



Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi

The Journal of International Social Research

Cilt: 10 Sayı: 48 Volume: 10 Issue: 48

Şubat 2017 February 2017

www.sosyalarastirmalar.com Issn: 1307-9581

2008 KÜRESEL KRİZİ SIRASINDA MERKEZ BANKALARI TARAFINDAN UYGULANAN GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARI

NON-TRADITIONAL MONETARY POLICIES EMPLOYED BY CENTRAL BANKS DURING THE 2008 GLOBAL CRISIS.

Zeynep KARAŞ*

Öz

2008 küresel finansal krizi gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri farklı boyutlarda etkilemiştir. Küresel krizin etkili olduğu dönemde, gelişmiş ülkelerin istikrarı yeniden tesis etme girişimleri aynı krizden etkilenen gelişmekte olan ülkeleri özellikle sermaye hareketlerinin belirsizliği bakımından daha da sıkıntıya sokmuştur. Birbirine entegre halde bulunan ülkeler, küresel krizle mücadele sırasında geleneksel para politikalarının yetersiz kaldığını tespit etmeleri üzerine geleneksel olmayan para politikaları araçlarını geliştirmek ve uygulamak durumunda kalmışlardır. Gelişen durumlar karşısında, ülkeler kendine özgü standart olmayan para politika araçları tasarlamak ve uygulamak zorunda kalmışlardır. Bu çalışma kapsamında, TCMB, Fed ve Avrupa Merkez Bankası tarafından geliştirilen ve uygulamaya sokulan geleneksel olmayan para politikaları incelenmiştir.

Anahtar Kelimeler: 2008 Küresel Krizi, TCMB, Fed, AMB, Geleneksel Olmayan Para Politikaları.

Abstract

The 2008 global financial crisis affected developed and developing countries in different dimensions. In the period when the global crisis was in effect, the attempts of the developed countries to restructure their stability have made the emerging countries affected by the same crisis more and more distressed, especially in terms of the uncertainty of their capital movements. Countries integrated to each other have had to develop and implement non-traditional monetary policy instruments when they find that traditional monetary policies are insufficient during the struggle against the global crisis. In the face of developments, countries have had to design and implement their own non-standard monetary policy instruments. In this study, non-traditional monetary policies developed and put into practice by TCMB, the Fed and the European Central Bank were examined.

Keywords: 2008 Global Crisis, TCMB, Fed, ECB, Non-Traditional Monetary Policies.

1. Giriş

Lehman Brothers Yatırım Bankasının Eylül 2008'de iflas etmesi, dünya finansal piyasalarında şoka neden olmuş, bankalar birbirlerine borç vermeyi neredeyse durdurmuştu. Bankalar arası borçlanmadaki risk primi sıfır noktasından %5 seviyesine çıkmış, finansal piyasalara likidite enjekte edilmesine rağmen, önemli hasarlar oluşmuştu. Tüm bu olumsuz gelişmelerin sonucu olarak, modern yüzyılın küresel ekonomik faaliyetleri açısından en büyük ve keskin düşüşe şahit olunmuş, 2009 yılında gelişmiş ekonomilerin çoğunluğu kendilerini büyük bir gerilemenin içerisinde bulmuşlardı (McKibbin ve Stoeckel, 2009:1).

Küresel finansal krizin, aslında Ağustos 2007 tarihinde, finansal istikrarın Fed'in en üst endişesi olarak enflasyonun yerini aldığı başlağığı değerlendirilmesi yapılmaktadır. Krizin başlangıcı çok daha fazla geriye gitmekte ve krizin temel sebepleri üzerinde farklı görüşler bulunmaktadır. Krize giden süreci başlatan ve yaygınlaştıran faktörleri; likidite bolluğu, kredibilitesi olmayanlara dahi verilen yüksek faiz oranlı krediler, aşırı menkul kıymetleştirme, saydamlık eksikliği, derecelendirme kuruluşlarının etkinliğindeki yetersizlik ile düzenleyici ve denetleyici kuruluşların krizin oluşmasına müdahalede gecikmesi olarak sıralamak mümkündür (Alantar, 2008:1). 1929 Büyük Buhranı gibi, 2008 küresel finansal krizinin nedenlerinin de yıllar boyunca tartışılacağı düşünülmektedir.

Küresel finansal krizin kaçınılmaz olduğu anlaşıldıkça, hükümetler finansal piyasalarda ve reel ekonomide yıkıcı etkisi olabilecek çöküşler yaşanmaması için müdahalede bulunmaya başlamışlardır. Para politikasının ana hedefi fiyat istikrarı olmasına rağmen, 2008 krizinin ciddi boyuttaki etkilerinin görülmeye başlamasıyla birlikte para politikası aktarım kanallarının düzgün bir şekilde işlev görebilmesi için uygulanan para politikalarının diğer bir hedefi de finansal istikrarın sürdürülebilmesi olmuştur. Merkez bankaları krizle mücadele edebilmek için öncelikle geleneksel para politika araçlarını devreye almalarına rağmen beklenen geri dönüşün sağlanamaması üzerine 1929 Büyük Buhranı'ndan sonraki en önemli ve ciddi kriz olan 2008 krizi karşısında merkez bankaları standart olmayan para politikaları uygulamalarına da başvurmuşlardır (Collignon vd., 2012:5).

* Dr., Cumhuriyet Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı.

2008 küresel finans krizi, etkileri bakımından farklılıklar gösterdiğinden, merkez bankaları geleneksel uygulamaların dışına çıkmak zorunda kalmış ve alternatif politikalara yönelmeleri gerekmiştir. Gelişmiş ülkelerin merkez bankaları, kriz sürecinde piyasaları durgunluktan kurtarabilmek maksadıyla, riskli hisse senetlerini alarak veya doğrudan kurtarma paketleri sunarak miktarsal genişleme uygulamalarıyla likidite artırımına gitmişlerdir. Gelişmiş ülkelerdeki artan likiditenin önemli bir kısmının gelişmekte olan ülkelere yönelmesiyle makroekonomik istikrar tehdit altına girdiğinden, bahse konu ülkelerde faiz dışı araçların aktif olarak kullanılmasına başlanmıştır. Bu kapsamda, gelişmekte olan ülkelerde de geleneksel olmayan bazı para politikası araçlarının kullanım ihtiyacı ortaya çıkmıştır (Delice, 2015:47-48).

2008 küresel krizi karşısında ülkeler krize karşı çeşitli tedbirler alarak ülkelerinin şartlarına göre farklı politikalar uygulamışlardır. Krizden etkilenen ülkeler diğer krizlerden farklı olarak krizin küresel boyutu nedeniyle ülkeler yeni para politika araçları kullanmışlardır. Çalışmada, TCMB, Fed ve AMB tarafından kriz sürecinde uygulanan geleneksel olmayan para politikaları incelenmiştir.

2. Merkez Bankalarının Para Politikası Uygulamaları

Makroekonomik hedeflerin gerçekleştirilebilmesi ve sağlıklı ekonomik büyümenin sağlanabilmesi için, merkez bankaları tarafından para arzının ve faiz oranlarının yönetilebilmesi için uygulanan politikalar bütünü "para politikaları" olarak tanımlanmak mümkündür. Merkez bankalarınca uygulanan para politikasıyla, ekonomik anlamda büyüme, finansal piyasa istikrarını sağlama, istihdamı artırma, fiyat, döviz kuru ve faiz istikrarı sağlama ve ödemeler dengesini istenilen seviyede tutma hedeflenmektedir. Bahse konu hedeflere ulaşabilmek bakımından merkez bankaları farklı politika araçlarına başvurabilmektedirler (Arıcan ve Okay, 2014:1).

Uygulanan para politikalarını geleneksel ve geleneksel olmayan olarak iki ana kategoriye ayırmak mümkündür. Merkez bankaları; belirli, öngörülebilir durumlarda geleneksel para politikalarına başvururken, ülkenin kontrolü altında olmayan, farklı dinamiklere sahip krizler karşısında geleneksel olmayan para politikaları tasarlayıp uygulamaya sokabilmektedirler. İzleyen alt bölümlerde, ilk olarak geleneksel para politika uygulamaları incelenecek, izleyen bölümde geleneksel olmayan para politikası uygulamalarından bahsedilecektir (Karaş, 2016:74).

2.1. Geleneksel Para Politikası Uygulamaları

Merkez bankaları, para arzını ve faiz oranlarını yönetmek amacıyla geleneksel anlamda 3 para politikası aracı kullanmaktadırlar. Söz konusu politika araçları; rezerv miktarını ve parasal tabanı[†] etkileyen "Açık Piyasa İşlemleri (APİ)", parasal tabanı etkileyen "Reeskont Oranı" ve para çarpanını etkileyen "Zorunlu Karşılık Oranı"dır (Mishkin, 2003:393). Zorunlu karşılık oranı, özellikle 2008 küresel krizi sırasında farklı şekillerde ve kombinasyonlarla uygulandığından geleneksel olmayan para politikası aracı olarak da kategorize edilebilmektedir.

Merkez bankaları APİ ve reeskont oranı ile parasal tabanı, zorunlu karşılık oranı ile de para çarpanının büyüklüğünü kontrol altında tutmaya çalışmaktadırlar. Aşağıda bu üç geleneksel para politikası aracı ayrı ayrı incelenecektir.

Açık Piyasa İşlemleri (APİ), merkez bankalarının piyasadaki para miktarını azaltıp çoğaltmak ve ekonominin likiditesini kontrol altında tutmak için hazine bono ve devlet tahvillerini alıp satması işlemine dayanan para politikası aracı olarak tanımlanabilir. Özel sektör ihraçları bu alım-satımların dışında tutulmak suretiyle, para politikası araçlarının ekonomik koşullara uygun bir biçimde uygulanması sağlanmaktadır. Merkez bankaları APİ işlemlerine başvurmak suretiyle para arzını genişletmek için bono ve tahvil satın almakta, piyasadaki likiditeyi çekmek için ise piyasaya bono ve tahvil satmakta, böylelikle dolaylı olarak dolaşımdaki para miktarı kontrol altında tutulmaya gayret gösterilmektedir (Arıcan ve Okay, 2014:9-10). Merkez bankalarının piyasadaki bu türden menkul kıymetleri alması ve satması para tabanının azalmasına ve artmasına neden olmaktadır.

APİ, dinamik (ofansif) ve statik (defansif) olmak üzere 2 farklı şekilde uygulanabilmektedir. Rezerv seviyesini ve parasal tabanı değiştirmek için APİ dinamik şekilde uygulanırken, defansif olarak uygulanan APİ'de ise, merkez bankası, belirli durağan dönemlerde para tabanında başka faktörlerin etkisiyle görülen değişiklikleri bertaraf etmek ve para arzında istikrar sağlamak için işlem gerçekleştirmektedir (Mishkin, 2003:398).

Reeskont, bankaların rezerv ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla, bankalar tarafından iskonto edilmiş veya banka portföyünde bulunan bir senedin merkez bankasınınca vadesi gelmeden iskonto edilmesidir. Merkez bankaları bu işlem karşılığında "*reeskont oranı*" olarak tanımlanan faiz oranını bankalardan talep

[†] Parasal Taban: Dolaşımdaki para, banka nakit rezervleri ve merkez bankasındaki zorunlu karşılıkların toplamıdır. Para arzı, bilindiği üzere, para çarpanı ile parasal tabanın çarpımına eşittir.

etmektedir. Reeskont kredileri, bankaların likidite açığını kapatabilmesi için merkez bankasından kredi temin edebilmesini sağlayan bir para politikası aracıdır. Reeskont politikasında yapılan değişiklikler, piyasa faiz oranlarını etkilemektedir. Kredinin fiyatı faiz oranı tarafından belirlendiğinden, reeskont oranındaki değişime bağlı olarak piyasa faiz oranlarında meydana gelecek değişim, kredi arz ve talebini de etkilemektedir (Akçay, 1998:38).

Enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde reeskont oranları arttırılmak suretiyle piyasadan para çekilerek parasal daralma sağlanmakta, ekonomik durgunluk hallerinde ise reeskont oranları düşürülerek parasal genişlemeye olanak tanınmaktadır. Günümüzde sıklıkla uygulanmayan reeskont politikaları, APİ ile kıyaslandığında ülke genelini etkileyebilen bir etkiye sahiptir. APİ özellikle önemli para ve sermaye piyasalarının bulunduğu yerlerde etkili olurken, ülke geneline yayılması uzun süre alabilmektedir (Arıcan ve Okay, 2014:9-11).

Zorunlu karşılık, bankaların mevduatlarının belirli bir oranının merkez bankasındaki rezerv hesaplarında tutulması işlemi olup, bu orana “zorunlu karşılık oranı” denilmektedir. Zorunlu karşılıklarda yapılan değişiklik para çarpanının değişimine neden olarak para arzını da etkilemektedir. Zorunlu karşılıklardaki artış, parasal tabanın belirli bir seviyesi ile desteklenebilen mevduatların azalmasına, para arzının daralmasına ve piyasa faiz oranının artmasına sebep olurken, zorunlu karşılıklardaki azalış ise para arzının genişlemesine ve piyasa faiz oranının düşmesine yol açmaktadır. Bu politika aracı, para arzını ve faiz oranlarını etkilemenin önemli bir yöntemi olarak görülmektedir (Mishkin, 2003:403,405).

Zorunlu karşılık politika aracının, bankaların mevduatlarında oluşacak ani ve aşırı çekilişlere karşı uygunlaması, hem mevduat sahiplerinin sisteme olan güvenini artırmakta hem de para arzını kontrol altında tutmaktadır. Zorunlu karşılıklar, ilk etapta aşırı mevduat çekilişlerinde bankalara likidite sağlamak amacıyla kullanılmış olmasına rağmen, zaman içerisinde bu işlev sıklıkla kullanılmamış ve özellikle para arzını kontrol etmekte istifade edilmiştir (Akçay, 1998:39).

2.2. Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamaları

2008 küresel krizinin ekonomik koşullarında gelişmiş ülkeler faiz oranlarını sıfır veya sıfıra yakın seviyelerine indirmiş olmalarına rağmen iç talebin beklenen düzeyde canlandırılmaması üzerine, standart merkez bankacılığı yaklaşımından uzaklaşarak geleneksel olmayan para politikalarının uygulanması ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Bu kapsamda gelişmiş ülke merkez bankaları, piyasalara çok yüksek miktarda likidite sağlamak amacıyla büyük ölçekli varlık alımları ve uzun vadeli fonlama gibi politikalara başvurmuşlar, Fed, AMB, İngiltere Merkez Bankası ve Japonya Merkez Bankası makroekonomik istikrarı sağlamak için miktarsal genişleme ile sözle yönlendirme araçlarını bir arada kullanmıştır (TCMBa, 2015: 2).

Para politikası aktarım mekanizmalarının önemli ölçüde hasar gördüğü dönemlerde geleneksel para politikası araçlarının etkili olamaması geleneksel olmayan para politikalarının uygulanmasını zorunlu hale getirmektedir. Geleneksel olmayan para politikalarını aşağıdaki gibi dört ana başlık altında gruplandırmak mümkündür. (Karaş, 2016:77):

- Miktarsal Genişleme (Quantitative Easing),
- Kredi Genişlemesi (Credit Easing)
- Faiz Taahhüdü (Exchange Rate Commitment)
- Faiz Koridoru (Interest Rate Corridor)

2.2.1. Miktarsal Genişleme

2008 finansal krizinin ortaya çıkmasının ardından, likidite sıkıntısını gidermek amacıyla gelişmiş ülkelerin merkez bankaları politika faiz oranlarını düşürmelerine ve ihtiyacı olan bankalara kredi sunmalarına rağmen, yeterli likiditenin sağlanamayacağı durumlarda paranın miktarını araç olarak kullanmaya başlamışlardır. Miktarsal genişleme politikası uygulayan merkez bankaları, varlık alımları veya diğer işlemlerle piyasaya yüksek miktarda para enjekte etmektedir. Kısa dönemli finansal varlıklar, uzun dönemli devlet tahvilleri veya kredi varlıkları da bu alımların kapsamında yer alabilmektedir. Merkez bankalarının ekonomik aktivite düzeyini arttırmak için kullandıkları bir politika aracı olan miktarsal genişleme, hem enflasyon hedefine ulaşılmasına hem de para piyasası koşullarının gelişmesine katkıda bulunmaktadır (Vural, 2013:21-22).

Miktarsal genişleme politikası vasıtasıyla merkez bankaları piyasalara yüklü miktarda para sağlamaktadırlar. Bu tür durumlarda faiz oranı temel politika aracı olmaktan çıkarak yerini paranın miktarına bırakmaktadır. Geleneksel politikaların kullanıldığı dönemlerle karşılaştırıldığında, miktarsal genişleme süreçlerinde alınan varlıklar çok daha fazla miktarda olmaktadır (Arıcan ve Okay, 2014:13) .

2.2.2. Kredi Genişlemesi

Kredi genişlemesi, likidite sıkıntısına çözüm bulmak için geliştirilmiş diğer bir geleneksel olmayan para politikası aracıdır. Bu politika aracı, varlığa dayalı menkul kıymet veya kurumsal borç senetleri gibi varlıkların doğrudan satın alınması ile belirli piyasa segmentlerine dağılmış durumdadır. Merkez bankalarının özel sektör ile doğrudan etkileşim içerisine girmesi, merkez bankalarını da ticari bankaların

girdiği risk ile karşı karşıya bırakmakta ve bu tür doğrudan satın almalar merkez bankalarının bilançolarının risk profilini etkilemektedir (Smaghi, 2009:7).

Kredi genişlemesinin örneklerinden birisi, merkez bankalarının kısa vadeli hazine bonolarını satarak yerine benzer vadedeki ticari menkul kıymetleri satın almasıdır. Bu işlem, merkez bankasının bilançosunun büyüklüğünü ve vade yapısını değiştirmemekte, sadece bilançonun oluşumunu etki etmektedir. Böylelikle, risksiz menkul kıymetler piyasaya sürülürken, riskli kabul edilen menkul kıymetler merkez bankasının himayesine girmektedir. Bu tür bir işlem piyasada kredilerin hem maliyetini hem de uygunluğunu etkilemektedir. Merkez bankalarının ticari menkul kıymet satın alması bu menkul kıymetlerin arzını özel sektör için azaltmaktadır. Riskli varlıklar için talebin olmadığı durumlarda, merkez bankalarının alımı piyasadaki kredileri uygun hale getirmektedir (Vural, 2013:24).

2.2.3. Faiz Taahhüdü

Ekonomide işler kötüye gittiğinde veya geleneksel para politikaları başarısız olduğu zamanlarda, merkez bankalarının iyi bir iletişim ortamı oluşturması halinde, merkez bankalarının piyasayı yönlendirebilmesi mümkün görülmektedir. Özellikle kriz yaşanan dönemlerde, merkez bankasının kısa vadeli faiz oranlarını gelecekte nasıl belirleyeceği bilinemediği zaman, geleceğe dair öngörüler yapılamamakta ve geleceğe ilişkin sağlıklı finansal ve reel yatırım kararları verilemesi mümkün olamamaktadır. Öte yandan, faiz oranlarının gelecekteki değerlerine ilişkin merkez bankasının önceden bazı taahhütlerde bulunması, piyasayı yönlendirmekte ve uzun vadeli faiz oranlarına bir istikrar kazandırmaktadır. Reel faiz oranları çerçevesinde beklenen enflasyona veya fiyat düzeylerine ilişkin açıklamalar da istikrar ortamının oluşmasında etkili olabilmektedir. Hem beklenen enflasyon oranının artacağına hem de fiyat düzeyine ilişkin hedeflerin duyurulması, reel faiz oranlarının gelecekteki seyrine ilişkin bir yol haritası sunacağı için tüketim ve yatırım kararlarının da daha sağlıklı bir şekilde alınmasını sağlayacağı değerlendirilmiştir (Kaya ve Tokucu, 2014:8).

2.2.4. Faiz Koridoru

Faiz koridoru uygulaması ile, makroekonomik ve finansal değişkenlerdeki belirsizliklerin ortadan kaldırılması ve sermaye hareketlerinin bu değişkenler üzerindeki etkisinin asgari seviyeye indirilmesi amaçlanmaktadır. Kriz dönemlerinde merkez bankaları, fiyat ve finansal istikrardan ödün vermeden uyguladıkları politikalarda, değişen finansal koşullar ve ortam karşısında yeni bir para politikası aracı olarak faiz koridoru uygulamasını kullanmaya başlamışlardır. Bu şekilde finansal sistemde ortaya çıkan belirsizliklere ve ani değişimlere hızlı ve esnek şekilde reaksiyon verilebilmektedir. Merkez bankasının hedef faiz oranını değiştirmeden sıkı ya da gevşek politikalar belirleyebilmesi, faiz koridoru sisteminin önemli özelliklerinden birisidir (Yücememiş vd., 2015: 449-452).

Merkez bankalarınca sıklıkla başvurulmayan faiz koridoru uygulaması, özellikle küresel kriz sonrasında dikkat çeken bir politika aracı olmaya başlamıştır. Faiz koridoru uygulamalarında; borç verme faiz oranı, politika faiz oranı ve borç alma faiz oranından oluşan üçlü faiz sistemi geçerlidir. Merkez bankasının geçici likidite sıkışıklığı yaşayan bir bankaya borç verme faiz oranı üzerinden kısa vadeli borç vererek çözüm sağlanırken, likidite fazlası olan bankalar borç alma faiz oranı üzerinden merkez bankalarında paralarını değerlendirebilme imkânına sahip olmaktadır. Merkez bankalarının gecelik borç verme ve borç alma faiz oranları arasındaki bant, faiz koridoru kavramını ifade etmekte, politika faiz oranı da bu koridorun orta noktasını işaret etmektedir. Faiz koridoru uygulaması sayesinde gecelik faiz oranı belirli bir seviyede tutulabilmekte, merkez bankaları direkt politika faizini belirlemek yerine, faiz koridorunda ayarlamalar yaparak piyasalardaki döviz kurlarını kontrol edebilmektedirler (Arıcan ve Okay, 2014:15-16).

3. 2008 Kriz Sürecinde Merkez Bankalarınca Uygulanan Geleneksel Olmayan Para Politikaları

Bu bölümde; küresel krizin etkili olduğu dönemde TCMB, Fed ve AMB tarafından uygulanan geleneksel olmayan para politikaları incelenecektir.

3.1. TCMB Tarafından Uygulanan Geleneksel Olmayan Para Politikaları

Türkiye'nin 2000-2001 krizleri sonrasında çıkardığı dersler sebebiyle aldığı önlemler ve gerçekleştirdiği reformlar sonucunda, 2008 krizini diğer ülkeler gibi derinden yaşamadığı değerlendirilmektedir.

Küresel kriz, TCMB'nin temel politika aracı olan kısa vadeli faizlere ilaveten, likidite yönetimi ve zorunlu karşılıklar gibi alternatif araçların da etkin olarak kullanılmasını gerektirmiş ve küresel kriz sürecinde likidite yönetiminde zorunlu karşılıklar önem kazanmıştır. Merkez Bankası tarafından, kriz sonrası artan cari açığa dolayısıyla finansal istikrarın tehlikeye düşmesi nedeniyle yeni bir politika bileşeni oluşturulmuş, bu doğrultuda kredi genişlemesinin ve artan iç talebin sınırlandırılabilmesi için zorunlu karşılık uygulamasına başvurulmuştur. Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesi rejimi sebebiyle, TCMB faiz oranlarını yükseltmeksizin kredi hacmini daraltmak amacıyla zorunlu karşılık uygulamasına önem vermiştir. Küresel kriz fiyat istikrarına ilaveten finansal istikrarın da göz önüne alınmasını gerekli kılması

nedeniyle, TCMB politika faizinin yanı sıra gecelik borç alma ve verme arasında oluşan faiz koridorunun ve zorunlu karşılıkların bir kombinasyonundan oluşan bir politikayı 2010 yılı itibariyle, makro riskleri azaltmak bakımından, uygulamaya başlamıştır (Sözer, 2013:61-62).

TCMB 2010 Nisan - 2011 Nisan tarihleri arasında; yabancı para zorunlu karşılık oranını toplamda 2 puan artırarak %11'e yükseltmiş, TL zorunlu karşılık oranlarını vadelere göre farklılaştırmış ve daha önce zorunlu karşılığa tabi olmayan yurt içi ve yurt dışı repo işlemlerinden sağlanan bazı fonları da zorunlu karşılık kapsamına almış, TL zorunlu karşılık oranları %6'ya yükseltmiş, TL zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son vermiş ve yabancı para zorunlu karşılık oranlarında vadeye göre farklılaştırmaya gitmiştir. (Serel ve Bayır, 2013:67).

2011 Eylül ayı itibariyle, sermaye hareketlerinin aşırı oynaklığının makroekonomik ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlandırmak amacıyla, bankaların Merkez Bankasında bulundurması gereken TL zorunlu karşılıklarının belirli bir oranının döviz cinsinden tutulmasına olanak tanıyan Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) uygulamasına TCMB tarafından geçilmiştir. ROM uygulamasıyla birlikte, bankalara, TL yükümlülükleri için yatırılması gereken zorunlu karşılıkların %10'una kadar olan kısmını ABD doları ve/veya Avro cinsinden tesis edebilme imkânı sağlanmıştır. Ayrıca, kıymetli maden depo hesapları için tutulması gereken zorunlu karşılıkların tamamına kadar olan kısmı ile döviz yükümlülükleri için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların %10'una kadar olan kısmının standart altın olarak Merkez Bankasında tutulabilmesi sağlanmıştır. Bu oranlar Ağustos 2012'de altın için %30, döviz için ise %60 olarak belirlenmiştir. ROM uygulamasının, para politikasının esnekliğini artırıcı ve kısa vadeli sermaye akımlarını dengeleyici etkisi bulunmaktadır (Delice, 2015:50).

11 Eylül 2012 tarihinde TCMB aldığı kararla; ABD doları zorunlu karşılık yükümlülükleri için sadece dolar cinsinden zorunlu karşılık tesis edileceğini, döviz ve kıymetli maden cinsinden yükümlülükler için mevcut durumdaki gibi ABD doları veya Avro cinsinden, kıymetli maden depo hesapları için altın cinsinden zorunlu karşılık ayrılmasına devam edileceğini ilan etmiştir. Küresel piyasalardaki gelişmelere istinaden, finansal istikrarın sağlanması için; tüm dilimlere ilişkin Rezerv Opsiyonu Katsayıları (ROK)† 18 Eylül 2012 tarihinde 0.2 puan; 18 Ekim 2012'de 0.1 puan ve ayrıca 20 Kasım 2012'de ROK, TL yükümlülüklerin döviz olarak tutulabileceği %40'lık dilimden sonra gelen dilimlerde 0.1 puan ve altın olarak tutulabileceği tüm dilimlerde 0.2 puan yükseltilmiştir. TCMB'nin 18 Aralık 2012 ve 22 Ocak 2013 tarihli Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurularında TL zorunlu karşılıkların altın cinsinden tesisine ilişkin ROK'un tüm dilimler için 0.1 puan artırıldığı belirtilmiştir (Çetin, 2016:89,90).

2013 Mayıs ayı sonrası TL'de yaşanan önemli değer kaybının enflasyonu ve enflasyon beklentilerini olumsuz etkilemesi sonucunda, %5 hedefinin üzerinde seyreden enflasyonun negatif etkilerini sınırlamak amacıyla TCMB ek parasal sıkılaştırma tedbiri uygulamıştır. TCMB ek parasal sıkılaştırmanın etkinliğini artırmak için, gecelik borç verme faiz oranını artırarak faiz koridorunu yukarı yönlü genişletmiş ve etkin likidite yönetimi ile kısa vadeli faizlerin koridorun üst sınırına yakın gerçekleşmesini sağlamıştır (Yücememiş vd., 2015:464).

İzleyen dönemlerde, 2016 yılına kadar piyasaların durumuna bağlı olarak ROM uygulamasına muhtelif zamanlarda başvurulmuş ve TCMB tarafından düzenlemeler yapılmıştır. TCMB 26 Aralık 2015 tarihinde yayınladığı basın duyurusunda, ROM'un otomatik dengeleyici özelliğinin 2016 Yılı Para ve Kur Politikası metninin 46. maddesi uyarınca güçlendirileceğini, bu doğrultuda düzenlemeler yapıldığını, söz konusu değişikliğin, tesisi 15 Ocak 2016 tarihinde başlayacak olan 31 Aralık 2015 tarihli yükümlülük döneminden itibaren geçerli olacağını açıklamıştır (TCMBb, 2015:1).

3.2. Fed Tarafından Uygulanan Geleneksel Olmayan Para Politikaları

Fed'in krizin sinyallerini algılamaya başlamasıyla birlikte, Fed öncelikle geleneksel politikaları süratle uygulamaya başlamıştır. Bu kapsamda, Fed faiz oranlarını art arda düşürerek piyasadaki likiditeyi arttırmaya çalışmış, 2007 yılında %5.25 olan faiz oranı, 2007 Ağustos ayı itibariyle indirilmeye başlanarak, 2008 yılı sonunda neredeyse sıfır seviyesine gelmiştir.

Küresel krizin ciddi boyutlarda seyredeceğinin anlaşılması üzerine, Fed geleneksel olmayan para politika araçlarına da başvurmuştur. Fed, kısa vadeli faiz oranlarını sıfır seviyesi civarında tutarken, uzun vadeli faiz oranlarını miktarsal genişleme para politikası aracını devreye alarak düşürme gayretinde olmuştur. Fed, 2009-2014 döneminde 2.5 trilyon ABD dolarını aşan geniş çaplı varlık alımları yaparak 3 farklı miktarsal genişleme programı uygulamıştır (Labonte, 2016:13). Fed ipoteğe dayalı menkul kıymetler piyasasını desteklemek ve ipotekli konut piyasasında uygulanan faiz oranlarını düşürmek amacıyla bu programı uygulamıştır (Mishkin ve White, 2014:8).

Fed, 25 Kasım 2008'de Fannie Mae, Freddie Mac ve Federal Home Loan Banks'ın konut edindirmeye ilişkin 100 milyar dolara kadar olan direkt borçlarını sorumluluğunu üstlenmek için 1. dönem miktarsal

† ROK, birim TL zorunlu karşılık başına tesis edilebilecek yabancı para veya altın karşılığını belirleyen katsayı olarak tanımlanmaktadır.

genişleme programını başlatmıştır. Fed, 26 Kasım günü ise Bank of America'nın Merrill Lynch Yatırım Bankasını (50 milyar ABD doları karşılığında) satın almasına onay verdiğini duyurmuştur (Oldfield, 2011:89). Fed tarafından politika hedeflerine erişmek amacıyla Kasım 2008'de ucu açık bir şekilde başlatılan 1. dönem miktarsal genişleme programı Fed tarafından Mart 2009 ayı içerisinde yapılan varlık alımı bildirimini ile son bulmuş ve Fed 1.25 trilyon dolar tutarında varlık satın alacağını ilan etmiştir. Fed'in bu büyüklükteki varlık alımları 2. miktarsal genişleme döneminin başlangıcı olan 2010 Kasım ayına kadar sürmüştür (Rosengren, 2015:6).

1. dönem miktarsal genişleme programı; faiz oranlarını %6.3'ten %5.2'ye düşürerek, büyümeyi canlandırarak ve bazı borç veren kuruluşları, sorunlu varlıklarını nakit parayla değiştirmek suretiyle, kurtararak başarılı olmuştur. Bununla birlikte, bahse konu borç veren kuruluşlar aldıkları nakit parayı iş yapmak isteyenlere kredi olarak vererek ekonominin canlanmasına katkı sağlamak yerine kasalarında tutmayı tercih etmişlerdir. 1. dönem miktarsal genişleme programının etkilerine bakıldığında, işsizlik oranını düşüremediği ve işsizlik oranının 2010 Nisan ayı itibarıyla %9.9 civarlarında olduğu görülmektedir. Fed, bankaları borç vermeye ikna ederek ekonominin canlandırılması ve işsizliğin azaltılması amacıyla 2. dönem miktarsal genişleme programını 2010 Kasım ayından itibaren uygulayacağını duyurmuştur. Fed, bu program kapsamında 7 ay içerisinde 30 Haziran 2011 tarihinde sonlanmak üzere 600 milyar dolarlık uzun vadeli Hazine tahvili alacağını ve ayrıca 250-300 milyar dolarlık kısa vadeli hazine varlıklarına tekrar yatırım yapacağını ilan etmiştir (Abeyawardena ve Dallao, 2014:10-11).

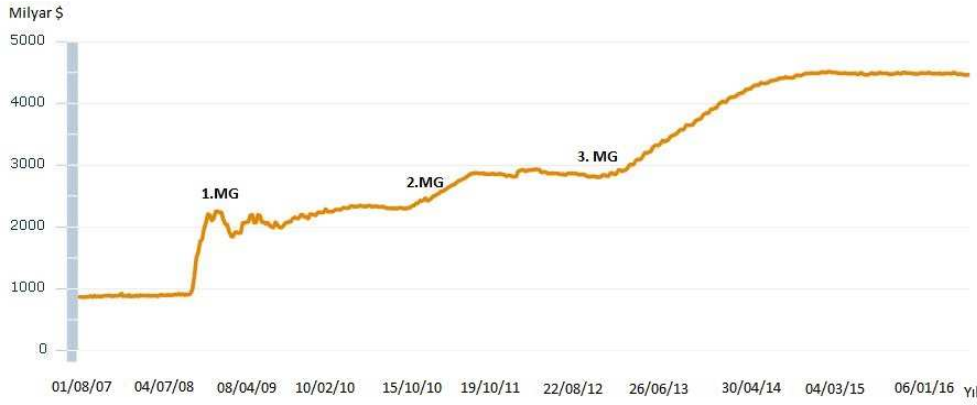
Fed tarafından faizleri düşürmek amacıyla "Operation Twist (OT)" olarak adlandırılan bir değiş tokuş programı 21 Eylül 2011'de, 30 Haziran 2012 tarihinde sonlandırılmak üzere, başlatılmıştır. OT programı çerçevesinde 400 milyar dolar değerindeki 6-30 yıl vadeli hazine tahvilleri alınarak vadesi 3 seneden daha az olan tahviller satılmıştır. Fed, kapsamı kısa vadeli tahvillerin değeri (yaklaşık 267 milyar dolar) ile sınırlandırılmak üzere, alım ve satım işlemlerine 2013 Ocak ayına kadar devam edeceğini 20 Haziran 2012'de ilan etmiştir (Rosengren, 2015:6). OT programı sayesinde Fed kasasındaki kısa vadeli tahvilleri satarak karşılığında çok daha uzun vadeli tahvilleri satın almış ve portföyündeki varlıkların ortalama vadesini uzatmıştır. Böylece Fed, bilançosunu büyütme için uzun vadeli tahvillere yönelik talepleri arttırarak fiyatlarını yükseltmiş ve faizlerini düşürmüştür.

OT ile birlikte gerçekleştirilen 2. dönem miktarsal genişleme programı, ABD'nin ekonomik iyileşmesini hızlandırmasına ve deflasyon olasılığının azaltılmasına katkıda bulunmuştur. Belirtilen kazanımlar, tüketicinin harcama yapmasına ve iş dünyasının faaliyetlerine devam edebilmesine imkân sağlayan düşük seviyelerdeki faiz oranları sayesinde başarılabilmiştir. İşsizlik oranlarında, %2'lik bir iyileşme sağlanarak, 2. dönem miktarsal genişleme programının sonunda %7.90 seviyelerine inilebilmiştir. Fed, ekonomik iyileşmeyi sürdürebilmek ve işsizlik oranını daha da düşürebilmek amacıyla diğer bir genişleme programını uygulamayı planlamıştır (Abeyawardena ve Dallao, 2014:11).

Fed, 3. miktarsal genişleme programının başlangıcı olarak kabul edilen Eylül 2012'de yaptığı açıklamada, yılsonuna kadar her ay yaklaşık 85 milyar dolarlık uzun vadeli varlıklar ile 40 milyar dolarlık ipoteğe dayalı menkul kıymet alımı yapmaya devam edeceğini açıklamıştır. 12 Aralık 2012 tarihinde Fed tarafından yapılan duyuruda, işsizlik oranı %6.5 seviyesinin üzerinde kaldığı ve enflasyon oranı uzun dönem tahminlerinin 0.5 puan üzerinde seyrettiği sürece alımlara devam edeceğini ilan etmiştir (Hancock ve Passmore, 2014:26).

Fed tarafından 2008 küresel finans krizi ile mücadele edebilmek için yukarıda da belirtildiği gibi sıklıkla miktarsal genişleme para politikası uygulamasına başvurulmuştur. Fed'in uyguladığı miktarsal genişleme programları sonrasında bilançosundaki toplam varlıkların artışı Şekil 1'de sunulmuştur.

Şekil 1. Fed'in Uyguladığı Miktarsal Genişleme (MG) Programları Sonrasında Bilançosundaki Toplam Varlıkların Artışı



(http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm, Erişim Tarihi: 14/06/2016)

Yukarıdaki Şekil incelendiğinde; geleneksel olmayan yapıdaki bu tür bir para politika aracının uygulanması sonucunda, Fed'in bilançosundaki varlıklar 8 Ağustos 2007 tarihinde 869 milyar dolar seviyesinde iken, 24 Aralık 2014'te yaklaşık 4.5 trilyon dolar gibi çok yüksek bir seviyeye yükselmiştir. Fed tarafından gösterilen eşi benzeri görülmemiş bu tür bir reaksiyonun krizin ciddiyetinin ve etkilerinin anlaşılması bakımından önemli olduğu değerlendirilmektedir.

3.3. AMB Tarafından Uygulanan Geleneksel Olmayan Para Politikaları

Finansal kriz, 2008 Eylül ayı ortalarında Avrupa Birliği ülkelerini oldukça ciddi bir şekilde etkileyerek, sermayeye erişim sınırlanmış, birçok bankanın hayatta kalması belirsiz bir hal almış ve hisse senedi piyasası çakılmıştır. Ticaret finansmanı kurumu ve ihracat hacmi birbirini izleyen iki çeyrekte yaklaşık %15 azalarak bu bölgede istisnai seviyede bir gerileme gözlemlenmiştir (Norgren, 2010:15). AMB, 2007 yılının ortalarında görülmeye başlanan finansal gerilimin başlangıcından itibaren, orta vadede fiyat istikrarını sürdürebilmek amacıyla, bozulmakta olan ekonomik ve finansal durumlara yumuşak ve istikrarlı bir şekilde tepki vermiştir. Avro sistemi faiz oranlarını Avro Bölgesinde son on yıllık dönemde görülmemiş oranlara indirmesine ilaveten, çok sayıda geleneksel olmayan para politikası önlemlerini de uygulamaya almıştır. Bu istisnai ve cüretkar sayılabilecek önlemler orta vadede AMB'nin Avro Bölgesinde fiyat istikrarını sağlama ana prensibi ile tamamıyla uyumlu kalırken, Avro Bölgesinde alıcılar ile satıcılar arasındaki finansal ilişkinin sürdürülmesine yardım etmiş, hanehalkına ve firmalara kredi sağlanmasında bir enstrüman olmuştur (ECB, 2010:59).

2008 yılı içerisinde başlayan küresel finansal kriz, AMB'yi finansal sistemi istikrarlı durumda tutmak amacıyla yeni çözüm arayışına itmiş ve geleneksel olmayan önlemler de gündeme gelmiştir. İlk olarak, kabul edilebilir borç karşılığı varlık teminatı (collateral) sayesinde sabit faiz oranları tüm yeniden yapılandırma operasyonlarına uygulanmış ve sınırsız likidite sağlayan imkân Avro Bölgesindeki bankalara sunulmuştur. İkinci olarak, yeniden yapılandırma operasyonlarının vadesi 6 aya kadar uzatılmış, kabul edilebilir varlık teminatı listesinin kapsamı genişletilmiş ve yabancı para birimlerinde (özellikle ABD dolarında) likidite sağlanması onaylanmıştır. Ayrıca, İpotek Teminatlı Menkul Kıymet (covered bond) satın alma programı 2009 Mayıs ayında başlatılmıştır. Bu programın hedefi, bankalara finansman sağlamada önemli rolü olan ve finansal krizden etkilenmiş belirli finansal piyasa segmentinin güçlendirilmesi için Avro Bölgesinde belirtilen türden menkul kıymet satın alınmasıydı. AMB'nin geleneksel olmayan önlemleri kullanılarak, bu uygulamanın piyasadaki likiditeyi ve kısa vadeli faiz oranlarını yönetmeye ve finansal sistemi istikrarlı halde tutmaya niyetlendiğini belirtmek mümkündür (Andriuskeviciute ve Balciunas, 2013:22).

2010 yılının başlarında, Yunanistan'ın yüksek kamu borcunun ve ayrıca bazı göstergeleri olduğundan iyi gösterdiğinin ortaya çıkmasından dolayı Yunanistan'ın dış borcunu ödemeyeceği ile ilgili tedirginliğin piyasalarda artması ve bunun İrlanda, Portekiz ve hatta İspanya ile İtalya üzerindeki olası etkileri sebebiyle Avro Bölgesi'nde borç krizi başlamıştır. 2010 Mayıs ayında hükümet tahvilleri için ikincil piyasaların tamamıyla kuruması ve büyük çaplı satışlara hemen hemen hiç talep olmaması dış borçları sürdürülebilir olmaktan uzaklaştırmıştır. Piyasaları sakinleştirmek ve para politikası aktarım mekanizmasının daha iyi işlev görmesini sağlamak amacıyla AMB, menkul kıymet piyasaları programını (Securities Markets Programme) başlatmıştır. Bu program kapsamında, kamu ve özel menkul kıymet piyasalarında Avro Sistemi müdahaleleri gerçekleştirilebilecekti ve AMB'nin geleneksel olmayan önlemlerinde uygun para politikası aktarım mekanizmasının işletilmesi anahtar rol üstlenmişti (Cour-Thimann ve Winkler, 2013:13).

Menkul kıymet piyasaları programı çerçevesinde, AMB limiti belirlenmemiş miktarlarda diğer ülkelerin tahvillerini ikincil piyasalardan satın alabilecekti. Bahse konu program ile ilgili olarak piyasalarda ilave gerginlik oluşmasını önlemek amacıyla, AMB ayrılan kaynak miktarını, satın alımların takvimini ve

hangi tür menkul kıymetleri hedeflediğini ilan etmemiştir. AMB'nin bu program kapsamındaki müdahaleleri Mayıs-Haziran 2010 ve Ağustos-Kasım 2011 dönemlerinde yoğunluk göstermiştir. İlk olarak, 2010 yılında Yunanistan, İrlanda ve Portekiz devlet tahvillerinin ikincil piyasalarından alımlar yapılmış, daha sonra 2011 Ağustos ayında İtalya ve İspanya devlet tahvillerinden yüklü miktarda satın almalar yapılmıştır. Eylül 2012'de sona erdirilen anılan program çerçevesinde, AMB tarafından 220 milyar Avro'luk varlık alımı gerçekleştirilmiş, daha sonra piyasaların rahatlamasına paralel olarak AMB'nin elinde tuttuğu varlık miktarı kademeli olarak azaltılmış ve 2015 Mayıs ayı itibarıyla 138 milyar Avro seviyesine kadar inmiştir (Micossi, 2015:15).

AMB 27 Temmuz 2012 tarihinde yaptığı açıklamada, AMB'nin Avro'yu korumak için gereken her türlü tedbiri almaya hazır olduğunu ilan etmiştir. AMB 6 Eylül 2012'de geleneksel para politikası kategorisinde olmayan OMT (Outright Monetary Transactions) programını resmi olarak başlatarak AMB'nin Avrupa İstikrar Mekanizmasına başvuran ülkeler için nihai kredi merci olarak görev yapacağını ve sorunlu Avro Bölgesi ülkelerinden tahvil satın alacağını açıklamıştır (Saka vd., 2014:2). AMB tarafından OMT programı altında belirli Avro Bölgesi ülkelerinin ikincil piyasalardan sınırsız miktarlarda tahvil satın alınması öngörülmüştü. OMT programı çerçevesinde, müdahalelerin zamanı ve sınırı hakkında bildirimde bulunulmamış ve bahse konu program ile Avro Bölgesinde meydana gelebilecek büyük çaplı finansal sokların önlenmesi hedeflenmiştir (Micossi, 2015:17).

OMT'nin Menkul Kıymet Piyasaları Programından temel farkı; OMT uygun para politikası aktarımını ve para politikasının istikrarını garanti altına almak için AMB tarafından uygulamaya konulmuşken, Menkul Kıymet Piyasaları Programı ise para politikası aktarım mekanizmasının çalışmasını engelleyen bazı finans piyasalarını rahatlatmak anlamında AMB tarafından daha sınırlı çerçevede uygulanmıştır (Occhino, 2015:8).

2012 yılının sonunda, Menkul Kıymet Piyasaları Programının uygulanması sonucunda AMB'nin bilançosundaki devlet tahvillerinin miktarı 208.3 milyar Avro seviyesine erişmişti. AMB, 9 Kasım ve 14 Aralık 2011 tarihlerinde aldığı kararlar sonucunda faiz oranlarını 25'er baz puan düşürerek refinansman faiz oranını %1.50'den %1 değerine indirmiştir. AMB bu faiz indirim kararlarını artan resesyon riskine işaret eden ekonomik öngörülere dayanarak almıştır. AMB ayrıca, bankaların likidite pozisyonlarını güçlendirmek için likidite geliştirici önlemler kapsamında iki farklı 36 ay vadeli refinansman programını hayata geçirmiştir. 2011 Aralık ayında AMB 523 bankaya 490 milyar Avro, Şubat 2012 Şubat ayında ise 800 bankaya 530 milyar Avro civarında borç vermiştir. Bankalar AMB tarafından uygun faiz oranlarında sunulan bu fonları mevcut ve yeni işlerinin finansmanı açısından tatmin edici bulmuşlardı (Pattipeilohy vd., 2013:18).

AMB de, Fed'e benzer şekilde, küresel kriz sürecinde varlık alımları yapmak suretiyle krizle mücadeleye etmeye çalışmıştır. Yukarıda AMB'nin piyasaları yakından izleyerek ihtiyaç duyulan dönemlerde yaptığı yüksek miktarda varlık alımlarıyla bankaların pozisyonlarını rahatlatmaya çalıştığı belirtilmiştir. AMB'nin bankaların likidite sıkıntısını aşmasını sağlamak amacıyla yaptığı varlık alımlarının özellikle 2011 ve 2012 yıllarında yoğunlaştığı, 2015 yılının sonuna gelindiğinde dahi kriz öncesi seviyelere geri dönülemediği görülmektedir (Karaş, 2016:122).

6. Sonuç ve Değerlendirme

2008 finansal krizi göz önüne alındığında, krizin küresel bir nitelik taşıması ve birçok ülkeyi etkilemesi nedeniyle başta Fed ve AMB olmak üzere TCMB dâhil birçok merkez bankası 2008 krizini yönetebilmek için farklı türden çözüm arayışlarına girişmişlerdir. 2008 küresel krizi analiz edildiğinde; merkez bankalarının krizin etkilerini bertaraf edebilmek maksadıyla genelde başvurulan politika araçlarına ilaveten geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanmaya ve geliştirmeye gayret gösterdikleri görülmektedir.

Merkez bankaları tarafından uygulanan geleneksel olmayan para politikaları sıra dışı kriz durumları karşısında kullanılmakta olup, bu tür standart harici para politikaları daha önceden bilinen yapıda olabileceği gibi şartlara göre tasarlanıp ilk defa da uygulanabilmektedir. 2008 finansal krizi önceki dönemlerdeki krizlerle karşılaştırıldığında, gerek krizin küresel boyutta olması ve gerekse ülkelerin finansal piyasalarının iç içe geçmişliği nedeniyle, gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülke birbirini etkiler şekilde kriz yaşamaya başlamıştır. Krizle mücadele eden bir ülkenin kriz karşısında aldığı önlem, entegre yapı sebebiyle, diğer bir ülkeyi (ülkeleri) menfi yönde etkileyebileceğinden, 2008 krizi sırasında geleneksel olmayan para politikalarına sıkça başvurulması gerekmiştir.

Bu çalışmada, 2008 krizi sırasında, TCMB, Fed ve AMB tarafından uygulanan geleneksel olmayan para politikaları incelenmiştir. Söz konusu merkez bankaları krizle mücadele edebilmek adına yeni arayışlara girilerek geleneksel olmayan politikalara sıklıkla başvurulmuştur.

TCMB tarafından uygulanan para politikalarına bakıldığında; küresel kriz sürecinde likidite yönetiminde zorunlu karşılıklar önem kazanmış, bu doğrultuda kredi genişlemesinin ve artan iç talebin sınırlandırılabilmesi için zorunlu karşılık uygulamasına başvurulmuştur. Politika faizinin yanı sıra gecelik

borç alma ve verme arasında oluşan faiz koridorunun ve zorunlu karşılıkların karışımından oluşan bir politika 2010 yılı itibariyle, makro risklerle mücadele edebilmek bakımından, uygulanmaya başlamıştır. Ayrıca, piyasaların durumuna bağlı olarak ROM uygulamasına muhtelif zamanlarda başvurulmuş ve düzenlemeler yapılmıştır.

Küresel krizin ciddiyetini ilk kavrayanlardan birisi olan Fed, küresel krizle mücadelesinde kısa vadeli faiz oranlarını sıfır seviyesi civarında tutarken, miktarsal genişleme para politikası aracını devreye alarak uzun vadeli faiz oranlarını düşürmeye çaba göstermiştir. Fed, 2009-2014 döneminde 2.5 trilyon doları aşan geniş çaplı varlık alımı yapmak suretiyle, ipoteğe dayalı menkul kıymetler piyasasını desteklemek ve ipotekli konut piyasasında uygulanan faiz oranlarını düşürmek amacıyla, 3 farklı miktarsal genişleme programı uygulamıştır. Geleneksel olmayan yapıdaki bu tür bir para politikasının kararlı bir şekilde uygulanması neticesinde, Fed'in bilançosundaki varlıklar Ağustos 2007'de 869 milyar dolar seviyesinde iken, Aralık 2014'te yaklaşık 4.5 trilyon dolar gibi çok yüksek bir seviyeye yükselmiştir.

AMB, küresel kriz sürecinde, öncelikle, kabul edilebilir borç karşılığı varlık teminatı sayesinde sınırsız likidite sağlayan bir olanağı Avro Bölgesindeki bankalara sunmuştur. Daha sonra, yeniden yapılandırma operasyonlarının vadesi 6 aya kadar uzatılarak kabul edilebilir varlık teminatı listesinin kapsamı genişletilmiş ve ABD doları başta olmak üzere yabancı para birimlerinde likidite sağlanması onaylanmıştır. Ayrıca, İpotek Teminatlı Menkul Kıymet satın alma programı Mayıs 2009'da başlatılmıştır. 2010 yılının başlarında Avro Bölgesi'nde başlayan borç krizine istinaden, piyasaları sakinleştirmek ve para politikası aktarım mekanizmasının daha iyi işlev görmesini sağlamak için menkul kıymet piyasaları programı başlatılmıştır. AMB'nin bu program kapsamındaki müdahaleleri Mayıs-Haziran 2010 ve Ağustos-Kasım 2011 dönemlerinde yoğunluk göstermiş, ilaveten AMB, OMT programını Eylül 2012'de başlatarak Avrupa İstikrar Mekanizmasına başvuran ülkeler için AMB'nin nihai kredi merci olarak görev yapacağını ve sorunlu Avro Bölgesi ülkelerinden tahvil alacağını duyurmuştur.

2008 küresel krizi sırasında, TCMB, Fed ve AMB tarafından verilen reaksiyonlar incelendiğinde;

- Geleneksel olmayan para politikalarına ağırlık verildiği,
- Merkez bankalarınca izlenen politikaların yeknesaklık göstermediği,
- Ülkelerin iç dinamikleri farklılık gösterdiğinden merkez bankalarının kendi ülkelerine özgü yeni para politika araçları tasarlayıp uyguladıkları,
- Fed'in küresel düzeyde, AMB'nin bölgesel düzeyde ve TCMB'nin Türkiye'de sorumluluklarının olması nedeniyle, söz konusu merkez bankalarınca uygulanan politikaların farklılık gösterdiği,
- Krizin küresel boyutta cereyan etmesi ve ülkelerin finansal piyasaların entegre yapıda olması sebebiyle, merkez bankalarının para politikalarını uygularken bağlantı içinde olunan ülkelerin reaksiyonlarını da göz önünde tuttıkları,
- Merkez bankalarınca verilen, eşi benzeri görülmemiş olarak nitelendirilebilecek, bu tür reaksiyonların krizin ciddiyetinin ve etkilerinin anlaşılması bakımından önemli olduğu değerlendirilmiştir.

KAYNAKÇA

- ABEYAWARDENA Charles ve Dallao, J. (2014). "Quantitative Easing - A Nontechnical Paper", International Political Economy, IR6620, February 28, 2014.
- AKÇAY, Memduh Aslan (1998). "Para Politikası Araçları", Sayıştay Dergisi, Ocak-Mart 1998, 28, s. 32-47.
- ALANTAR, Doğan (2008). "Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme", Maliye Finans Yazıları, s.81.
- ANDRIUSKEVICIUTE Deimante ve Balciunas, Norbertas (2013). "The Monetary Policy of the European Central Bank in the Period of Sovereign Debt Crisis", Ekonomika, 2013 Vol. 92(2), s.20-31.
- ARICAN Erişah ve Güçlü, Okay (2014). "Ekonomik İstikrarsızlık Ortamında Merkez Bankalarının Uyguladığı Para Politikaları ve Türkiye Örneği", İktisat Politikası Araştırmaları Dergisi, S. 1(1), s. 1-50.
- COLLIGNON Stefan, Esposito, Piero ve Cui, Yuming (2012). "Unconventional Monetary Policy Measures: A Comparison of the ECB, FED and BoE", European Parliament, Directorate General For Internal Policies, http://www.stefanollignon.de/PDF/EP_Unorthodox%20monetary%20policy,%20draft.pdf, Erişim Tarihi:08/12/2016.
- COUR-TIMANN Philippine ve Winkler, Bernhard (2013). "The ECB's Non-Standard Monetary Policy Measures. The Role of Institutional Factors and Financial Structure", European Central Bank Working Paper, S. 1528, April 2013.
- ÇETİN, Müzeyyen Özlem (2016). "Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) Para Politikası Uygulamalarının Gelişimi", Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, Ocak 2016, S. 8(14), s. 67-101.
- DELİCE, Güven (2015). "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası: 85 Yıllık Bir Geçmişin İzlerinden Tarihe Kayıt Düşmek", Ekonomi, İşletme, Siyaset ve Uluslararası İlişkiler Dergisi, S. 1(2), s. 21-55.
- ECB (2010). "The ECB's Response to the Financial Crisis", European Central Bank Monthly Bulletin, October 2010, s. 59-74.
- FED (2016). http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm, Erişim Tarihi:14/06/2016.
- HANCOCK Diana ve Wayne, Passmore (2014). "How the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases (LSAPs) Influence Mortgage-Backed Securities (MBS) Yields and U.S.Mortgage Rates", Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington D.C.
- KARAŞ, Zeynep (2016). *Finansal Krizler Karşısında Merkez Bankalarının Tutumu: Karşılaştırmalı Bir Analiz*, Doktora Tezi, Sivas: Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

KAYA Zekayi ve Tokucu, Erkan (2014). "Son Finansal Kriz Öncesi ve Sonrası Para Politikalarında Gelişmeler ve Merkez Bankalarının Değişen Rolü", International Conference on Eurasian Economies 2014, Skopje, Macedonia.

LABONTE, Marc (2016). "Monetary Policy and the Federal Reserve: Current Policy and Conditions", Congressional Research Service Report, RL30354, January 28, 2016.

MCKIBBIN Warwick J. ve Stoeckel, Andrew (2009). "The Global Financial Crisis: Causes and Consequences", Working Papers in International Economics, November 2009, Lowy Institute for International Policy.

MICOSSI, Stefano (2015). "The Monetary Policy of the European Central Bank (2002-2015)", Bruges European Economic Policy Briefings, No.35/2015.

MISHKIN, Frederic S. (2003). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, Pearson Series in Economics, Sixth Edition.

MISHKIN, Frederic S. ve White, Eugene N. (2014). "Unprecedented Actions: The Federal Reserve's Response to the Global Financial Crisis in Historical Perspective", Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper, S. 209, October 2014.

NORGREN, Claes (2010). "The Causes of the Global Financial Crisis and Their Implications for Supreme Audit Institutions", Swedish National Audit Office, S. 1(1), INTOSIA.

OCCHINO, Filippo (2015). "The 2012 Eurozone Crisis and the ECB's OMT Program: A Debt-Overhang Banking and Sovereign Crisis Interpretation", Working Paper 15/09, Federal Reserve Bank of Cleveland.

OLDFIELD, Michael (2011). *Monetary Policy and Disintermediation in South Africa 1970 - 2010*, Yüksek Lisans Tezi, Potchefstroom: The School of Economics of the North-West University.

PATTIPEILOHY Christiaan, Van Den End, Jan Willem, Tabbae, Mostafa ve De Haan, Jakob (2013). "Unconventional Monetary Policy of the ECB During the Financial Crisis: An Assessment and New Evidence", Working Paper 381/ May 2013, De Nederlandsche Bank.

ROSENGREN, Eric S. (2015). "Lessons from the U.S. Experience with QE", Joint Event on Sovereign Risk and Macroeconomics Moody's Investors Service and Peterson Institute for International Economics, 5 February 2015, Frankfurt, Germany.

SAKA Orkun, Fuertes, Ana-Maria ve Kalotychou, Elena (2014). "ECB Policy and Eurozone Fragility: Was De Grauwe Right?", CEPS Working Document, 397/June 2014.

SEREL Alpaslan ve Bayır, Musa (2013). "2008 Finansal Krizinde Para Politikası Uygulamaları: Türkiye Örneği", Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, S. 19 (2013), s. 59-80.

SMAGHI, Lorenzo Bini (2009). "Conventional and Unconventional Monetary Policy", Keynote Lecture, International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva, 28 April 2009.

SÖZER, Çağıl (2013). *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikalarının Banka Bilançolarına Etkisi*, Yüksek Lisans Tezi, Ankara: Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

TCMB (2015a). "Küresel Para Politikalarının Normalleşme Süreci, Faiz Koridoru ve Türk Lirası Likidite Yönetimi Çerçevesi ve Sadeleşme Adımları", Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bülteni, S. 40, 24 Aralık 2015.

TCMB (2015b). TCMB (2015b). "Rezerv Opsiyonlarına İlişkin Basın Duyurusu", S. 2015-74, 26 Aralık 2015. VURAL, Umut (2013). *Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi*, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

YÜCEMEMİŞ Başak Tanınmış, Alkan, Ufuk ve Dağdır, Canan (2015). "Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru: Türkiye'de Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerindeki Etkisi", Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, Temmuz 2015, S. 7(13), s. 449-478.