı giderilmiştir.

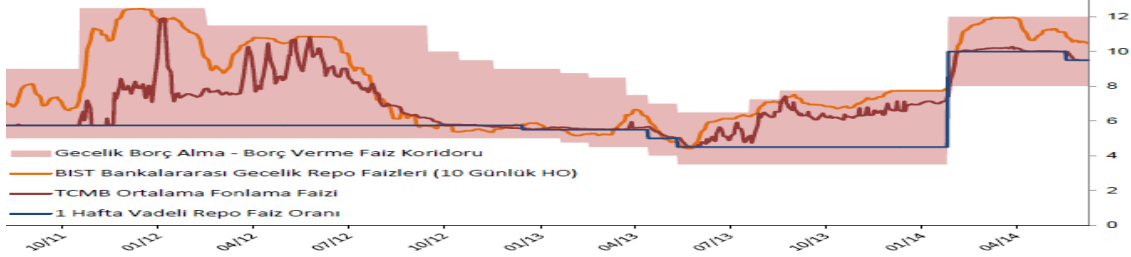
2011 Ağustos ayında Avrupa borç krizinin derinleşmesiyle küresel risk iştahının zayıflaması sonucu gelişmekte olan ekonomilerden sermaye çıkışlarıyla birlikte Türk lirası aşırı değer kaybetmeye başlamış ve merkez bankası Ağustos 2011’de gecelik borçlanma faizini eski seviyelerine doğru getirerek faiz koridorunu daraltmış. Daha sonra, 2011 yılı

Ekim ayında gecelik borçlanma faizini 350 baz puan artırarak faiz koridorunu yukarı yönlü genişletmiştir (Şekil 18.) Ayrıca TCMB, bu dönemde etkin bir likidite yönetimi izlemiş düşük faizli politika faizinden haftalık vadeli repo işlemiyle sattığı parayı (miktar ihalesi) kısarak gecelik faiz oranlarının politika faizinin oldukça üzerinde oluşmasına izin vermiştir. TCMB bunu, farklı vadelerde (mesela aylık) daha yüksek faizli yeni repo işlemleriyle ve koridorun üst sınırından gecelik vadede teminat karşılığı bankalara borç vererek sağlamaktadır.



Şekil 18. TCMB Faiz Koridoru ve BİST'te Oluşan Gecelik Faiz ve 1 Hafta Vadeli Repo Faiz Oranı (Politika Faizi) (Ağustos 2010- Ağustos 2012) (%) (TCMB, 2012d: 4).

Euro Bölgesi'nde alınan istikrar önlemleri sonucunda, küresel risk iştahı artmaya başlamış ve gelişmekte olan ülkelere olduğu gibi Türkiye'ye de sermaye akımı 2012 yılı Haziran ayından bu yana hız kazanmıştır. Ayrıca, cari dengeye ve büyümenin kompozisyonuna ilişkin açıklanan verilerin ekonomideki dengelenme sürecinin güçlendiğine işaret etmesi Türkiye'ye yönelik risk algılamalarını olumlu etkilemiştir. Öte yandan, bu dönemde yurt içi talebin enflasyona düşüş yönünde verdiği katkı belirginleşmiş ve enflasyon düşmeye başlamıştır. Bütün bu gelişmeler sonucunda TCMB, 2012 yılı Haziran başından itibaren piyasaya verdiği likiditeyi artırarak ortalama fonlama maliyetini kademeli olarak azaltmış ve böylece para piyasasındaki gecelik faiz oranları önemli ölçüde düşmüştür (TCMB, 2013d: 10). Finansal istikrara katkı sağlamak amacıyla, olumlu enflasyon görünümüne paralel olarak TCMB, 2012 yılı Eylül ayından itibaren faiz koridorunun üst bandını düşürerek faiz koridorunu daraltmaya başlamış, sonrasında faiz koridorunun alt bandında da indirimlere gitmiş ve politika faizini de düşük seviyelerde tutmuştur. Sonuçta Fed'in çıkış sinyali olan 22 Mayıs 2013'e kadar sermaye akımlarını sınırlandırmak amacıyla Türkiye'de faizler düşük tutulmuş ve döviz kurlarında istikrar sağlanmıştır (Şekil 19).



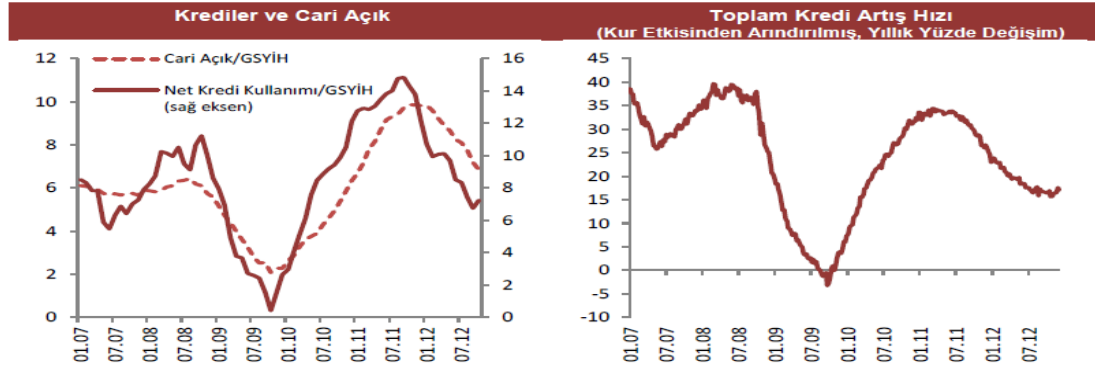
Şekil 19. TCMB Faiz Koridoru ve BİST'te Oluşan Gecelik Faiz ve 1 Hafta Vadeli Repo Faiz Oranı (Politika Faizi) (Ekim 2011- Nisan 2014) (%) (TCMB, 2014c: 54).

3.3. Zorunlu Karşılıklar

TCMB, küresel finansal krizden çıkış sürecinde uygulamaya başladığı yeni politika bileşimi kapsamında zorunlu karşılıkları etkin bir şekilde kullanmaya başlamıştır (TCMB, 2012c: 2). Zorunlu karşılıkların politika aracı olarak etkinliğinin artırılması için, 2010 Eylül ayından itibaren Türk lirası zorunlu karşılıklara faiz ödemesine son vermiştir.

TCMB 2010 yılı Kasım ayından itibaren 2011 Eylül ayına kadar kredi büyüme hızını düşürmek amacıyla zorunlu karşılık oranlarında kademeli artırımlara gitmiştir (Tablo 4.). TCMB verilerine göre 2010 Eylül ayında zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalaması yüzde 5 iken bu oran Nisan 2011 itibariyle yüzde 13,3'a çıkmıştır. Bu bize zorunlu karşılık oranlarında ne kadar güçlü bir artış yapıldığını göstermektedir (Başçı ve Kara, 2011: 15). Ayrıca zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin kapsamı genişletilmiştir. Bu gelişmeler sonucunda 2010 yılında yüzde 35 seviyelerine çıkan kredi büyüme hızı 2011 yılı sonunda yüzde 25'e düşürülmüştür. Net kredi kullanım oranı (Kredi stokundaki değişim/Gsyh) ise, 2010 sonunda yüzde 14 iken 2011 yılı sonunda yüzde 10'a düşmüştür (Şekil 20).

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 yükümlülük vadesinin uzatılarak finansal istikrarın desteklenmesi amacıyla zorunlu karşılık oranlarında vadelere göre farklılaşmaya gitmiştir (Tablo 4.).



Şekil 20. Net Kredi Kullanım Oranı, Cari Açık ve Toplam Kredi Büyüme Hızı (TCMB, 2013e: 4).

Ağustos 2011'den itibaren dünya ekonomilerindeki gelişmeler paralelinde küresel ölçekte riskten kaçınma eğiliminin artması ve risk iştahının daha oynak hale gelmesiyle bankacılık sisteminin likidite ihtiyacını azaltmaya yönelik olarak Ekim 2011 sonundan itibaren Şubat 2013'e kadar zorunlu karşılık oranları düşürülmüştür. Böylece sermaye çıkışı ve faiz artışıyla yaşanacak kredi hacminde ciddi bir azalış engellenmek istenmiştir. Bu politikanın da etkisiyle kredi büyüme hızı yüzde 25'lerden yüzde 16'lara düşmüştür. Bu, sınırlı ve TCMB beklediği, istediği ölçüde düşüştür. 2012 Haziran ayından sonra sermaye girişlerinin artışıyla TCMB Şubat 2013'den itibaren zorunlu karşılık oranlarında artışa gitmiş ve Mart 2013'den beri zorunlu karşılık oranlarında herhangi bir değişikliğe gitmemiştir.(Tablo 4.).

TCMB, zorunlu karşılık aracını vadeye dayalı zorunlu karşılıklar olarak çeşitlendirdiği gibi Eylül 2011'den başlayarak kademeli şekilde oturtulan Rezerv Opsiyonu mekanizması ve kaldıraça dayalı zorunlu karşılıklar uygulamasıyla da çeşitlendirmiştir.

Tablo 4. TCMB Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranları (%) (Arıcan ve Okay, 2014: 39-40).

Yürürlük devresi	Çekirdek yükümlülükler (Mevduat)	Çekirdek Olmayan yükümlülükler
------------------	----------------------------------	--------------------------------

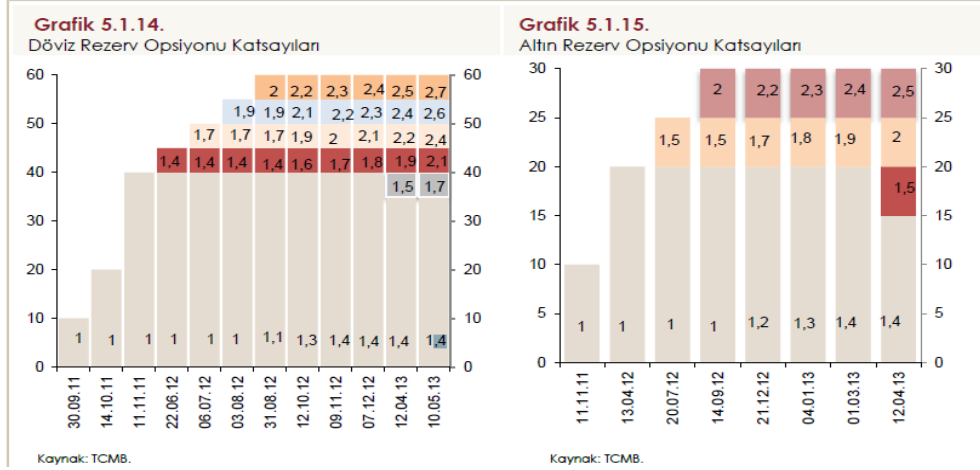
	<i>Vade<1 yıl</i>	<i>Vad ≥ 1 yıl</i>	<i>Vade<1 yıl</i>	<i>Vad ≥ 1 yıl</i>
10.05.2002-15.12.2005		6,0		
16.12.2005-01.10.2009		6,0		
02.10.2009-30.09-2010		5,0		
01.10.2010-11.11.2010		5,5		
12.11.2010-06.01.2011		6,0		
07.01.2011-03.02.2011	8- 6%	5%	8%	
04.02.2011-31.03.2011	12-6%	5%	9%	
01.04.2011-28.04.2011	15-6%	5%	13%	
29.04.2011-29.09.2011	16-6%	5%	13%	
30.09.2011-27.10.2011	16-6%	5%	11%	8-5%
28.10.2011-31.01.2013	11-6%	5%	11%	8-5%
01.02.2013-28.01.2013	11,25-6,25%	5%	11,25	8-5%
01.03.2013-	11,5-6,5%	5%	11,5	8-5%

3.3.1. Rezerv Opsiyonu Mekanizması(ROM)

Rezerv Opsiyonu Mekanizması(Rom) bankaların TCMB’de tutmak zorunda oldukları Türk lirası zorunlu karşılıkların belirli bir yüzdesini döviz (dolar ve/veya euro) ve standart (işlenmemiş) altın cinsinden yatırımlarına imkân tanıyan bir uygulamadır (TCMB, 2012c: 1). Bu uygulama bankalara bir opsiyondur, tercihtir. TCMB tarafından tasarlanan ve TCMB’ye özgü bir para politikası aracı olan ROM, temel olarak sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın makroekonomik ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla geliştirilmiştir (TCMB, 2013f: 2).

Bu imkânın hangi ölçüde kullanılabileceğine dair üst limitler Rezerv Opsiyon Oranı (ROO) ile belirlenmektedir (TCMB, 2012c: 1) İlk aşamada yüzde 10 olan rezerv opsiyon oranı kademeli olarak artırılmış ve bugün itibarıyla bankalar Türk lirası zorunlu karşılıkların yüzde 60’ını döviz veya yüzde 30’unu altın olarak TCMB’ye yatırabilmektedir.

Türk lirası zorunlu karşılıkların her birimi için yatırılacak yabancı para veya altın karşılığını belirleyen katsayılar ise Rezerv Opsiyonu Katsayısı (ROK) olarak tanımlanmıştır. Bankaların bu imkândan hangi ölçüde yararlanacakları (optimal kullanım oranı) bankaların sağlayabildiği yabancı para kaynak miktarına ve imkânı diğer fonlama araçlarıyla kayıtsız bırakan marjinal ROK değerine (eşik ROK) bağlı olarak değişecektir. Eşik ROK ise temel olarak yabancı para ve Türk lirası kaynakların göreceli maliyetlerine bağlıdır (TCMB, 2012c: 1)

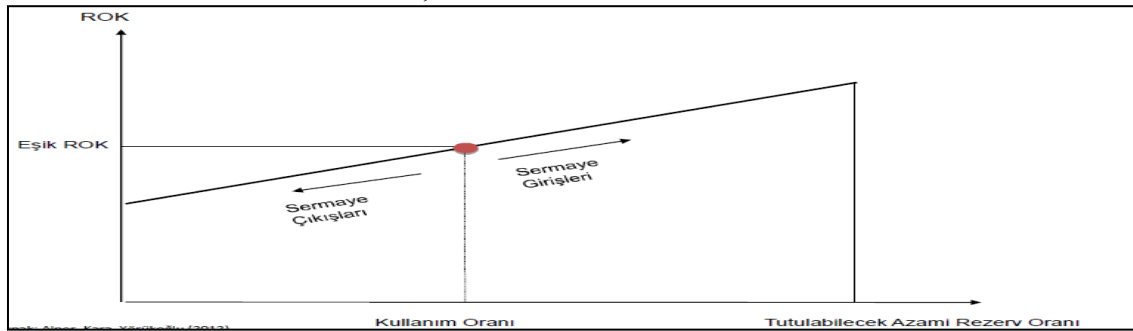


Şekil 21. Döviz ve Altın Rezerv Opsiyon Oranları ve Kat Sayıları (TCMB, 2013h: 93).

Şekil 21. söz konusu tarihler itibarıyla Rezerv opsiyon oranlarını ve Rezerv opsiyon kat sayılarını göstermektedir. ROM yeni bir tasarım olduğundan, uygulamaya geçişin yumuşak olması amacıyla, aşamalı bir inşa stratejisi benimsenmiştir. İlk aşamada bankaların TL zorunlu karşılıklarının bir kısmını o dönemki döviz kuru çerçevesinde birebir döviz ve altın karşılığı olarak tutmasına imkân verilmiştir. Gerek sermaye çıkışlarında gerekse sermaye girişlerinde sistemin otomatik dengeleyici olarak işleyebilmesi için normal şartlarda bankaların imkânın tamamını kullanmaması gerekmektedir. Bu da üst dilimlerde ROK'un "yeterince" büyük olması anlamına gelmektedir. Bu çerçevede TCMB, ROK'u kullanım dilimlerine göre artacak şekilde belirlemiş ve ROM'un inşa aşamasında ROK'u kademeli olarak yükseltmiştir.

Bankalar, Türk lirası zorunlu karşılıkların döviz ve altın olarak tesis edilebilmesi imkânından büyük ölçüde ve istikrarlı olarak yararlanmaktadır. 24 Mayıs 2013 tesis tarihi itibarıyla, sektör genelinde döviz imkânının kullanım oranı yüzde 82,6, altın imkânının kullanım oranı yüzde 80,6 olarak gerçekleşmiştir (TCMB, 2013i: 17). Merkez bankası Rom'un otomatik dengeleyici özelliğini güçlendirmek amacıyla sistemi inşa ettikten sonra da ROK'larda değişikliğe gitmektedir.

Rezerv Opsiyon Mekanizmasının otomatik dengeleyici olarak çalışması beklenmektedir. Bunu anlatırsak;



Şekil 22. Rezerv Opsiyonu Mekanizması: Otomatik Dengeleyici (TCMB, 2012e: 4).

Sermaye girişlerinin hızlandığı dönemlerde, genellikle yabancı para kaynakların maliyeti Türk lirası kaynakların maliyetine göre düşmektedir. Bu durumda, eşik ROK artmakta ve bankalar Türk lirası zorunlu karşılıkların daha yüksek bir oranını yabancı para cinsinden tutma eğiliminde olmaktadır. Diğer bir ifadeyle, döviz borçlanma maliyetlerinin düşmesi, bankaların ROM'dan daha çok yararlanmalarını teşvik etmektedir. Böylelikle, yurt içine giren dövizin bir kısmı, bankalarca Türk Lirası zorunlu karşılıkların tesisinde kullanılmak üzere TCMB nezdinde bulunan hesaplara aktararak piyasadan çekilmekte ve bu şekilde Türk lirası üzerindeki değerlenme baskısı sınırlanmış olacağı gibi ülkeye giren dövizin

krediye dönüşüm oranı da azalmaktadır. Söz konusu dönemlerde, borçlanma kısıtlarının gevşemesine bağlı olarak artan sermaye akımları ROM imkânının daha fazla kullanılmasına, dolayısıyla artan döviz likiditesinin belirli bir kısmının yine bu mekanizma aracılığıyla piyasadan çekilmesine neden olmaktadır. Bunun sonucunda, sterilize edilmesi gereken Türk lirası likidite miktarı aynı miktarda dövizin merkez bankasınca satın alındığı duruma göre daha az olmaktadır (TCMB, 2012c: 1)

Sermaye girişlerinin yavaşladığı dönemlerde ise, yabancı para kaynakların maliyeti Türk lirası kaynakların maliyetine göre artmakta ve yurt dışı fonlara erişim zorlaşmaktadır. Bu durumda, bankalar ihtiyaç duydukları döviz likiditesinin bir kısmını ROM kullanımlarını azaltmak suretiyle elde etme yoluna gitmektedir. Sermaye girişlerinin yavaşlamasının borçlanma kısıtlarını daha da bağlayıcı hale getirmesi nedeniyle de bankalar rezerv opsiyonu kullanımlarını azaltmaktadır. Anılan durum, Türk lirası üzerindeki değer kaybetme yönlü baskıyı hafifletirken Türk lirası likidite talebini artırmaktadır. (TCMB, 2012c: 1)

Rezerv Opsiyonu Mekanizmasının faydalarına bakıldığında (TCMB, 2012c: 1) ;

Bankalar açısından;

- ✓ Bankalara likidite yönetiminde esneklik sağlar.
- ✓ Her bankaya kendi likidite optimizasyonunu yapabilme olanağı sağlamaktadır.
- ✓ Bankaların TL likiditesi artar, TL fonlama maliyeti düşer.
- ✓ Bankalara dışarıdan daha ucuza yabancı para borçlanmalarını teşvik eder.

TCMB açısından;

- ✓ TCMB brüt döviz rezervlerini güçlendirmektedir.
- ✓ Yastık altı altının ekonomiye kazandırılmasına katkı sağlamaktadır.
- ✓ Diğer politika araçlarına (faiz koridoru, döviz alım satımları) duyulan ihtiyacı azaltır.
- ✓ Kısa vadeli sermaye akımlarının yaratabileceği oynaklığı azaltmaktadır (kur istikrarını sağlamakta, kredi büyüme hızındaki artışı veya düşüşü sınırlandırmakta ve ülkeye giren dövizin krediye dönüşüm oranının artması veya düşmesini sınırlandırmaktadır).

TCMB, Rezerv Opsiyonu Mekanizması'nın 15.10.2010- 15.10.2013 tarihleri arasında döviz kuru oynaklığını düşürmede belirgin bir etkisinin olduğunu ekonometrik olarak da göstermiştir. (TCMB, 2013f: 6). Bu politika aracı, faiz koridoru ve etkin likidite yönetimi sayesinde TCMB 2012 yılının genelinde ve 22 Mayıs 2013'e kadar döviz kurlarında istikrar sağlamıştı.

3.3.2. Kaldıraca Dayalı Zorunlu Karşılıklar (KDZK)

TCMB, Basel III düzenlemesiyle 2018'de uluslararası alanda yürürlüğe girecek olan uygulamalardan birisi olan kaldıraca dayalı zorunlu karşılık oranını 2014 yılı başından itibaren yaşama geçirmiştir.

Finansal sistemde aşırı düşük kaldıraç oranları küresel krizlerin yaşanmasında önemli bir faktör olarak gösterilmektedir. Son küresel ekonomik krizden çıkarılan önemli derslerden biri finansal sistemin düşük kaldıraçla çalışmasının orta ve uzun vadede ekonomik tahribata yol açacağı gerçeğidir (TCMB, 2012b: 28). Bu durum, bankacılık ve finans sektörünün gelecek krizlere karşı daha dirençli olmasının sağlanması amacıyla mevcut finansal düzenlemelerde yeni reformların yapılmasını gerekli kılmıştır (TCMB, 2013g: 5). Sermaye yeterliliği katsayısı, risk ağırlıklarının hesaplanma biçiminden dolayı bazı dönemlerde makro finansal riskleri değerlendirmekte yetersiz kalabilmektedir. Kaldıraç oranının Basel II sermaye yeterlilik oranıyla birlikte destekleyici bir araç olarak kullanılması, bankalar ve sistemin bütünü nezdinde yüksek borçlanmadan kaynaklanan risklerin birikmesini sınırlayacaktır(TCMB, 2012b: 28)

Basel III çerçevesinde ana sermayenin aktifler ve bilanço dışı kalemler toplamına bölünmesi suretiyle elde edilen kaldıraç oranı, TCMB uygulamasında ana sermayenin toplam pasif ve bilanço dışı kalemler toplamına bölünmesi suretiyle (Ana Sermaye / (Pasif Toplamı + Bilanço Dışı Kalemler)) hesaplanmaktadır (Vural, 2013: 74).

2013 yılının son çeyreğinde ortalama kaldıraç oranı yüzde 3 ile 3,5 arasında kalan bankalara, 2014 yılından başlayarak 1 ile 2 puan aralığında ek zorunlu karşılık yükümlülüğü getirilmiştir. İzleyen yıllarda bu oranlar arttırılarak yüzde 5'e kadar çıkarılacak ve o düzeyde korunacaktır. Böylece ek zorunlu karşılık vermekten kurtulmak isteyen bankaların kaldıraç oranını daha makul düzeylere çekmeleri sağlanacaktır (Eğilmez, 2012: 3)

Uygulama döneminde esas alınan ilk üç aylık dönem olan Ekim-Aralık 2013 verilerine göre bankacılık sektörü kaldıraç oranı, asgari oran olarak Basel III düzenlemesinde belirlenen yüzde 3'ün, Bankanın uygulamasında ise ilk yıl için belirlenen yüzde 3,5'in oldukça üzerinde ve istikrarlı bir seyir izlemektedir. Banka bazında bakıldığında ilave zorunlu karşılık tesis etmesi gereken herhangi bir banka bulunmadığı anlaşılmaktadır (TCMB, 2014d: 44).

SONUÇ VE DEĞERLENDİRMELER

Küreselleşme nedeniyle Dünya'daki hiçbir ülke yaşanan ekonomik, sosyal ve kültürel gelişmelerden kendini izole edememektedir. Başta Fed olmak üzere gelişmiş ekonomilerin merkez bankalarının krizden çıkış amacıyla geleneksel olmayan politika araçlarıyla aldıkları ek parasal genişleme önlemleri ve küresel finans sisteminde süregelen kırılganlıklar gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarındaki oynaklığı arttırmıştır. Bu bozulmaya bağlı olarak da gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları kendilerine özgü (geleneksel olmayan) para politikası araçları geliştirmişlerdir.

Çalışmamızda örnek ülke merkez bankaları olarak Fed ve TCMB'nın bu para politikası araçlarını nasıl kullandıkları incelenmiştir. Sonuçta Amerikan ekonomisinin, Fed'in uyguladığı niceliksel genişleme, kredi genişlemesi, sözle yönlendirme gibi araçlarla finansal piyasalardaki ciddi karışıklıkları giderdiğini ve ekonomiyi deflasyon ve resesyondan çıkararak geç de olsa 2013 2.yarisından itibaren istikrarlı bir büyüme, toparlayan iş gücü piyasasına soktuğu söylenebilir. TCMB'nın ise uyguladığı finansal istikrarı gözetken para politikası anlayışıyla Fed'in nicel genişlemeden çıkış sinyali verdiği tarih olan 22 Mayıs 2013'e kadar oldukça başarılı olduğu ifade edilebilir.

KAYNAKLAR

- Abel, A.B., Bernanke, B.S. ve Croushore, D., 2014. Macroeconomics, 8. Baskı, Pearson, Essex, 672s.
- Arıcan, E. ve Okay, G., “2014. Ekonomik İstikrarsızlık Ortamında Merkez Bankalarının Uyguladığı Para Politikaları ve Türkiye Örneği”, İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi 1(1), ss. 1-50.
- BDDK (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu), 2008. ABD mortgage krizi, Ankara, 107s.
- Başçı, E. Ve Kara, H., 2011. “Finansal İstikrar ve Para Politikası”, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, 26(302), ss. 9-25.
- Capitalspectator, <http://www.capitalspectator.com/is-us-inflation-headed-higher/> (25.06.2014).
- Eğilmez, M., 2012. “TCMB’nin 2013 Yılı Para Politikası”, 1-4 , <http://www.mahfiegilmez.com/2012/12/tcmbnin-2013-yl-para-politikas.html>
- Fawley, B. W. ve Neely, J. N., 2013. “Four Stories of Quantitative Easing”, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 95(1), ss. 51-88.
- Fed(Federal Reserve System), 2010a. February 18 Press Release, Washington, 1s.
- _____,2007. August 17 Press Release, 1s.
- _____,2008a. FOMC November Statement, Washington, 1s.
- _____,2008b. March 16 Press Release, Washington, 1s.
- _____,2008c. September 19 Press Release, Washington, 1s.
- _____,2008d. November 25 Press Release, Washington, 1s.
- _____,2008e. FOMC March Statement,, Washington, 1s.
- _____,2009. FOMC March Statement, Washington, 1s.
- _____,2010. FOMC November Statement, Washington, 1s.
- _____,2011a. FOMC August Statement, Washington, 1s.
- _____,2011b. FOMC September Statement , Washington, 1s.
- _____,2012a. FOMC January Statement, Washington, 1s
- _____,2012b. FOMC January Projections Materials, Washington,5s.
- _____,2012c. FOMC September Statement, Washington, 1s.
- _____,2012d. FOMC September Projections Materials, Washington,5s.
- _____,2012e. FOMC December Statement, Washington, 1s.
- _____,2012f. FOMC December Projections Materials, Washington,5s.
- _____,2013. Transcript of Chairman Bernanke’s Press Conference, Washington, 28s.
- _____,2014a. FOMC March Statement, Washington, Washington, 2s.
- _____,2014b. Transcript of Chair Yellen’s Press Conference, Washington, 23s.
- _____,2014c. FOMC March Projections Materials, Washington,5s.
- _____,2014d. How the Federal Reserve’s Large-Scale Asset Purchases (LSAPs) Influence Mortgage-Backed Securities (MBS) Yields and U.S. Mortgage Rates, Washington,42s.
- _____, http://www.federalreserve.gov/newsevents/reform_mmiff.htm (26.05.2014).
- Federal Reserve Bank of New York ,<http://www.newyorkfed.org/markets/omo/dmm/fedfundsdata.cfm> (31.03.2014).
- FRBSF (Federal Reserve Bank of San Francisco), 2009. The Fed’s Monetary Policy Response to the Current Crisis, San Francisco, 3s.

- _____, 2012. The Federal Reserve's Unconventional Policies, San Francisco, 9s.
- Federal Reserve Bank of St. Louis, 2013. "Four Stories of Quantitative Easing", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 95(1), ss. 51-88.
- _____, 2014. Lessons from the Taper Tantrum, St. Louis, 2s. GF (Gail Fosler), <http://www.gailfosler.com/fed-tapering-alone-doesnt-raise-interest-rates>(24.06.2014).
- Ineteconomics,<http://ineteconomics.org/blog/money-view/fed-ecb-balance-sheet-update>(23.06.2014).
- İnal, D. G., 2006. "Türkiye'de Para Politikası Faiz Kararlarının Uzun Dönemli Faizler Üzerindeki Etkisi", Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Keyder, N. ve Ertunga, E., 2012. Para Teori-Politika-Uygulama, 12.Baskı., Seçkin Yayıncılık, Ankara, 594s.
- Labonte, M., 2014a. "Monetary Policy and the Federal Reserve: Current Policy and Conditions", Congressional Research Service Report for Congress, 1-19, <http://www.fas.org/sgp/crs/misc/RL30354.pdf>(08.04.2014).
- _____, 2014b. "Federal Reserve: Unconventional Monetary Policy Options", Congressional Research Service Report for Congress, 1-33, <http://fas.org/sgp/crs/misc/R42962.pdf>(04.07.2014).
- Levy Economics Institute, 2011. \$29,000,000,000,000: A Detailed Look at the Fed's Bailout by Funding Facility and Recipient, New York, 35s.
- Özatay, F., 2013a. Parasal İktisat Kuram ve Politika, 3.Baskı, Efil Yayınevi, Ankara, 594s.
- _____, 2013b. Finansal Krizler ve Türkiye, 4.Baskı, Doğan Kitap, İstanbul, 239s.
- TCMB, Temel Ekonomik Gelişmeler, <http://www.tcmb.gov.tr/> (26.02.2014).
- _____, 2012a. Küresel Kriz Sonrası Para Politikası, Ankara, 26s.
- _____, 2012b. 2013 Yılı Para ve Kur Politikası, Ankara, 37s.
- _____, 2012c. Aralık 2012 Bülten, Ankara, 6s.
- _____, 2012d. Eylül 2012 Bülten, Ankara, 6s.
- _____, 2012e. Rezerv Opsiyonu Mekanizması, Ankara, 14s.
- _____, 2013a. Faiz Koridoru Bir Makro İhtiyati Araç Olabilir mi?, Ankara, 16s.
- _____, 2013b. Aralık 2013 Bülten, Ankara, 6s.
- _____, 2013c. Enflasyon Raporu 2013-IV, Ankara, 138s.
- _____, 2013d. TCMB Yıllık Rapor, Ankara, 140s.
- _____, 2013e. Türkiye için Makul Kredi Büyüme Oranı Ne Olmalı?, Ankara, 13s.
- _____, 2013f. Rezerv Opsiyonu Mekanizması ve Kur Oynaklığı, Ankara, 8s.
- _____, 2013g. Mart 2013 Bülten, Ankara, 6s.
- _____, 2013h. Enflasyon Raporu 2013-II, Ankara, 143s.
- _____, 2013i. 2013 Mayıs Finansal İstikrar Raporu, Ankara, 113s.
- _____, 2014a. Türkiye Bankalar Birliği Sunumu, Ankara, 68s.
- _____, 2014b. Ekonomik Görünüm ve Para Politikası Kayseri Sanayi Odası Sunumu, Ankara, 62s.
- _____, 2014c. Ekonomik Görünüm ve Para Politikası Konya Sanayi Odası Sunumu, Ankara, 63s.
- _____, 2014d. Finansal İstikrar Raporu Mayıs, Ankara, 111s.
- Tradingeconomics,(10.07.2014), <http://www.tradingeconomics.com/united-states/gdp-growth>

Vural, U., 2013. “Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi”, Uzman Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara.