

# Uluslararası İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi



## KÜRESEL FİNANS KRİZİ VE SONRASINDA DÜNYA MERKEZ BANKALARININ PARA POLİTİKASI STRATEJİLERİ

Ece D. EROL\*

İbrahim EROL\*

**ÖZET:** Sanayi ülkelerindeki bir çok Merkez Bankasının para politikaları yaklaşık altı yıldır oldukça genişleyicidir. Eğer piyasalar ve ekonomi politikası ucuz para politikası hastalığına yakalanırlarsa, ekonomide yapısal bozulmalar ve enflasyon artışı tehlikesi artacaktır. Bu durumda Merkez Bankalarına olan baskı artacak ve gevşek para politikasına karşı tavır alma yoğunlaşacaktır. Para politikasındaki bir yanlış uygulamanın sonucunda kamu otoritesi ekonomik yaşama müdahale edecek, bu durumda Merkez Bankasının bağımsızlığına gölge düşecek ve sosyal piyasa düzeni sarsılacaktır. Bu çalışmanın amacı dünyada önemli Merkez Bankalarının para politikalarını küresel finans krizi döneminde ve sonrasında analiz etmek ve alternatif stratejileri ortaya koymaktır. Gelişmiş ekonomilerde düşük faiz oranlarında ekonomik büyümeyi daha da arttırmak pek de mümkün görülmemektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Parasal ekonomi, Ekonomik büyüme, Faiz oranları.

**Jel Sınıflandırması:**

## MONETARY POLICY OF THE CENTRAL BANK IN THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS AND POST-WORLD STRATEGIES

**ABSTRACT:** Many of the Central Bank monetary policy is very expansionary in industrial countries since 6 years. they are caught in the markets and economic policy of cheap money policy of the disease, will increase the risk of structural deterioration and inflation in the economy. In this case, which will increase the pressure to take a stand against the Central Bank and will focus on the loose monetary policy. Public authority as a result of an incorrect application of the monetary policy to intervene in economic life, in this case, the shadow will fall to the independence of the Central Bank and the social market order will be shaken. The aim of this study was important during the global financial crisis and the monetary policy of the central bank in the world and has put forward after analyzing alternative strategies. Economic growth, low interest rates in advanced economies not considered possible to further increase.

**Key Words:** Monetary policy, Economic growth, Interest rate.

**Jel Classification:**

\*Yrd. Doç. Dr., Celal Bayar Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Öğretim Üyesi

\*Prof. Dr., Celal Bayar Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Öğretim Üyesi

## 1. Merkez Bankalarının Para Politikaları ve Küresel Finans Krizi

Sanayi ülkelerinin Merkez Bankaları 1980'li yıllardan beri kurumsal, fonksiyonel ve personel açısından bağımsız olarak kalmıştır. Ancak Merkez bankalarının bağımsızlığı değişik derecelerde kendini göstermektedir. Burada önemli olan uygulama araçları ve hedef göstergeleri açısından bağımsız olmalarıdır. Enflasyon hedefini hükümetler gösterir ve bu hedefe ulaşmak için para politikasında enstrüman seçimini Merkez Bankaları yapmaktadır.

Ağustos 2007 de uluslararası finans piyasalarında riskler ortaya çıkmaya başlamış ve bankalararası para piyasalarında faiz oranları artmıştı. Bankaların kendi aralarındaki ticareti güven bunalımı nedeniyle sekteye uğramış ve eylül 2008'de Amerika'daki mortgage(ipotek) bankaları Fannie Mae ve Freddie Mac iflasa sürüklenmişlerdir. 2008 yılında yatırım bankası olan Lehman Brothers ödeme güçlüğü içine düşmüş ve sigorta şirketi olan ATG'nin Amerikan hükümeti tarafından kurtarılmasından sonra Finans piyasaları çökmüş ve uluslararası kredi sistemi işlemez duruma düşmüştür.

Mayıs 2010 tarihinde Avrupa Birliği ülkelerinde ise bütçe krizi kendini göstermiş ve 2011 yılında Avro bölgesinin yaşatılmasına karşı şüpheler artmıştır.

Tüm bu gelişmelerin ışığında, eğer bankalar piyasalarda aracı rolünü üstlenememişler, Merkez bankalarının müdahalesi kaçınılmaz olmuş, Merkez Bankaları piyasalarda para ve kredi hacmini ayarlayarak ekonomiye müdahale etmek zorunda kalmışlardır. Kriz sonrasında da Merkez Bankaları piyasalara müdahale etmişler ve bankalararası piyasaların kurumasını önlemişlerdir.

Ancak birçok ülkede faiz oranlarının çok düşük olması nedeniyle, örneğin ABD ve Japonya gibi ülkelerde Merkez Bankalarının faiz kanalıyla ekonominin ihtiyaç duyduğu likiditeyi sağlaması olanaksızdı. Geleneksel para politikası enstrümanları kanalıyla piyasaları etkilemek pek mümkün olmamıştı (Zanetti 2014:9).

Küresel finans krizi sonrası Amerikan Merkez Bankası(FED) ekonomideki faiz oranını sifıra doğru en alt düzeye indirebilmiştir. Buradaki amaç ucuz kredi maliyetlerini kullanarak ekonomide büyüme dinamiğini harekete geçirmektir. Ancak aradan geçen beş sene içinde hızlı bir büyüme dinamiği yakalanamamış ve yatırım piyasalarında hızlı bir patlama olmamıştır. Sadece olumlu yönde hisse senetleri piyasası ile döviz piyasalarındaki oynaklığın en alt düzeye indirilmesi gibi bir başarı sağlanabilmiştir. Devam eden süreç içinde döviz piyasasındaki spekülasyon hareketliliğinin riskli olduğu ve devam ettiği tahmin edilmektedir (Broyer vd. 2014:5). Carry trade stratejileri yürütülmektedir, yani düşük faiz getiren para biriminde borçlanıp, alınan krediyi daha yüksek faiz getirisi olan para birimine yatırmak yolu ile kazanç sağlanmaktadır.

Avrupa Merkez Bankası 2008 Ekim ve Mayıs 2009 yılları arasında faiz oranlarını 325 baz puan indirerek %1'e dayanmıştı. Bu şartlar altında Merkez Bankalarının görevi dünya ekonomisinin deflasyonist bir sürece girmesini önlemek ve dünya ekonomisindeki negatif etkileri ortadan kaldırmaktı. Bunun için de ultra genişleyici para politikası devreye sokulmuştu. Ancak para politikası ile maliye politikasının arasındaki sınırlar ortadan kalktı, çünkü para politikasından olduğu kadar da maliye politikasından yararlandı (Hoffman, 2010:15).

Faiz politikasının devreden kalkmasıyla birlikte Merkez Bankaları diğer para politikası enstrümanlarını uygulamaya koyarak likidite artışına neden oldular, Merkez Bankalarının bilançoları şişti ve bilançoların aktif yapısı oldukça değişti. ABD Merkez Bankasının geleneksel olmayan para politikasıyla elde ettiği mortgage kredileri banka bilançosunun beşte ikisini bulmuştu.

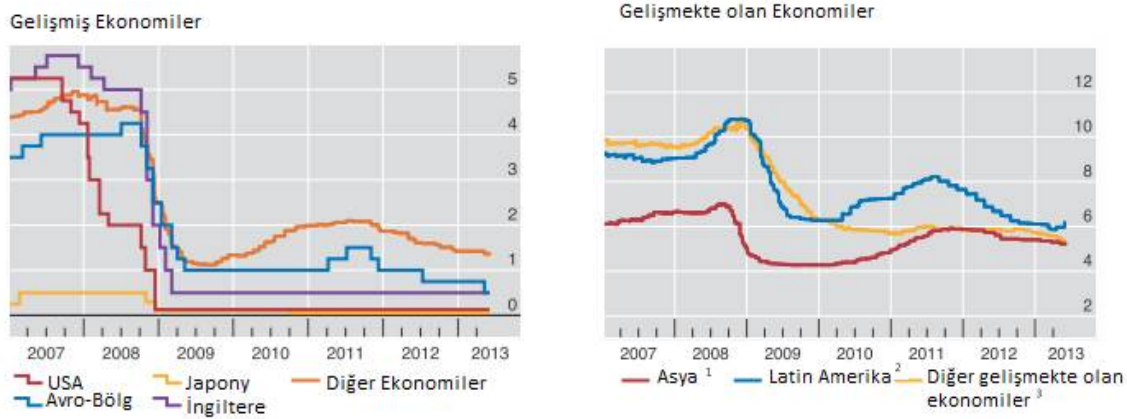
Tablo 1. Menkul Kıymet Alımlarının Likidite Kaynakları

ABD Merkez Bankası	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 2008 yılından beri yaklaşık olarak sıfır faiz oranı</li> <li>- "Forward guidance"</li> <li>Faiz oranlarının işsizlik oranlarına bağlanması</li> <li>- Merkez Bankası teminatlarının genişletilmesi</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Mart 2009 tarihinden itibaren "Quantitative Easing" çerçevesinde üç dönem ABD devlet tahvillerinin alımı</li> <li>- Eylül 2011 tarihinden itibaren vade uzatma programı (Maturity Extension Program)</li> <li>-Eylül 2008'den beri Mortgage teminatlı menkul değerlerin alınması</li> </ul>
İngiltere Merkez Bankası	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Merkez Bankası Teminatlarının Genişletilmesi</li> <li>-Banka rezervleri için hedef büyüklüklerinin belirlenmesi</li> <li>-Kolaylaştırılmış diskont penceresi</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Para piyasası araçlarının(ticari kağıtlar) ve devlet tahvillerinin varlık satın alımları programı çerçevesinde satın alınması(Asset purchase facility) 2009,önemli artış 2012</li> <li>-Konut Tasarruf Bankalarına kredi verilmesi ve Bankaların refinansman ihtiyaçlarının karşılanması(Funding for lending scheme)</li> </ul>
Avrupa Merkez Bankası	<ul style="list-style-type: none"> <li>-Refinansman işlemlerinin sürelerinin 36 aya kadar uzatılması (Long Term Refinancing Operations)</li> <li>-Merkez Bankası için geçerli olan teminatların genişletilmesi</li> <li>-Acil Likidite Yardım Kolaylığı(Emergency Liquidity Assistance)</li> <li>-2014 yılı ortasına Avrupa Merkez bankasının kadar miktar eğilimi yolu ile tam dağıtımı</li> <li>-Anarfinansman işlemleri için faiz oranlarının %0,5'e düşürülmesi</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-İki teminatlı tahvillerin satın alım programı 2009 ve 2012(Borçlanma senetleri)</li> <li>- Mayıs 2010'dan itibaren AB krize giren ülkelerden devlet tahvil alımları (Securities Markets Program)</li> <li>-Belirli şartlarda AB problem ülkelerinden devlet tahvillerinin vade bitimine 1ü3 yıl kalmış olanların satın alınması 2012(Aktif hale getirilmedi)</li> </ul>
Japon Merkez Bankası	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sıfır faiz politikasına devam edilmesi ve geleneksel Açık Piyasa İşlemlerinin;özellikle piyasa katılımcıları,vade çeşitliliği,alınan teminatlar açısından yeniden düzenlenmesi</li> <li>-4 Nisan 2013'ten itibaren para bazını iki sene içinde iki misline çıkarmak</li> <li>-Aşırı genişleyici para politikası %2 enflasyon oranına ulaşınca kadar devam edilmesi</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-2009 yılından itibaren devam eden Japon devlet tahvillerinin satın alınması programına devam edilmesi</li> <li>-Şirket tahvillerinin satın alınması ve varlık alım programına devam edilmesi(Asset purchase program,2009)</li> <li>-Pasif olarak yönetilen fonların ve Japon Gayrimenkul Fonlarının satın alım programı 2010</li> <li>-Japon devlet tahvillerinin iki katına çıkarılması ve vadelerinin 3 yıldan 7 yılına uzatılması, 4 Nisan 2013.</li> </ul>

Kaynak: Bischofsberger,A.,WalserR.(2013)Zentralbanker als Zauberlinge? Zum Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik,Zürich :10,http://www.avenir-suisse.ch/28957/zentralbanker-als-zauberlehrlinge/

Tablo 1’de dünya ölçeğinde önemli Merkez Bankalarının para politikası tedbirleri özet halinde verilmiştir. Buradan hareketle döviz piyasalarına müdahale dikkate alınmazsa, öne çıkan temel unsur taşınabilir menkul değerlerin satın alınması ve bu işlemin sonucunda aşırı oranlarda piyasalara likidite sağlanmasıdır. Aşırı genişleyici para politikası küresel finans sisteminin çökmesini önlemiş, küresel bazda ekonomik krizlerin önüne geçmiş ve ABD’deki konut piyasasında istikrar sağlamıştır. Avrupa ve Japon Merkez Bankaları da ortak hareket ederek huzursuz olan piyasaları yatıştırmak için piyasalardan devlet tahvillerini satın almışlardır.

Grafik 1: Gelişmiş Ekonomiler ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Faiz Oranları



1)Avusturalya,Kanada, Yeni Zelanda,Norvec,İsviçre,İsvic

2) Çin,Honkong,Hindistan,Endonezya,Kore,Malezya,Filipinler,Singapur,Taylan

3)Arjantin,Brezilya,Şili,Kolombiya,Peru

4)Polonya,Rusya,Sudi Arabistan, Kuzey Afrika,Cekoslovakya,Türkiye, Macaristan

Kaynak: IV.Geldpolitik am Scheideweg? (2013),BİZ,

Jahresbericht,www.bis.org/publ/arpdf/ar2013\_6\_de.pdf, 11.11.2014 tarihi itibarıyla

Son beş yıldan beri uygulanan para politikası iki yönlü gelişme göstermiştir: Birincisi faiz oranları tüm dünya ekonomilerinde aşağı yönlü bir trend izlemiş ve en düşük düzeyde tutulmaya devam edilmektedir(Bzk.grafik 1). Önemli sanayi ülkelerinin bir çoğunda Merkez Bankaları 2009 yılından itibaren faiz oranlarını en düşük düzeye indirmişlerdir.

Amerikan Merkez Bankası kendi para politikası hedefini, işsizlik ve enflasyon oranına bağlamakla en düşük faiz oranı sinyalini göstermiş ve tüm dünya ülkeleri için en düşük faiz politikası uygulamasına öncülük etmiştir. Tüm sanayi ülkelerindeki faiz oranları 2011 yılından itibaren ekonomi tarihinin en düşük düzeyinde bulunmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelere bakıldığında yine faiz oranlarının aşağı yönlü bir trend içine girdiğini görmek mümkündür. Bu ülkelerdeki nominal ve reel faiz oranları da küresel dinamiği yakalamış olan sermaye ve kredi piyasaları sayesinde oldukça düşmüş ve düşük düzeyini korumaktadır.

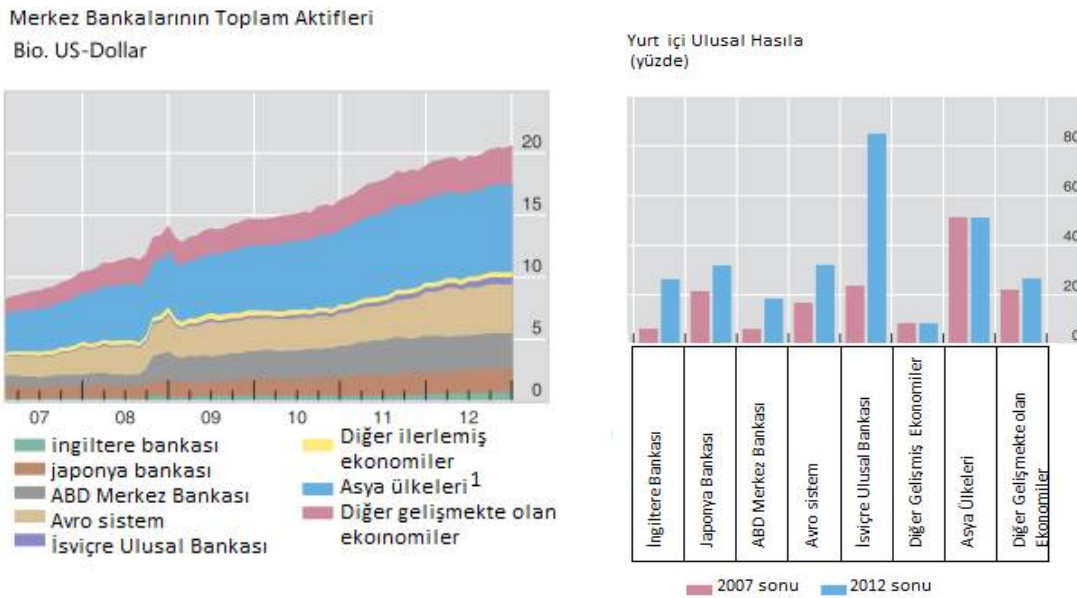
Para piyasalarındaki ikinci yönlü gelişme ise, Merkez Bankaları bilançolarının aşırı yönlü genişlemesidir. Grafik 2’de görüldüğü gibi Merkez Bankalarının bilançolarının aktifleri 2007 yılının sonuna doğru dünya ölçeğinde hem miktar olarak ve hem de GSYH’ya oranları açısından iki misli artış göstermiş, yaklaşık 20 Bio. Dolar artmış ve GSYH’nın %30’unu bulmuştur.

Asyanın gelişme yolundaki ülkelerinde Merkez bankalarının aktifleri GSYH'nın %50 oranında artış göstermiştir(Grafik 2).

İleri ekonomiye sahip ülkelerin Merkez Bankalarının aktiflerinde önemli ölçüde döviz birikimleri olmuştur. Ayrıca gelişme yolundaki Asya ülkelerinin Merkez Bankalarındaki döviz birkimi de oldukça artmış, ancak bu döviz rezervlerindeki artışın ana nedeni ulusal para birimlerinin desteklenmesine yöneliktir. Gelişme yolundaki ülkelerdeki döviz rezervleri 2012 yılında 5 bio. Doları geçmiştir. Bu miktar neredeyse dünya döviz rezervlerinin yarısına eşittir.

Bu ülkelerdeki GSYH değerlerinin artmasına rağmen, Merkez Bankalarının aktif kalemlerindeki büyüme oranlarında herhangi bir değişiklik olmamıştır. Bunun nedeni de 2007 yılının sonuna doğru küresel finans krizi başlangıcından itibaren Merkez Bankaları para piyasasındaki hareketliliği önlemek istemişler ve bunun için bankalar uyguladıkları refinansman işlemlerine ağırlık vermişlerdir.

Grafik 2: Merkez Bankalarının Toplam Aktifleri ve Toplam Aktiflerinin GSYH'ya Oranları



Kaynak: IV.Geldpolitik am Scheideweg?(2013), BİZ,

Jahresbericht, www.bis.org/publ/arpdf/ar2013\_6\_de.pdf, 11.11.2014 tarihi itibarıyla.

Sonuçta Amerika, Japonya ve İngiltere Merkez Bankaları özel sektörden yüklü miktarlarda borç senetlerini satın almışlardır. Bu para programının ana nedeni uzun vadeli faiz oranlarının para politikası kanalıyla düşürmektir.

Avrupa Merkez bankasının parasal hedefi ise, Avro bölgesi içinde para politikası aktarım mekanizmasındaki rahatsızlığı önlemektir. Bu amaç doğrultusunda ilave refinansman işlemleri gerçekleştirildi, kamu ve özel sektörden yüklü miktarlarda borç senetleri satın alındı.

Şimdiki durumda ise sanayi ülkelerinin merkez bankaları karşı karşıya buldukları ekonomik ve finansman sorunlarının çözümü için değişik para politikası hedefleri izlemektedirler.

## 2. Gelişmiş ekonomilerin Para Politikası Programları

ABD Merkez Bankası sınırsız bir program çerçevesinde aylık 85 milyar doları bulan değerli kağıtlar ve varlık alımları yapmaktadır. ABD Merkez Bankası işsizlik oranları ile enflasyon oranlarını birbirine bağlamış ve belirli bir başarı elde edene kadar ilgili programa devam edeceğini beyan etmiştir.

İngiltere Merkez Bankası ise hem reel ekonominin kredi hacmini arttırmak ve hem de finansal işletmelerin finansman maliyetini sübvans etmek için “Funding for Lending Scheme”(FLS) programı uygulamaktadır. 2013 yılının başında FLS programının süresinin uzatılması ve çerçevesinin genişletilmesi sayesinde krediler hızlandırılarak bir başarı elde edilmiş, fakat parasal aktarım mekanizmasında rahatsızlık ortaya çıkmıştır. Buradaki amaç küçük ve orta ölçekli işletmelere kredi verilmesi için bankalara ilave para verilmesidir.

Avrupa Merkez Bankası Doğrusal Parasal İlişkiler (Outright Monetary Transactions) programı çerçevesinde üye ülkeler arasındaki parasal dönüşüm risklerini ortadan kaldırmak istemektedir. Bu program Avro bölgesinde ortak para politikasının oluşmasına hizmet etmektedir.

Japon Merkez Bankası kendi parasal programı ile miktar ve kalite olarak gevşek para politikası stratejisi izlemektedir(Quantitative and Qualitative Monetary Easing). Program para bazı, satın alınan kamu bonoları ve borsada işlem gören fonların miktarının ve süresinin iki misline çıkarılmasını amaçlamaktadır. Japon hükümeti ekonomide deflasyonla savaşmak ve ekonomik büyümeyi harekete geçirmek istemektedir. Merkez Bankası %1 olan enflasyon oranını %2'ye çıkarmak ve bunun için de parametre olarak faiz oranı yerine para bazını kullanmaktadır(Hungerland vd. 2014:15).

## 3. Para Politikasında Etkinlik Problemleri

Küresel finans krizinin başlamasından itibaren Merkez Bankalarının uyguladığı oldukları finansman tedbirleri piyasaların istikrara kavuşmasında önemli bir etken olmuştur. Öncelikle finans piyasalarındaki çöküntüye karşı tedbirler alınmış, daha sonra da reel ekonominin dinlenmesi sağlanabilmiştir. Ancak ekonomideki büyüme ve işsizlik oranları ABD’de, Avro bölgesinde ve İngiltere’de küresel kriz öncesi düzeyin çok altındadır. Bu nedenle Merkez Bankaları daha radikal bir duruş sergilemiş, hedef kriteri olarak GSYH oranlarını yerleştirmiş veya kamu açıklarının parasallaştırılması kriterini ön plana almıştır. Merkez Bankaları para politikasıyla krizi geri plana itebilmişler, fakat bu strateji piyasaların beklentilerini karşılamamıştır. Belki de ilk başlangıçta GSYH’nın ölçü olarak alınması yanlışti. Şu da bir gerçektir ki, küresel finans krizini çok yoğun yaşayan ülkeler sürdürülebilir GSYH oranlarını çok abartmışlardır. Çünkü zaten şimdiye kadar tüm ekonomik kriz dönemlerinde GSYH oranları hep düşük düzeyde kalmıştır.

Özel sektörün finansman sıkıntılarının olduğu bir dönemde para politikası etkisiyle reel ekonominin gelişmesini sağlamak pek mümkün olamamıştır. Bu durumda ekonomik büyümeyi sağlamanın yolu iyileştirme ve reform tedbirlerinin alınmasına bağlı kalmış ve para politikası tedbirleri pek işe yaramamıştır.



Ekonomilerin geldiği noktada para politikası aktarım mekanizmasının pek işe yaramayacağı tahmin edilmekte ve daha da abartılı olarak Merkez Bankalarının parasal tedbirlerinin çökme tehlikesi yaşayabileceği savı üzerinde durulmaktadır(Witterauf 2013:7). Faiz oranlarının düşürülmesi yolu ile ortaya çıkan risk etkisi artık herhangi bir zaman dilimi içinde son haddine ulaşabilecektir. Zaten uzun vadeli değerli kağıtların getiri oranları şu anda negatif bir seyir izlemekte ve bu nedenle de değerli kağıtların satın alım programı zaman içinde güç kaybedebilecektir.

Ekonomideki düşük faiz oranları yatırımcıların kendi getiri oranlarını arttırmak için daha agresif yatırım riski almalarına neden olmakta, mali dengesizliğin yapılanmasına hizmet etmekte ve finans piyasalarında fiyat sapmalarına neden olmaktadır. Diğer taraftan düşük faiz oranları sanayi ülkelerinin bir çoğunda para birimlerinin değerinin artması üzerinde baskı yaratmakta ve sermayenin gelişmekte olan ülkelere doğru akışını hızlandırmaktadır.

Merkez Bankalarının para politikalarının hem para piyasalarında ve hem de finans piyasalarında etkin olabilmesi için öncelikle küresel finans kriz sonrası finans piyasalarındaki düzenin sağlanması gerekmektedir.

Ekonomistlerin çoğu denetim kurumlarına çok güvenmedikleri için piyasa mekanizması içinde finans krizlerinin nasıl önleneceği konusunda değişik stratejileri tartışmaktadırlar. Bunlardan ilki "Narrow Banking" dar bankacılık modelidir. Parasını bankaya yatıran müşteriler kısa vadeli faiz istemekte ve kredi talep eden yatırımcılar da uzun vadeli faiz talep etmektedirler. Bankalar uzun vadeli krediler yolu ile kısa vadeli mevduatın finansmanını sağlamaktadırlar. Bu nedenle bankalar faiz değişim riskini veya likidite riskini taşımaktadır. Tüm bankalar kısa vadeli mevduat sözleşmesi yapacaklar ve aynı anda da kısa vadeli dönen varlıkları tutacaklardır. Bu durumda bankaların alacaklarının ve borçlarının vade yapısı birbirine uyum sağlayacaktır. Kriz dönemlerinde likidite sorunu çözülecek ve bankalardan kaçış (Bank-run) azalacaktır.

Buradaki ilk sorun vade yapılarına uygun yatırım alanlarının bulunmasındaki zorluktur. İkinci sorun da mevduat ticareti ile riskli finans ticaretini birbirinden ayırmanın mümkün olmadığıdır. Böyle bir durumda kredi sıkıntısı yaşanabilecek ve dar Bankacılık sistemi verimlilik kaybına uğrayacaktır, çünkü vade dönüşüm sorunu verimlilik artışlarını önleyecektir.

İkincisi de çok katı bir düşünce olarak bankaların borç finansmanını, yani borç sözleşmelerini yasaklamaktır. Bu şekilde bir çözüm Neo-klasik iktisatçıların temel mikro modeli olan "Arrow-Debreu-Modeli"ne uymaktadır. Bu model dünyasında duruma göre şekillenen sözleşmeler olduğu için bankaların herhangi bir riski olmayacaktır. Kriz dönemlerinde bankalardan bir kaçış olması durumunda banka mevduatlarının alacaklılara eşit olarak dağıtılması ön plana çıkabilecektir. Ancak bu durumda, yani kriz dönemlerinde bankalar tarafından sözleşmelerin iptali ilave sorunlar yaratabilecektir. Diğer bir açıdan bakıldığında bankaların sabit ödeme garantisi vermeleri serbest piyasa ekonomisinin mantığına ters düşmektedir. Bankaların kaydi para yaratmaları da yasaklanabilecektir(İlling 2011:22).

En önemli sorunlardan birisi de küresel finans krizi sonrası kendini gösteren gölge bankacılık sorunudur. Gölge bankacılığı belirli işletmelerin banka gibi faaliyet göstermeleri, fakat bankacılık lisanslarının olmamasıdır. Kredi kurumlarının kurallarına tabi değildirler ve Merkez Bankalarının likidite yönetimi ile herhangi bir bağı yoktur. Gölge bankaları çok az öz sermaye bulundurmakta, yüksek oranlarda borçlanabilmekte ve sermaye piyasalarında yüksek oranlarda spekülasyon ticaret yapabilmektedirler(Jain, 2014:3).

Gölge bankacılık sektöründe menkulleştirilmiş tahviller sermaye piyasasını kurutmuştur. Serbest rekabet ortamında belirli kurallara bağlanmayan bankaların bulunduğu piyasalarda Merkez Bankaları reel ekonominin çökmesini çok zor şartlarda önleyebilmişlerdir. Gölge bankacılığın yıkılmasından sonra Fed (ABD Merkez Bankası) menkulleştirilmiş değerli kağıtları satın almış ve kendi bilançosunun risk yapısı değişmiştir.

Küresel finans krizinden bu yana Avro bölgesinde finans sektörü dışındaki işletme kredileri 570 milyar Avro azalma göstermiştir. Bankaların öz kaynak ve risk yönetim ihtiyaçlarının Basel III kurallarıyla artan oranlarda düzenlemeye gidilmesi, öz kaynakların arttırılmasını veya risk oranlarının yapılandırılmasına neden olmuştur. Bankalar büyük güven bunalımı yaşamaktadırlar. Finans kurumlarının kredi verme olanakları azalmış ve bilançoları kısılmıştır. Bu şartlarda işletmeler banka dışı kesimden, yani piyasalardan borçlanmak zorunda kalmıştır. 2011 yılında Financial Stability Board(Finansal İstikrar Kurulu) sanayi ülkelerindeki finans işletmelerinin toplam varlıklarının %25-30'a ulaşan kısmının gölge bankacılığına ait olduğunu savunmaktadır. 2014 yılında gölge bankacılığı %2,4 oranında büyümüştür. Özel amaçlı işletmelerin ve Hedge fonların aktifleri 7,6 Bil.ABD Dolarına ulaşmıştır, bu miktar yaklaşık olarak toplam finans piyasasının %3,4'üne tekabül etmektedir(Pozsar 2014:28).

#### **4. Merkez Bankalarının Yeni Para Politikası Stratejileri**

Son yıllarda Merkez Bankaları para politikası alanındaki enstrümanlarını genişletmiştir. Hedeflerinde düşük faiz oranlarından kurtulmak ve faiz oranlarındaki artışı makul düzeye getirmek bulunmaktadır.

Merkez Bankalarının mevduat kolaylıkları, rezerv fazlalıklarının faizlenmesi, sınırlı repo işlemleri, faiz ve bütçe kararları gibi çok yönlü enstrümanları teknik açıdan istenilen hedefe ulaşmada yeterli görülmektedir. Düşük faiz oranlarından daha yüksek faiz oranlarına geçişte birçok kişinin ve kurumun düşük faiz oranından borçlandıkları için zorlanacakları açıktır. Ayrıca piyasa katılımcılarının daha yüksek faiz oranına tepkileri farklı olacak ve Merkez Bankaları uzun bir süre piyasaları yatıştırırmada zorlanabilecekler ve bazen de para politikasında geri adım atabileceklerdir. Burada önemli olan finans piyasalarının faiz riskini ne kadar hızlı kabul edeceklerine bağlıdır. Ancak finans piyasalarındaki yenilikler yatırımcıların faiz değişim risklerini minimize edebilecek ve yatırımcılar faiz değişimine karşı kendilerini koruyabileceklerdir. Yatırımcılar bu muhtemel gelişmeleri dikkate alarak şimdiden bilançolarında yapısal verim eğrisinde bir değişim olması durumunda stres testleri yapmak zorundadırlar.



Sanayi ülkelerindeki faiz artış stratejisi ufak sanayi ülkeleri ile gelişmekte olan ülkeleri de yakından ilgilendirecektir. Eğer faiz artış stratejisinin zamanlaması iyi seçilirse, süreç sıkıntısız yürütülürse ve ekonomi bir dinlenme süreci içine girerse, dünya ekonomisinde tekrar eski büyüme oranlarına kavuşmak mümkün olacaktır. Eğer faiz oranları olması gereken düzeyden daha fazla artış gösterirse, bu defa sermaye akımları hızlanacak, döviz kurlarında negatif etkiler doğacak, dünya ölçeğinde ekonomik büyüme ve finansal istikrar tehlikeye girebilecektir. Bu duruma karşı da şimdiden döviz rezervlerinin arttırılması ve sıkıntılı zamanlarda kullanılması kaçınılmazdır.

Diğer taraftan bakıldığında, borçlanan kesimler, yani özel hane halkı, bankalar, hizmet işletmeleri, veya hükümetler faiz artışına karşı tepki verebileceklerdir. Çünkü uzun süre düşük faiz oranlarında borçlanan bu kesimler bugünkü ortama alışmışlar, beklentileri ve davranışları yönlendirecek bir kredi programları geliştirilemezse, piyasalarda tepkiler ortaya çıkabilecektir.

### **Sonuç**

Sanayi ülkelerinin merkez bankaları küresel finans krizine müdahale etmişler ve dünya ekonomisinin resesyona girmesini önlemişlerdir. Sonuçta sıfır faiz oranı hedefini gütmüşler, konvansiyonel olmayan para politikası tedbirlerini ön plana alarak ekonomik büyümeyi arttırma çabası içine girmişlerdir. Buradaki amaç kamu sektörünün ve işletmelerin finansman maliyetlerini azaltmak ve bankaların kredi olanaklarını genişletmektir. Kamuoyunda gerçekleşmesi mümkün olmayan beklentiler uyarılmıştı. Şunu da unutmamak gerekir ki, küresel finans krizinin etkileri uzun süre devam edecektir, çünkü bu gelişmenin perde arkasında yüksek oranlardaki borç ödemeleri ekonomik büyümeyi baskı altına alıyordu. Borç sorununun çözülmemesi demek, uyum sorunlarının gelecek dönemlere aktarılması demektir. Kamu sektörü ucuz para politikasıyla borçlanacak, yatırım piyasalarında yeni balonların oluşmasına zemin hazırlanacak ve Merkez Bankaları maliye politikasının kısacına takılacak, daha sonra da Merkez Bankalarının bağımsızlığı sorgulanmaya başlanacaktır.

Para politikasının kriz modundan çıkabilmesi Atlantığın iki yanında değişik formlarda kendini gösterecektir.

Gelecek dönemlerdeki para politikasını tahmin edersek, ABD Merkez Bankası tahvil alım programlarını azaltarak devam edecektir, çünkü işsizlik oranlarını enflasyon oranına bağlamış ve bu alanda başarı sağlayana kadar bu programa devam edecektir. Bu alandaki faiz artış beklentisini en erken 2015 tarihine ertelemiş gözükmektedir.

Fed finans piyasası istikrarı için tahvil satın alımlarını mümkün olduğu kadar azaltmalıdır. Bu durumda finans piyasalarındaki risk oranları azalacak ve istikrar sağlanacaktır. Genişleyici değerli kağıtların satın alım programından geri dönülmesinde piyasa reaksiyonarı nedeniyle zorluklar yaşanacağı bilinmektedir. Ancak Fed %6,5 işsizlik oranını eşik olarak kabul etmeli, uzun vadeli faiz oranları üzerinden faiz artışlarının olabileceğini piyasalara deklare etmeli ve gelecekte enflasyon oranı ile işsizlik oranı arasındaki bağlantı kuralını gevşeterek para politikasının hareket alanını genişletmelidir.

Avrupa Merkez Bankası için ise durum biraz farklıdır. 2014 yılın başından itibaren Avro Bölgesinde enflasyon oranı %0,7'ye kadar düşmüştür. Bu nedenle Avrupa Merkez Bankasının genişleyici para politikasına devam etmesi pek mümkün görülmemektedir. Avro Bölgesi ülkelerinde birim işgücü maliyetlerinde istikrarın sağlanmış olması, bazı ülkelerde düşmesi yurtdışı rekabet gücünü arttırmış ve satın alım gücünün korunması yurt içi talep artışı için önemli olmuştur. Avro bölgesinde kapasite kullanım oranları artmış, küçük ve orta ölçekli işletmelerde kredi kullanım şartları iyileştirilmiştir.

Avro bölgesinde faiz indirimleri gerekli görülmemektedir. Ancak bankalararası piyasalarda problem yaşanmaktadır. Bir çok banka konjonktür ve kamu borç problemleri nedeniyle Merkezin parasal kaynağına muhtaçtır. Faiz oranlarındaki bir artış para piyasası faiz oranlarına da etki edecek ve likidite ihtiyacı olan bankalar daha pahalı kredi temin edebileceklerdir. Avrupa Merkez Bankasının da piyasa beklentileri dikkate alındığında 2015 yılından önce faiz artış stratejisine geçmeyeceği tahmin edilmektedir.

## KAYNAKLAR

- Bischofberger, A.,Walsler,R.(2013) Diskussionspapier, Zentral Banker als Zauberlehrlinge? Zum Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik, Juli,Avenir Suisse,Zürich <http://www.avenir-suisse.ch/28957/zentralbanker-als-zauberlehrlinge/>, 10.11.2014 tarihi itibarıyla.
- Becker,W., Verflochtene Krisen-von der Finans zur Staatsschuldenkrise und die regulatorischen Antworten der G 20, (Themenblock).
- Broyer,C.,Heise,M. Ve Hofmann,T.(2014) Ausstiegsszenarien der Geldpolitik im Euroraum und in den USA, Economic Research,Working Paper Nr.171,Allianz.
- Jain,A., Banken im Umbruch, Grundsatzrede"Die Zukunft der Banken nach der Krise" Handelsblatt, Jahrestagung, Frankfurt am Main 3.september 2014, [http://www.db.com/.../HB\\_Konferenz\\_2014\\_..10.11.2014](http://www.db.com/.../HB_Konferenz_2014_..10.11.2014) tarihi itibarıyla.
- VI Geldpolitik am Scheideweg?(2013),BİZ Jahresbericht, [www.bis.org/publ/arpdf/ar2013\\_6\\_de.pdf](http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2013_6_de.pdf),11.11.2014 tarihi itibarıyla.
- Hoffmann,D., Unkonventionelle Geldpolitik, Welche Exitstrategien Stehen zur Verfügung? Masterarbeit, Basel,11 Januar 2010.
- Hungerland, W-F., Koller,C.,Pflügel,W.,Quitau,J.,Reichel, P.,Schimiedin ve H.,Schulz,C.,(2014) Im Bann der Geopolitik,Wirtschafts und Finanzmärkte, Herbst.
- İlling,G.(2011) Zentralbanken im Griff der Finanzmärkte, Umfassende Regulierung als Voraussetzung für eine effiziente Geldpolitik, Diskurs, Expertise im Auftrag der Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik der Friedrich-Ebert Stiftung,Bonn.
- Jordan, T.J.(2012) Geldpolitik in Krisenzeiten-Warum Zentralbanken miteinander reden, President des Direktoriums Schweizerische Nationalbank, Zurich.
- Naumer, HJ.,Nacken, D., Scheurer, S.,(2013) Internationale Geldpolitik in Zeiten finanzielle Repression: ein Paradigmenwechsel, Allianz, Impressum, Frankfurt am Main, [www.Allianzglobalinvestors.de](http://www.Allianzglobalinvestors.de), 01.11.2014 tarihi itibarıyla.
- Pozsar,Z.(2014) Shadow Banking: The Money View, Office of Financial Research, Working Paper July 2,2014, [zoltan.pozsart@treasury.gov](mailto:zoltan.pozsart@treasury.gov), 08.11.2014 tarihi itibarıyla.

Witterlauf,P.(2013) Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank: Sind die Risiken beherrschbar? Argumentation Kompakt,Hanns Seidel Stiftung, Ausgabe vom 12.April 2013-1/2013, [www.hss.de](http://www.hss.de), 10.10.2014 tarihi itibarıyla.

Zanetti, A.,(2014) Antizyklische Geldpolitik und Konjunktur: Möglichkeiten und Grenzen, Die Volkswirtschaft, das Magazin für Wirtschaftspolitik 3, [www.dievolkswirtschaft.ch/.../zanetti\\_8\\_10.pd...](http://www.dievolkswirtschaft.ch/.../zanetti_8_10.pd...),08.10.2014 tarihi itibarıyla.