

**Paper prepared for the**  
***EY International Congress on Economics II***  
**"EUROPE AND GLOBAL ECONOMIC REBALANCING"**  
**Ankara, November 5-6, 2015**



Gazi University – Department of Economics



**EKONOMİK YAKLAŞIM**  
Quarterly Peer-Reviewed Scientific Journal  
Department of Economics - Gazi University

**2008 Küresel Sistemik Finansal Krizinde FED ve ECB'nin**  
**Para Politikaları**  
**[Monetary Policies Of FED And ECB During 2008 Global**  
**Systemic Crisis]**

İşcan İ.H.<sup>1</sup>

1 Bilecik Şeyh Edebali Üniversitesi, İktisat Bölümü, Bilecik, Türkiye

Corresponding author:  
ismailhakki.iscan@bilecik.edu.tr

## **2008 Küresel Sistemik Finansal Krizinde FED ve ECB'nin Para Politikaları**

İşcan, İ.H.

### **Özet**

2007 yılının ikinci altı aylık döneminden itibaren kendini hissettiren ve 2008 yılında ABD gayrimenkul piyasasında kredi geri ödemelerinde yaşanan olumsuzluklarla patlak veren sistemik finans krizi, 2009 yılında, ABD dışında diğer ülke ekonomilerini de etkisi altına almaya başlamıştır. 2011 yılından itibaren ise Avrupa Birliği (AB) ülkelerinde hissedilmeye başlanan kriz ve krize yönelik önleyici/iyileştirici politikaların etkileri hala devam etmektedir. Bu çalışma sistemik finans krizini iki merkez bankasının yürüttüğü para politikaları çerçevesinde incelemektedir. Amerikan Merkez Bankası (FED) ve Avrupa Merkez Bankası (ECB), krize yönelik aldıkları politikalarla dünya ekonomi gündemini belirlemekte ve adeta yönlendirmektedir. Krizin hemen başlangıcından itibaren niceliksel gevşeme (QE) politikaları ile aylık 85 milyar dolar gibi yüksek bir miktar ile piyasadan tahvil alım programı yürüten FED'in, bu programı sonlandırmaya başladığı yıllarda ECB'nin böyle bir programı yürütüp yürütmeyeceği hala tartışılıyordu. Parasal piyasalardaki dalgalanmalar ile enflasyon korkusu ECB'nin para politikalarına yön veren temel endişeler olduğu halde, FED için bu endişelere reel piyasalardaki olumsuzluklar ve işsizlik unsurunun da eklendiği görülmektedir. Krizin her iki bölge ekonomilerini farklı şekillerde etkilemesi yanında FED ve ECB'nin krizlere karşı aldığı tedbirlerde görülen anlayış farklılığı bu çalışmanın ortaya çıkarmaya çalışacağı en önemli husustur.

*Anahtar Kelimeler: FED, ECB, Kriz, Para Politikası.*

*JEL Sınıflaması: E52, E58, E50, E44*

### ***Monetary Policies of FED and ECB During 2008 Global Systemic Crisis***

#### ***Abstract***

*Systemic financial crisis which had been felt since the second half of 2007 and outburst in 2008 with problems experienced in real estate market in the USA, started to influence other economies in 2009. Effects of preventive/ remedial policies of the crisis which began to be felt in EU since 2011 still continue. This study analyzes systemic financial crisis with the framework of monetary policies of two central banks. Federal Reserve Banks (FED) and European Central Bank (ECB) set and direct the world economy agenda with their policies. When FED which executed bond purchase program from the market with a huge amount of 85 billion dollars monthly with quantitative easing policies (QE) from the very beginning of the crisis started to end this program it was still discussed whether ECB would execute such a program. While basic concerns that directed monetary policies of ECB were fluctuations in monetary markets and fear of inflation, for FED problems in real markets and unemployment were added to these*

*concerns. The most important matter of this study is the insight difference of FED and FCB through the measures they took towards the crisis together with the fact that the crisis influenced both region countries in a different way.*

*Keywords: FED, ECB, Crisis, Monetary Policies.*

*JEL classification: E52, E58, E50, E44.*

## **1. GİRİŞ**

1987-2006 yılları arası Amerikan Merkez Bankası (FED) Başkanlığı görevini yürütmüş Alan Greenspan, mali krizlerinin hepsinin birbirinden farklı ancak ortak tek kaynağının, uzun süreli refah dönemleri söz konusu olduğunda bu durumun daima süreceğine inanan insanoğlunun değiştirilemez doğası olduğunu ifade etmektedir. Greenspan'a göre krizlerin çıkış nedenlerinin insan doğası hariç hiçbir ortak tarafı olmadığı için hiçbirini birbirine benzemeyecektir (BBC, 2009). İnsan davranışlarına dayalı kriz açıklamaları görece geçerliliği tartışılrsa da literatürde daha çok krizlerin hangi uluslararası bileşenlerle irtibatlı olduğu araştırılmaya ve tespit edilemeye çalışılmaktadır.

1980'li yıllarla birlikte yaşanan yeni küreselleşme dalgası; (i) uluslararası mal ve hizmet ticaretine dayalı büyüme stratejileri, (ii) para ve sermaye piyasalarına yönelik liberalizasyon uygulamaları ve (iii) teknolojiye yaşanan sürekli ve hızlı gelişme sayesinde ülke ekonomilerini birbirlerine daha bağımlı hale getirmiştir. Ancak uluslararası düzeyde oluşan bu yeni siyasi ve ekonomik yapı, gelişmekte olan ülkeler için uyum sorunlarını gündeme getirerek 1990'lı yıllarda bu bölge ve ülkelerde birçok finansal krizin yaşanmasına neden olmuştur. Son olarak ABD konut piyasasında düşük gelirli ancak yüksek geri ödeme riski taşıyan kesime yönelik 2000-2005 yılları arasında sürdürülen yoğun kredi kullandırma politikası, FED faizlerindeki yükselişi takip eden konut piyasalarındaki fiyat azalışları sayesinde iflas etmiş, kullanılan kredilerin geri ödenmesinde yaşanan sıkıntılarla baş gösteren finansal kriz, 2007 yılı ikinci yarısından başlamak üzere, diğer dünya ekonomilerini etkilemiş ve bulaşmıştır.

Bu dönemde finansal piyasalarda gözetilen serbestleşme ve denetimsizlik, dünya ekonomisinde finansal küreselleşmenin önünü açan etkiler sağlamış ve kapitalizmdeki kriz yaratıcı mekanizmayı da tetikleyici bir rol üstlenmiştir. Dolayısıyla bu çalışmaya konu olan ABD konut piyasasında yaşanan krizin, literatürde ortak kanı olarak ifade edilen en güçlü sebepleri; (i) 1980'li yıllarla birlikte, başta ABD olmak üzere pek çok ülkenin finansal piyasalardaki denetimsizlikleri ve hukuksal/kurumsal düzenleme eksiklikleri ile oluşan kural dışı uygulamalar, (ii) dünya ekonomisinde ülkeler/piyasalar arasında oluşan bağımlılığın bir yansıması olarak özellikle ABD finans piyasalarının türettiği, aşırı risk üstlenmeyi normalleştiren/yaygınlaştıran yeni türev ürünlerinin yaygınlaşması olarak gösterilebilir.

En son yaşanan sistemik kriz merkez bankalarının, hem herhangi bir kriz anında finansal piyasalara kredi akışını sağlamak adına bu piyasaların kendisine olan bağımlılığını ve hem de

finansal krizlerin ilk çıkışı olarak görülen finansal balonların oluşmasını sağlayan finansal büyümenin merkezi olduğunu ortaya çıkarmıştır. Dolayısıyla merkez bankalarının teorik olarak ele alınışı, konu hakkında yapılan çalışmaların fiili uygulamalardan daha çok ideale odaklanma eğilimlerini yani normatif niteliklerini ortaya koyarken aynı zamanda ne kadar kötü yönetilirse yönetilsin merkezileştirilmiş bir parasal kontrolün yokluğunda meydana gelebilecek yapay bir ekonomik büyüme ve çok sert finansal çöküşlerin sınırlandırılmasında etkili olabilecekleri varsayımını yansıtır (Selgin, 2010: 485). Çalışmada ikinci bölümde dünyada merkez bankacılığı ve kısa tarihi ele alınacak, ardından 2008 sistemik finans krizinin oluşumu FED politikaları bağlamında incelenecek ve izleyen nihai bölümde ise krize karşı FED ve ECB politikaları ele alınarak farklılaşmış politik eğilimlerinin tespitine çalışılacaktır.

## **2. MERKEZ BANKACILIĞI VE KISA TARİHİ**

### **2.1. Farklı Politik Eğilimlerle Merkez Bankacılığı**

Merkez bankacılığı ilk kurulduğu dönemlerde birincil işlevi, hükümetin bankası olarak hareket etmek iken bugün bu fonksiyon önemli ölçüde değişmiştir. Broz (1998), askeri harcamaların finansmanın ilk dönem merkez bankacılığının kurulmasında ana etken olduğunu tespit etmektedir. Günümüz merkez bankacılığı, fiyat ve finansal istikrarın sağlanması adına belki de en fazla “*faiz politikası*” olarak adlandırılan politik araçla; çeşitli faiz enstrümanlarıyla piyasa faiz oranını etkileyerek makroekonomik değişkenlerin ekonominin temellerine göre oluşmasını sağlamayı hedefleyen bir anlayışa sahiptir. Faiz politikası enstrümanı yanında kullanılan, “*karşılıklar politikası*” ile “*açık piyasa işlemleri*” gibi doğrudan ve dolaylı politik araçlar da söz konusudur. Bu durum, modern manada ilk merkez bankasının kurulduğu 17. Yüzyıldan günümüze önemli bir değişim sürecinin de belirleyicisidir. Farklı zamanlarda farklı fonksiyon ve görev tanımları yapılsa da merkez bankalarının asli görevi, paranın değerini, yurtiçi alım gücünün korunmasını sağlayarak iç piyasalarda ve yabancı paralar karşısında değerinin korunmasını sağlayarak da dış piyasalarda muhafazadır.

Genel olarak bir ekonomide para ve maliye politikaları ile gerçekleştirilmeye çalışılan belli başlı hedefler; (i) kaynaklar açısından tam kullanım, (ii) fiyat istikrarının sağlanması ve korunması, (iii) ödemeler dengesinde istikrar ve (iv) sürekli ve hızlı bir büyümedir (Rose, 1994: 26). Şüphesiz, bu dört temel hedef dışında, finansal piyasalarda, döviz piyasalarında ve faiz oranlarında istikrarın sağlanması, gelir, servet ve faktör dağılımlarını düzeltmek gibi çeşitli ve başkaca hedefler belirtmek de mümkündür. Merkez bankaları, para politikası uygulamalarından sorumlu kurumlar olarak temel para politikası hedeflerini ve bu hedeflere ulaşmak için uygulanacak stratejileri belirler. Stratejiler için seçilecek para politikası araçları ve operasyonel alt yapıları; aslında merkez bankası uygulamaları açısından ülkesel farklılıkları ortaya koyan temel mekanizmalardır. Zira bu faktörler, ülkelerin ekonomik ve finansal yapılarından bağımsız olamazlar.

Diğer taraftan çok net olmamakla birlikte merkez bankaları kuruldukları tarihten günümüze dünya ekonomisinde değişen konjonktür ve koşullara göre de farklı politikalar

içerisinde olmuşlardır. Örneğin, altın standardı döneminde merkez bankaları liberal ve piyasa yanlısı tutumları ile ulusal paranın konvertibilitesini sağlayan kurumlar olmuşlardır. Bu dönem, ekonomi politikalarının çerçevesini genelde maliye politikalarının belirlediği, para politikasının ise destekleyici bir fonksiyon işlevi olarak görüldüğü bir dönem olma özelliğindedir. 1970'lerde dünya ekonomisinde baş gösteren stagflasyon krizleriyle ülkeler, ulusal paralarının değer ilişkilerini düzenleyen bir arayış içerisine girerken enflasyonla mücadele ön plana çıkmış, bu konjonktürde merkez bankalarının bağımsızlığı ve özerkliği tartışmaları, merkez bankalarının farklı bir kurumsal statü içerisinde değerlendirildiği bir dönemin başlamasına neden olmuştur. Zira bu dönemde merkez bankalarının ekonomik hedeflerin bütününe dikkate alan yaklaşımları, para politikasını etkisizleştirmiş, büyümeye olan beklenen katkının sağlanamaması bir yana bu yaklaşımın ekonomide enflasyonist bir sonuca neden olduğu görülmüştür. Ayrıca bu yıllarda Bretton Woods Sisteminin yaklaşık 25-30 yıllık uygulama sonuçlarından belki en önemlisi aşırı enflasyon sorununun gündeme gelmesi ve 1973-74 e 1978-79 yıllarında yaşanan petrol krizleri, ekonomideki istikrarın fiyat istikrarına bağlı olduğu ve çok daha önemlisi fiyat istikrarının günlük politikalara bırakılmayacak kadar önemli bir konu olduğu görüşü, hem teorisyenler ve uygulayıcılar tarafından kabul edilmiştir.<sup>1</sup> Dolayısıyla bu dönemle birlikte merkez bankaları fiyat istikrarının sağlanmasından sorumlu olarak görülmeye başlanmıştır.

Son yirmi yıl içerisinde ise merkez bankalarının politik tercihleri konusunda sürekli yeni yorumlar ortaya çıkmıştır. Günümüzde merkez bankalarının hızlı bir ekonomik büyüme tecrübesiyle düşük enflasyon şeklinde kayda değer başarıların yaşandığı bir dönemden geçmekteyiz (Mishkin, 2014:39). Son dönemde para politikası ve merkez bankası uygulamalarının temelindeki teorik yaklaşımlar ve fikirler, aynı yönde hareket etmeye başlamış, enflasyon hedeflemesine dayalı para politikası, şeffaflık ve merkez bankalarının bağımsızlığı kavram ve stratejileri giderek yaygınlaşmıştır.

Merkez bankalarının yukarıda sayılan ekonomik hedeflere ulaşılmasında üstleneceği görevler konusunda farklı politik uygulamalara rağmen temel politikanın "*fiyat istikrarı*" olması gerektiği, 1970'li yıllardan günümüze yaşanan tecrübelerden çıkan en önemli sonuçtur. Enflasyon, merkez bankalarının sorumluluk alanına girmiş ve merkez bankalarının kurumsal yapıları ve para politikası tasarımları, enflasyonu düşük seviyelere indirmeye ve bu seviyelerde kalmasına, başka bir ifadeyle fiyat istikrarını sağlamaya yönelik olmuştur (TCMB, 2013:14). Günümüz merkez bankacılığı anlayışı, fiyat istikrarının sağlanması ile ekonominin diğer

---

<sup>1</sup> Fiyat istikrarı genel bir tanımlamayla, insanların yatırım, tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranını ifade eder. Bugün için gelişmiş ülkelerde %1-3 arasındaki enflasyon oranlarının düşük enflasyon oranı olarak kabul edildiğini görmekteyiz (TCMB, 2013:8). Fiyat istikrarı, düşük oranlı bir enflasyonu ifade ettiği gibi bu oranın sürdürülebilir olmasını da kapsar. Diğer bir deyişle, enflasyon ve deflasyonun olmadığı bir ekonomide, ortalama olarak fiyatların artmadığı veya azalmadığı, yani zaman içinde istikrarını koruduğu takdirde, fiyat istikrarının bulunduğu söylenebilir. Örneğin, 100 Euro ile bir veya iki yıl önce olduğu gibi aynı mal sepeti satın alınabiliyorsa, bu durum, bir mutlak fiyat istikrarı durumu olarak adlandırılır. (ECB, 2014:24).

hedeflere ulaşılmasında en büyük katkıının sağlanmış olacağı yönündedir. Bu noktada merkez bankalarının *tek politik araçla tek politik hedefin gerçekleştirilmesi* olarak özetlenecek *Tinburgen Kuralını* da hatırlatmakta fayda var. Modern merkez bankacılığı anlayışında fiyat istikrarı hedefi, diğer başkaca hedeflerle çatışmadığı sürece muteber sayılır. Yani diğer hedeflerin merkez bankasının fiyat istikrarı hedefini gerçekleştirmesinde engel olması durumunda bu hedefler için fiyat istikrarından ödün verilmez. Avrupa Merkez Bankası (ECB)'nin uygulamaları, bu kural için güncel ve önemli bir örnektir. Fiyat istikrarının korunmasını sağlayan bir merkez bankası, ekonomide daha yüksek yaşam standardı ile istikrarlı ve geniş ekonomik faaliyet ve istihdam düzeyini sağlama gibi daha büyük ekonomik hedeflere ulaşılmasına katkıda bulunacaktır. Bu sonuç, enflasyonun daha düşük seyrettiği ekonomilerin uzun vadede ortalama olarak reel bazda daha hızlı büyüdüklerini gösteren ekonomik bulgularla da desteklenmektedir (ECB, 2014:33).

## **2.2. Merkez Bankacılığı Kısa Tarihi**

Merkez bankalarının ortaya çıkışında etkili olan temel nitelik, özellikle savaşlar nedeniyle kamu harcamalarını karşılamak adına ancak devletten bağımsız, bir metaya (altın veya gümüş) çevrilebilir banknotlar ihraç edecek olan güvenilir kuruluşlara olan ihtiyaçtır. Örneğin Osmanlı Devleti zamanında hükümet 1854 Kırım Savaşı esnasında yurtdışından ilk kez borçlanmış, bu borçlanma ile Osmanlı Hükümeti ve Avrupa ülkeleri arasında dış borçların ödenmesi konusunda aracılık görevi üstlenecek bir devlet bankasına ihtiyaç duyulmuş, bunun üzerine 1856 yılında merkezi Londra'da bulunan İngiliz sermayeli Bank-ı Osmanî (Ottoman Bank) kurulmuştur. Bu banka daha sonra İngiliz-Fransız ortaklığı ile yeniden örgütlenerek Osmanlı Bankası (Bank-ı Osmanî-i Şahane) adını alacaktır (TCMB, 2011:2-3). İngiltere Bankası (The Bank of England), Fransa ile *Dokuz Yıl Savaşları*'nın finansmanını sağlamak üzere, Fransa Bankası Napolyon'un finans desteği sağlamak üzere Fransız hükümeti menkul kıymetlerinin satın alımı için ve Almanya'nın Reichsbank'ı ise siyasi birliğinin sağlanması ile her bir Alman prenslikteki bankalara (33 banka) tanınan banknot ihraç etme yetkisinin devri ile oluşturulduğu bilinmektedir.

Bank of Amsterdam, 1609 yılında ilk kez bir kamu bankası olarak kurulan ve merkez bankacılığı yolunda atılmış önemli bir adım olarak kabul edilir (Quinn ve Roberts, 2006:1). Banknot ihraç eden ilk bankalara ise 1661 yılında "*Stockholm Banks*" ile rastlanırken 1668 yılında İsveç Devlet Bankası (*Sveriges Riksbank*) ilk defa merkez bankası niteliği ile piyasaya para sürmüştür. Riksbank'ın öncülü, Hollandalı işadamı Johan Palmstruch tarafından 1656'da kurulan "*Stockholms Banco*" dur. Bankanın kısa zamanda iflası ile birlikte Palmstruch'ın banka yönetme ayrıcalığı İsveç'te kurulan ve dünyanın ilk merkez bankası olarak da bilinen bu bankaya devredilmiştir (Riksbank, 2015).

Her ne kadar ilk merkez bankaları başlangıçta yalnızca kendi himayeci hükümetlerinin bankacılık işlemlerinin, örneğin mevduat ve borçlarını yönetmek ve özellikle kısa vadeli kredi ihtiyaçlarını temin etmek gibi bir tekelin sahibi olmak şeklinde kamusal niteliği ön plana çıkan

bir yapı oluşturmalarına rağmen, para basma haklarını sınırlı da olsa diğer bankalarla paylaştıkları söylenebilir.

Yine başlangıçta merkez bankalarının, kârı azamileştirmeye çalışan ve toplumsal çıkarlardan çok yalnızca kendi ortaklarının çıkarları doğrultusunda hareket eden özel bir ticari banka şeklinde ifade edilebilecek bir yönetim anlayışına sahip oldukları da söylenebilir. Ticari niteliği ön planda olan merkez bankaları ilk dönemlerinde %100 meta karşılığı ihraç edilecek olan banknotların herhangi bir kâr sağlamayacağı düşüncesi ile karşılık oranını düşürerek kârlılığı arttırma olanağı aramışlardır. Aslında devletin bu bankalara güvence vermesi de sistemin bu yönde sağlıklı işlemesi ile ilgilidir. Devletler, rekabetin getireceği riskli işlemleri minimize etmek amacıyla tek bir bankaya banknot çıkarma hakkı vermişler, bunun karşılığında sabit faizli devlet tahvili satarak bankadan yüklü miktarda kredi temini ile bankanın kendi ticari çıkarları için ekonomide fiyat istikrarını sağlamasını adeta zorunlu hale getirmişlerdir.

Bu bankalara tanınan kamusal ayrıcalıkların onları toplumsal menfaatleri ön plana çıkaran ve genel ekonomik istikrarı sağlamayı mecbur kılmaya iten yönetim anlayışına dönüşmesi, ancak yaşanacak birçok finansal kriz sonrası gerçekleşecektir (Selgin, 2010: 486).

Literatürde -ders kitapları haricinde- merkez bankası teriminin tanımlanmasında bir sorun olduğu gözlenmektedir. Enflasyonla mücadele, finansal piyasalarda istikrar, iktisadi dalgalanmaları önlemede etkili olma ve hükümetlerin son kredi mercii şeklinde ifade edilebilecek olan işlevlerle yüklü bir tanımlama, birçok merkez bankasının fiili eylemleri ile tutarsızlık gösterebilmektedir. Zaman ve ülke farklılığı gözetilmeksizin merkez bankası tanımlanmasında belirtilecek ortak temel özelliğin, dolaşımda bulunan kâğıt paranın basımı ile ilgili ulusal tekel hakkının sahipliliği olduğu söylenebilir. Merkez bankası banknotların ve banka rezervlerinin tek ihraççısı, yani teknik olarak "*parasal tabanın*" tekelci tedarikçisi olduğu için para piyasası şartlarını etkileme ve kısa vadeli faiz oranlarını yönlendirme olanağına sahiptir.

Bu türde bir tanımsal problematik, modern manada ilk merkez bankası unvanını taşıyan İngiltere Merkez Bankasının (Bank of England-BOE) 1694 yılında kurulması ile daha anlaşılır bir hal almıştır. Zira BOE'nin modern manada ilk merkez bankası olması onun finansal kriz dönemlerinde ilk defa diğer finans kurumlarını son kredi mercii olarak kurtarma görevini 1870 yılında üstlenmesi ile ilgilidir.<sup>2</sup> Merkez bankacılığının modern manada ortaya çıkmasını sağlayan diğer iki etken ise, bu bankaların devletin bankaları olması ve banknot ihraç etme tekeline sahip olması ile ilgilidir. Merkez bankacılığı tarihinde 1950 yılına kadar 59 merkez

---

<sup>2</sup> Aslında para basma imtiyazlarının tek bir bankada toplanması ortaya çıkan çeşitli finansal krizlerin de önemli bir nedeni olarak görülebilir. BOE, 1857 ve 1866 krizleri süresince de son kredi mercii olma rolünü gayri-resmi ve gönülsüz olarak yerine getirmiştir. BOE bunu yaparken yoğun kamu baskısı altında nakit sıkıntısı tehdidi altında bulunan diğer bankaların bu sorunlarına çözüm bulmak amacıyla hareket etmiştir. Dolayısıyla kriz süreci, kamusal nitelikli bu bankaları nihai kredi mercii olarak finansal bir işlev görmeye zorlarken aynı zamanda onlara para basımı ile ilgili tekel imtiyazlarını güçlendirmek ve zenginleştirmek için sonrasında bir gerekçe de sağlamıştır. (Selgin, 2010: 491-493).

bankasının var olduğu, 1990'lı yıllara kadar gelinen süreçte ise bu sayının 161'e çıktığı görülmektedir (Capie vd., 1994: 5-6). 1998'de ECB'nin kurulması ile birlikte bu sayı 173'e yükselmiştir (Pollard, 2003, 11).

Devlet bankası olarak 1900 yılından önce kurulan merkez bankaları, hem banknot ihracında monopoller hem de 1870 yılından itibaren de son borç verme mercii olarak görevlerini yerine getirmeye başlamışlardır. Tarihsel olarak çeşitli ülkelerde kurulan merkez bankaları, Tablo 1'de gösterilmektedir.

**Tablo 1:** 1900 Yılı Öncesi Merkez Bankaları Kurumları

Merkez Bankaları	Kuruluş Tarihleri	Banknot İhraç Etme Tekeli Elde Ediliş Tarihi	Son Kredi Mercii Olma Tarihleri
Sverige Riksbank	1668	1897	1890
Bank of England	1694	1844	1870
Banque de France	1800	1848	1880
Bank of Finland	1811	1886	1890
Nederlandsche Bank	1814	1863	1870
Austrian National Bank	1816	1816	1870
Norges Bank	1816	1818	1890
Danmarks Nationalbank	1818	1818	1880
Banco de Portugal	1846	1888	1870
Belgian National Bank	1850	1850	1850
Banco de Espana	1874	1874	1910
Reichsbank	1876	1876	1880
Bank of Japan	1882	1883	1880
Banca D' Italia	1893	1926	1880

**Kaynak:** Capie vd., 1994: 6.

Alman Merkez Bankasının 19. yüzyılın sonlarında altın standardına geçmeye karar vermesinin ve pek çok ülkenin bunu takip etmesinin ardından altın, etkin ve istikrarlı bir ödeme sisteminin oluşmasını sağlamış ve merkez bankaları sadece altın rezervleri karşılığında para basmaya başlamışlardır. Bu dönemde para politikası araçları kullanılmaya başlanmış olmasına rağmen dönemin merkez bankalarının etkinliği ancak paranın altına çevrilebilirliğini garanti altına almakla sınırlıdır.

Aslında 1873 yılı, merkez bankacılığı tarihinde şu üç ana nedenden dolayı doğal bir ayırım çizgisini temsil eder (Capie vd., 1994: 10). (i) Altın standardı birçok sanayileşmiş ülke için geçerli temel döviz kuru rejimi haline gelmiştir. Almanya ile birlikte Hollanda ve birkaç İskandinav ülkesi resmen altın standardını bu tarihte kabul etmiştir. (ii) Bu yıl birçok ülkede kriz yılı olmuş, dünya ekonomisinde 1890'lara kadar süren uzun bir deflasyonist eğilim baş göstermiştir. (iii) Yazındaki gelişmelerde ise Thornton (1939) gibi o zamana kadar parasal konularda önemi ve ağırlığı olan iktisatçıların yerini, merkez bankacılığının sistemik istikrarın korunması ve bulaşıcı finansal panikleri önlemek için kısa dönemli kâr maksimizasyonu ile



ilgili olmaması gerektiğini, merkez bankacılığının bir bütün olarak finansal sistemin uzun vadeli çıkarları ile ilgilenmesi gerektiğini savunan, Bagehot (1873) gibi iktisatçılar almıştır.

Altın standardına bağlı merkez bankacılığı yapısı, 1914 yılında Birinci Dünya Savaşı'nın başlamasına kadar devam etmiş, savaşla birlikte altın asıl olarak ödemeler dengesi finansmanında kullanılmaya başlanmıştır. Merkez bankalarının yarattıkları paranın altın karşılığı imkânının kalmaması, altın standardının -tekrar dönülmek istense de- 1936 yılında tamamen terkedilmesi ile sonuçlanmıştır. Bunda yüksek enflasyonun, ülkelerin para birimleri arasında yeni bir eşitlemenin sağlanmasında yaratacağı siyasi ve ekonomik güçlüğü ve savaş sonrası dönemin gerektirdiği yüksek devlet harcamalarının güvenilir bir altın standardı uygulamasını imkânsız kılmasının payı büyüktür. Dönemin iki önemli özelliği; Avrupa ülkeleri için (Almanya, Macaristan ve Avusturya gibi) ABD'den oldukça yüksek seyreden enflasyon rakamları ve savaşın en önemli finansörü ABD'nin bu sayede dünya altın stokunun önemli bir kısmını ülkesine çekmesidir. Bunlar ABD'yi ve doları, FED'in yürüttüğü parasal politikalarla birlikte İkinci Dünya Savaşı sonrası ve hatta günümüze değin dünya ekonomisinde lider duruma getirecek temel faktörler arasındadır.

Döviz ve sermaye hareketlerine getirilen kontrollerle birlikte dünya ekonomisinde liberal uygulamalar böylelikle sona ermiştir. Savaş nedeniyle artan kamu harcamalarının merkez bankaları tarafından parasallaştırılması, birçok ülkede hiperenflasyonlara neden olmuş, parasallaştırma ile yüksek enflasyon arasında kurulan ilişki, hükümetlerin kendi merkez bankalarını kurmaları ile sonuçlanmıştır.

1922 yılında Cenova'da düzenlenen Cenova Konferansı'nın önemli bir yansıması, üye ülkelerde merkez bankası kurulmasına ve merkez bankalarının siyasi baskı ve kontrolden uzak tutulmasına, diğer bir ifadeyle merkez bankası bağımsızlığının hayata geçirilmesine karar verilmesi olmuştur. (TCMB, 2012: 5). Birinci Dünya Savaşı sonrası dönemde Merkez bankaları arasında işbirliğinin artırılması ile merkez bankacılığının temel esaslarında bir uzlaşma sağlanmaya çalışıldığı görülmektedir. Hatta bu tarz yapının temelleri, dönemin İngiltere Merkez Bankası Başkanı Montagu Norman tarafından atılmış, merkez bankacılığının dört temel ilkesi şu şekilde tespit edilmiştir: (i) Merkez bankalarının bağımsızlığı, (ii) Merkez bankalarının özel bankalardan ayrışması, (iii) Merkez bankalarının banka ve bankacılık sisteminin gözetimi, (iv) Merkez bankaları arasında işbirliğinin sağlanması ve geliştirilmesi (Péteri, 1992: 235).

Merkez bankaları 1929 yılında başlayan Büyük Buhranın ardından güvenilirliklerini bağımsızlıklarını büyük ölçüde kaybetmişlerdir. Ticarete korumacılığın ve devlet müdahalelerinin yaygınlaştığı bu dönemde birçok Avrupa ülkesi paralarını devalüe ederek kur savaşlarından galip çıkmaya çalışmıştır. Ülkeler arasında parasal politikadaki koordinasyonun yitirildiği bu dönemde hükümetlerin merkez bankaları üzerindeki etkinlikleri artmış ve para politikaları ülkelerin hazine birimleri tarafından yürütülmeye başlanmıştır. Altın standardından kopuşun beklenen bir sonucu olarak artık merkez bankaları altın karşılığı olmaksızın, paranın iç ve dış değeri dikkate alınarak ve tamamen hükümetin ekonomi politikalarına göre şekillenen bir yönetim anlayışı ile para basmaktadırlar. O kadarki bu dönemde merkez bankalarının ortaklık ve yönetim şekli de geniş ölçüde devlet katılımının

sağlandığı bir yapıya dönüşmüştür. Savaş ve sonrası dönemde merkez bankalarının giderek ulusallaştığı ve merkezi hükümetlerin emri altına girdiklerini söylemek abartılı olmayacaktır. FED'in bile bankadaki ortaklık yapısında özel hisse oranı, hazinenin hâkimiyet oranının altına gerilemiştir. Bu dönemde merkez bankası sermayesinin %100 oranda devlet elinde toplandığı ülkeler arasında Danimarka, Yeni Zelanda, Fransa İngiltere, Hollanda, Belçika ve Hindistan merkez bankalarını saymak mümkündür (Capie vd., 1994: 22-23).

İkinci Dünya Savaşı süresince merkez bankalarının yürüttükleri parasal politika, temelde faiz oranları ile değil, doğrudan kredi kontrolleri aracılığı ile gerçekleşmiştir. Faiz oranları bu dönemde ya düşük ya da sabit düzeyde tutulmuştur (Capie vd., 1994: 25). Savaş sonrası (1939-1945) dönemde özellikle Avrupa merkez bankalarının, savaşın olumsuz etkilerinin giderilmesine yönelik yeniden yapılanma çalışmalarına katkıları, enflasyona yönelik Ortodoks politikalarla yürütülen mücadeleleri ve merkez bankası bağımsızlığı konusunda yasal mevzuatla ilgili çalışmaları, bu bölgede saygınlıklarının yeniden kazanılması konusunda yardımcı olmuştur. Ancak Uluslararası ekonomik sistemi yeniden yapılandırmak amacıyla 1946 yılında uygulanmaya başlanan Bretton Woods sisteminde döviz kurları, hükümetler tarafından belirlenmiş ve merkez bankaları, hükümetler açısından piyasadaki likiditeyi yöneten ve uluslararası parasal konularda kendilerine danışmanlık yapan kurumlar haline getirilmişlerdir. 1950'li ve 1960'lı yıllarda ise asli görevleri haricinde ekonomik kalkınmaya yönelik destek olma görevinin verilmesiyle merkez bankalarının bağımsız hareket etmeleri adeta imkânsızlaşmıştır.

Bilindiği gibi bu dönemde Keynezyen -talep yönlü- politikalar etkinlik kazanmış, para politikaları da aynı yönde geliştirilmiştir. Bu dönem merkez bankacılığı, yazındaki gelişmelerle birlikte değerlendirilmelidir. Ancak öncelikle şunu belirtmek gerekir ki; Savaş sonrası dönemde merkez bankacılığında parasal hedeflere, tam istihdam ve büyüme gibi reel ekonomiye yönelik hedefler de eklenmiştir. Ekonomi yönetiminde maliye politikalarının ön plana çıktığı bu dönemde pratikte merkez bankaları hazinenin bir alt birimi haline getirilmiştir. Bu dönem parasal politikardan, kredi, faiz ve sermaye ihraç kontrolleri, zorunlu karşılık oranları ile bulundurulması zorunlu tutulan devlet iç borçlanma senetleri gibi doğrudan araçlar kullanılmıştır (Capie vd., 1994: 24-25).

Dönemin literatürdeki gelişmelerden belki en önemlisi A. William Phillips'in (1958), İngiltere'de 1861-1957 yılları arasında gerçekleşen enflasyon ile işsizlik verilerini kullanarak elde ettiği ve yazında "*Phillips Eğrileri*" olarak bilinen, enflasyonla işsizlik arasındaki ters yönlü ilişki üzerine kurulu yaklaşımıdır. Yaklaşım, uygulanan politikalarda enflasyon ve işsizlik arasında tercih yapılması gerektiği düşüncesini gündeme getirmiştir. Buna göre ülkeler, kısa vadeli enflasyonist artışları göz ardı ederek yüksek işsizlikle mücadele edebileceklerdir. 1960'lı yıllarda popülerleşen görüş sayesinde yüksek işsizlikle mücadele uğruna enflasyona aldırılmayan kısa vadeli parasal politikaların yaygınlaştığı görülmektedir. Bu tür genişletici parasal politikalar nedeniyle ki Sistemin 1970'li yıllarda çöküşünü getiren faktörlerden birisi de ekonomilerdeki yüksek düzeyli enflasyondur. Literatürde 1950'li yıllarda para talebi, para ve maliye politikalarının etkinliği tartışmaları yaşanırken, 1960'lı yıllarda parasal büyüklüklerin

kontrol edilebilirliği, 1970'li yıllarda ise yüksek düzeyli enflasyon, stagflasyon ve Phillips Eğrileri üzerine eleştirel tartışmaların yoğunlaştığını söyleyebiliriz.

Aslında 1950'li yıllardan başlamak üzere Neo-Klasik yaklaşım, Keynezyen politikaları yoğun bir şekilde eleştirmektedir. Ancak bu dönem, kapitalizmin altın çağları olarak da ifade edilen ve dünya ekonomisinde başta büyüme olmak üzere birçok makro ekonomik göstergenin olumlu seyrettiği bir dönemdir. Eleştiriler, ancak sistemin tıkandığı ve sorun ürettiği dönemde sesini duyurmayı başarabilmiştir. 1950 ve 1960'lı yıllarda Keynezyen politikalara karşı şiddetli eleştiriler yapan Milton Friedman ve yakın çevresi iktisatçılar eleştiri ve alternatif görüşlerini ancak, 1970'li yıllarda ortaya çıkan stagflasyon krizinin Keynezyen politikalarla çözümlenememesi dolayısıyla duyurabilmişlerdir. Yüksek işsizlik sorununu ortadan kaldırmak için genişletici parasal politikalar izleyen ülkeler, işsizliği beklediği gibi düşürememişler aksine aşırı yüksek enflasyonla karşı karşıya kalmışlardır.

Friedman ve Monetarizm, enflasyonun istihdamı artırıcı etkisi olduğu tezine karşı çıkararak parasal genişlemeci politikaların uzun vadede ne istihdamı, ne de ekonomik büyümeyi olumlu etkilediğini ileri sürmüştür. Buna göre parasal değişkenlerdeki değişiklikler kısa dönemde istihdam ve reel faiz oranı gibi reel değişkenleri değiştirse bile uzun vadede tümü denge durumuna geri dönecek ve değişen sadece nominal değişkenler yani fiyatlar olacaktır (Friedman, 1975: 21). Enflasyonu kamu kesiminin, (i) kamu gelirlerini arttırmak, (ii) işsizliğin önlenmesi ve istihdam artışı sağlamak ve (iii) gelir dağılımını etkileyerek yatırım artışını etkilemek şeklinde sıralanabilecek kazançların geçici ve kısa vadeli olacağını savunan Friedman, uzun dönemde toplumsal maliyetin çok daha fazla olacağını savunmuştur (Friedman, 1971:846-847). Friedman'ın enflasyonun parasal bir olgu olduğu şeklinde sloganlaşan görüşleri, enflasyonla mücadelenin merkez bankalarının asli görevi olması gerektiği yönündeki fikirlerin temellerini oluşturmuştur. Bu dönemde merkez bankaları politika kararlarında, İkinci Dünya Savaşı sonrası dikkate aldıkları ekonomik büyüme ve istihdam artışı sağlama şeklinde sıralanan reel ekonomi ile ilgili amaçları asli görevlerinden çıkartmışlar ve fiyat istikrarına odaklanmışlardır.

Günümüz uygulamaları açısından önemini yitirmiş gibi görünse de Monetarist görüşleri, Rasyonel Beklentiler Teorisi, Yeni-Klasik İktisat ve Anayasal İktisat gibi çeşitli doktriner gelişmeler takip etmiştir. Bu gelişmeler 1980'li yıllardan sonra merkez bankacılığında; düşük enflasyon oranını sağlama ve devam ettirme hedefine bağlılık ve hükümetten bağımsız örgütlenme yapısı çok daha önemli ve öne çıkan nitelikler olarak karşımıza çıkmaktadır. Artık dünya ekonomisinde belirli büyüklüğe ve etkinliğe sahip ekonomilerde merkez bankacılığı, enflasyon ile ilgili verilen taahhütlerin yerine getirilmesinin temel şartının bağımsız merkez bankalarınca gerçekleştirileceği kanaati ile önemli bir değişim geçirmiştir. 1990'lı yıllarda merkez bankalarının istihdam ve ekonomik büyümeye en büyük katkılarının fiyat istikrarını sağlamak olacağı kabul görmüş ve fiyat istikrarı pek çok merkez bankası için temel hedef olarak benimsenmiştir. Bu doğrultuda pek çok merkez bankası bu yıllarda yasal bağımsızlığını kazanmıştır. Merkez bankası bağımsızlığı günümüzde merkez bankalarının kurumsal yapılarının en önemli unsurudur. Yine 1990'lı yıllardan günümüze, gelecek dönem enflasyon

beklentilerinin (yıllık 1,5 - 2 arası) merkez bankacılığında para politikasının yürütülmesinde merkezi bir rol oynadığını söylemek mümkündür (Capie vd., 1994: 35). Bu doğrultuda ilk kez Yeni Zelanda merkez bankası tarafından uygulanmaya başlanan “*enflasyon hedeflemesi*” rejiminin benimsendiğini söyleyebiliriz. Bu rejim çerçevesinde, merkez bankaları doğrudan enflasyonu hedeflemekte ve para politikası araçlarını enflasyon gerçekleştirmelerinin ilan edilen hedef seviyesinde olmasını sağlamak için kullanmaktadırlar (TCMB, 2012: 7). Para politikası araçları olarak da doğrudan müdahil araçlar yerine dolaylı ve piyasa mekanizmasına dayalı örneğin kısa vadeli faiz oranları gibi parasal araçların kullanıldığını görmek mümkündür.

Bugün ABD ekonomisine ait büyüme-düşük işsizlik, düşük enflasyon ve artan verimlilik performansında sözü geçen arz yanlı doktriner gelişmelerin payı büyüktür. Diğer yandan Avrupa Birliği (AB) Anlaşması olarak bilinen Maastricht Anlaşması kriterlerinin oluşumunda ise Monetarist görüşlerin ağırlıkta olduğunu söylemek mümkündür. ECB'nin fiyat istikrarı konulu son yayınında (ECB, 2014:36-37), enflasyonun nihayetinde parasal bir olgu olduğu vurgulanırken kısa vadede para piyasası faiz oranlarında merkez bankasının yaptığı bir değişikliğin, reel ekonomik değişkenlerdeki gelişmeleri bir miktar gecikmeyle etkileyeceği ifade edilmektedir. ECB, para politikasının fiyat gelişmelerini etkilemesinin genellikle uzun bir zaman alacağını ifade ederken, ekonomideki tüm ayarlamalar yapıldıktan sonra, merkez bankasının arz ettiği para miktarında meydana gelen bir değişikliğin ancak uzun vadede genel fiyat düzeyinde bir değişikliğe neden olacağını ve reel üretim veya işsizlik gibi reel değişkenlerde ise kalıcı değişikliklere sebep olmayacağını kabul etmektedir. ECB'ye göre ekonomide reel gelir ve istihdam düzeyi, genişlemeci para politikası ile değil temel olarak reel (arz yönlü ) faktörlerle (mal ve hizmet arzı, sermaye ve emek miktarı ve kalitesi, teknolojik ilerlemeler ve yapısal politikaların tasarımı) belirlenir.

Buradan Avrupa (Birliği) merkez bankacılığında hassasiyetin parasal ekonomiyle ilgili olduğunu, parasal ekonomideki dengenin sağlanması ve korunması görevinin Avrupa merkez bankacılığının temel esası olduğunu ifade edebiliriz. Diğer taraftan ABD ve FED'in parasal politikalarında ise parasal piyasalardaki dengesizliklerin önlenmesi ve giderilmesi kadar reel (arz) piyasalardaki dengenin de çok dikkatle takip edildiğini ve FED politikalarında fiyat istikrarı yanında reel piyasalardaki yapısal istikrarın iki temel amaç olarak yer aldığını söylemek mümkündür. 2008 sistemik finans krizi sonrası FED'in yürüttüğü genişletici parasal politikalarda (QE) dikkatle takip edilen iki temel kriter, enflasyon ve işsizlik oranlarıdır.

### **3. FED'İN PARASAL POLİTİKALARI VE 2008 SİSTEMİK FİNANS KRİZİNİN OLUŞUMU**

2007 yılının ikinci yarısında başlayan sistemik finansal kriz hızlı ve yıkıcı etkisini 2008 yılının son çeyreğinden itibaren dünya ekonomileri üzerinde göstermeye başlamıştır. Varlık fiyatlarında meydana gelen hızlı düşüş, finansal kuruluşların bilançolarında önemli kayıplara neden olmuş, birçok finans kuruluşu ya iflasın eşiğine gelmiş veya devlet desteği ile ayakta kalabilmiştir. Sistemik finans krizinin önceki krizlerden en önemli farkı, yüksek hacimli türev ürünleri kapsamı nedeniyle ortaya çıkan zararların büyük boyutlu olmasıdır. IMF'nin beyanı esas alındığında bu tür varlıkların dünya genelinde toplam değerinin 4,1 trilyon dolar olduğu,

bunun yaklaşık %70'inin (2,74 trilyon dolar) ABD, geriye kalan kısmın büyük bölümünün (1,2 trilyon dolar) Avrupa ve çok daha azının (150 milyar dolar) Japonya finans kuruluşlarına ait olduğu anlaşılmaktadır (Togan, 2009: 7).

Elbette krizin oluşumunda FED'in, 2000'li yılların başında yaşanan önce teknoloji balonunun borsada yarattığı olumsuz etki ve sonrasında 11 Eylül terör saldırıları nedeniyle durgunluk korkusu yaşanan Amerikan ekonomisine hareketlilik sağlamak amacıyla faizleri, 2003 yılı Temmuz ayına gelindiğinde yaklaşık üç yıl içerisinde %1,1'e kadar indirmesinin etkisi oldukça fazladır (İşcan, 2010: 465). Zira FED yaptığı faiz indirimleri ile son elli yıllık periyottaki en düşük faiz oranlarının oluşmasını sağlamıştır. FED'in genişletici para politikası, Amerika'daki George W. Bush iktidarının gevşek maliye ve vergi indirimleri politikasıyla birleştirildiğinde ekonominin resesyona girme tehlikesinden uzaklaştırıldığını söyleyebiliriz.

FED'in 2000'li yılların başında (2002-2004 arası) yürüttüğü para politikası "*Taylor Kuralı*" olarak bilinen para politikası kuralı üzerine temellenmiştir. İki ana faktör üzerine temellenen Taylor Kuralının dayandığı birinci faktör; fiili enflasyon oranlarının, politika yapıcıların hedeflediği uzun dönemli enflasyon hedeflerinden sapma oranı, ikincisi ise reel GSYİH büyümesinin potansiyel GSYİH'dan sapma oranıdır. Buna göre eğer fiili enflasyon oranları hedeflenen enflasyon oranlarını aşarsa veya reel GSYİH büyümesi potansiyel GSYİH'dan daha yüksek çıkarsa, parasal otoriteler faiz oranlarını yükseltir, aksi durumda ise düşürür (Bernanke, 2010).

Amerikan ekonomisinde görülen bu para ve maliye politikalarıyla küresel likiditede meydana getirilen bollaşma, 2000 yılının başlarında teknoloji ürünleri endeksinin çöküşü ile birlikte bir başka sektörün, gayrimenkul piyasasının cazibesini arttırmıştır. Borsada zarara uğrayan yatırımcılar, hızla düşen faiz oranlarının da etkisiyle kredi kullarımlarını arttırmışlardır. Bu para politikasıyla FED aslında emlak fiyatlarındaki enflasyonist artışın başlıca nedeni olmuş, adeta ihtiyatsızca kredi kullanmayı cesaretlendirmiştir (Shwartz, 2009: 19).

Diğer taraftan FED, küresel ölçüde likidite artışına neden olurken finans piyasasında oluşan sorunların da gizlenmesine neden olmuştur. Bu süreçte bankaların geleneksel müşterilerine yönelik sağladığı kredilerle (prime mortgage) yetinmeyip, kredi geçmişi kötü olan ve düşük kaliteli müşteriler olarak sınıflandırılan gruba yönelik kredilere (subprime mortgage) yönelmeleri, finansal piyasadaki hareketliliği arttırmıştır. 2001 yılından sonra hızla büyüyen konut kredileri piyasasında, 2001 yılında toplam krediler içinde subprime kredilerin payı % 8,7 iken 2006 yılında % 20,1 seviyesine çıkmış, kredi hacmi ise üç kattan daha fazla artarak 600 milyar dolara ulaşmıştır (Insider Mortgage Finance, 2010).

Şüphesiz krizin oluşumunda 1999 yılında *Glass-Steagall Yasası*'nın getirdiği sınırlamaların kaldırılması ile ilgili yapılan düzenlemenin etkisini ifade etmemiz gerekir. Zira 1929 yılı büyük bunalımı sonrası 1933 yılında çıkartılan Glass-Steagall Yasası ile bankaların türev enstrümanları kullanması ve spekülasyon yapması yasaklanmıştı. Bu düzenlemeyle aslında bankalar, yatırım bankaları ve menkul kıymet şirketleri şeklinde finans piyasalarında icra ettikleri işlevleri doğrudan doğruya ayırıştırılmışlardır. Bankalar, bilanço varlık kalemlerinde menkul kıymet tutamazken, yatırım bankaları ile diğer menkul kıymet şirketleri de mevduat

toplayamayacak bir duruma getirilmişlerdir. Bu düzenlemenin kaldırılması ile bankalar, yatırım bankacılığı ve menkul kıymet işi yapmaya başlarken, yatırım bankaları ve menkul kıymet şirketleri de mevduat toplamaya, kredi vermeye başlamışlardır.

Bankaların kredileri oldukça riskli sayılabilecek kesimlere dağıtması ve sistemde yeterli denetim mekanizmasının yer almayışı ahlaki çöküntüyü (moral hazard)<sup>3</sup> de beraberinde getirmiştir. Bu süreçte finans kuruluşları yeni finansal enstrümanlar oluşturarak riskin çeşitlendirilmesini sağlamaya çalışmışlardır. Yapılan şey aslında riskin azaltılması değil, riskin bir başka tarafa aktarılmasıdır. Finansal kuruluşlar türev ürün adı verilen finansal enstrümanları kullanarak riski yüksek kredileri diğer kredi türleri ile birleştiriyor böylelikle kredileri menkul kıymet haline getirerek riskten kurtuluyor ve aynı zamanda da yüksek kâr elde etmiş oluyorlardı. En yaygın kullanılan enstrümanların başında ise Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri (Collateralized Debt Obligations – CDO) denilen araçlar gelmektedir. Bunun yanında “Varlığa Dayalı Menkul Kıymet (Asset Backed Security-ABS)”, “Mortgage’a Dayalı Menkul Kıymet (Mortgage Backed Security-MBS)” gibi menkul kıymetleri de söylemek mümkündür.

Menkul kıymetleştirme, likit olmayan bir varlığı likit hale dönüştürdüğü gibi aynı zamanda bu türev ürün sayesinde risk bir kesimden diğerine kaydırılmakta ve bu, türev ürünü düzenleyen ile alanın üstlendiği riski bilmesini de imkansızlaştırmaktadır (Schwartz, 2009:21). 2007 yılı ortalarında başlayan finansal krizde piyasada faaliyette bulunan hiç bir birim diğerinde ne kadar çok riskli veya kötü kâğdın var olduğu hakkında doğru bilgiye sahip değildi. Dolayısıyla türev ürünlerin oluşturduğu asimetrik bilgi sorunu kredilerin geri ödenmeme riskini önemli ölçüde arttırdığı gibi aynı zamanda piyasalardaki sorunları ve dolayısıyla finansal kriz ihtimalini de giderek yükseltmiştir (İşcan, 2010: 467).

Bu dönemin önemli karakteristikleri arasında artan sermaye hareketliliği yanında, riskten korunma fonlarının (Hedge Fund) sayısında ve hacmindeki yükseliş, risk transferlerindeki artış ve karmaşıklaşma gösterilebilir. Hedge fon büyüklüğünün 2006 yılında tahmin edilen değeri, 1,4 trilyon dolar düzeyindedir (Blundell-Wignall, 2007:39-40). Aynı zamanda hemen hemen tüm finansal araçlardaki çeşitliliğin artışıyla birlikte karmaşık finansal ürünlerin yaygınlaşmış olması da bu dönemin bir diğer özelliği olarak belirtilebilir. Türev ürünlerde karmaşıklık, bu sözleşmelerden doğan yükümlülüklerle ilişkin farkındalığın düşük düzeyde kalmasına neden olmuştur ki bu durum risk transferi sorununa işaret etmektedir.

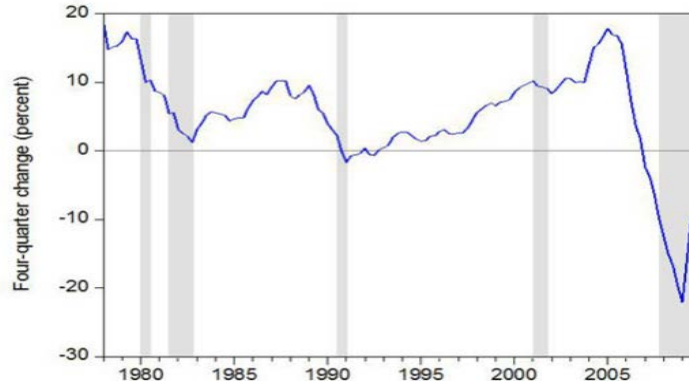
2002 yılı ve sonrasında finansal piyasalarda yukarıda kısaca ele aldığımız işleyiş özellikleri ve faiz oranlarının düşme eğilimi, ABD konut piyasasında önemli ölçüde enflasyonist baskı yaratmıştır. Konut piyasasındaki fiyat yükselişleri, ev sahiplerine veya bu

---

<sup>3</sup> Ahlaki tehlike söz konusu olduğunda krediyi alan taraf yüksek riskli alanlara yatırım yaparak elde edeceği kârı çoklaştırmakta ancak yatırımın zarar etmesi durumunda kaybın önemli bir bölümünü kredi veren tarafa yüklemektedir (Mishkin, 2001:8).

fiyatlara bağılı olarak verilen kredilerin oluşturduğu finansal enstrüman sahiplerine daha fazla kredi kullanma olanağı sağlamıştır. Bu durumun ABD'nin cari açık ve bütçe açığı sorunu ile birleştirildiğinde FED için son derece kritik bir durum olarak algılanmış olacak ki FED, 2004 yılından itibaren kısa aralıklarla arttırdığı faiz dilimlerini 2006 yılında %5,25 düzeyine kadar çıkarmıştır. Bu müdahale ev fiyatlarındaki yükselişi durdururken kredi borucu bulunan tüketicilerin ödeyecekleri miktarı da artan faiz oranları ölçüsünde yükseltmiştir. Öyle ki, bu durum insanların borçlarını ödeyememesine ve haciz işlemlerinin hızla artmasına neden olmuştur. Ancak yaşanan bu temerrüt olgusu oluşan asimetrik bilgi problemi nedeniyle anlaşılammıştır (Ackerman, 2008:330).

**Grafik 1:** ABD Konut Fiyat Değişimleri (1978-2009)



**Kaynak:** Bernanke, 2010.

Bu şekilde bankalarda oluşan batık kredilerle hacizli ev sayısındaki artış ev fiyatlarının düşmesine neden olmuştur. Varlığın gerçek değeri ile serbestleştirilmiş ve denetimsiz piyasadaki türev ürünlerle oluşan aşırı yüksek parasal değeri arasındaki fark anlaşıldığında ise sistemin oluşturduğu balon patlayıvermiştir. Bu balonun oluşumu FED'in kriz anına kadar izlediği parasal politikalarla çok yakından alakalıdır. Zira, konut fiyatlarındaki bu şekilde oluşan aşırı şişmeyi izleme, kontrol ve engelleme rolü bulunan FED, bu rolü gerektirdiği gibi oynayamamıştır(Bernanke, 2010).

ABD konut fiyatlarındaki değişimi gösteren grafikte görüleceği gibi, 1990'ların sonundan itibaren hızla artmaya başlayan konut fiyatları, 1998-1999 arası dönemde %7-8 arasında, 2000-2003 yılları arası dönemde de %9-11 oranlarında bir büyüme kaydetmiştir. 2004-2005 yılları arasında ise konut fiyatları yıllık %15-17 arası oranda yükseliş eğilimi göstermiştir. 2007 yılı ikinci döneminden itibaren azalışa geçen ev fiyatları, 2008'in ikinci çeyreğinden itibaren tarihindeki en keskin düşüşünü yaşamış, düşüş eğilimi 2009 Ocak ayında zirveye ulaşmıştır. 2009'un sonraki aylarında ise düşüş eğilimi hız kesmiştir.

Mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetleştirme ile oluşturulan türev ürünlerin havuzlanmasıyla meydana gelen riskin ve zararın ölçülmesi oldukça zordur. Zira ilk çıkan mortgage kredisine bağılı geliştirilen türev ürünler o kadar fazla biçimlendirilip karmaşık hale getirilmiştir ki, krizin boyutunu tespit etmek de o ölçüde imkânsızlaşmıştır. Kriz, temelde emlak fiyatlarında meydana gelen şişkinlik nedeniyle oluşsa da, kredinin değil ona bağılı gerçekleştirilen işlemlerin oluşturduğu bir çeşit kredi krizi olarak tanımlanabilir. Sorun, kredinin

elden ele sorgusuz sualsiz inanılmaz bir ölçekte el değiştirmesinden kaynaklanmaktadır. Sonuçta ABD’de spesifik bir piyasada başlayan finansal bir kriz kısa zamanda diğer piyasalara da yayılarak küresel ölçekte tüm dünya piyasalarını ilgilendiren bir sorun haline gelmiştir (İşcan, 2010: 469).

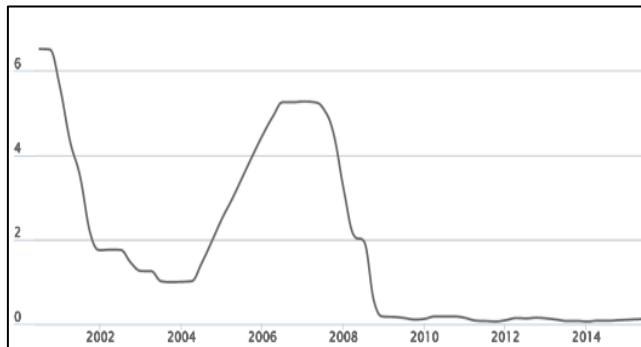
#### **4. KRİZE YÖNELİK FED VE ECB’NİN PARA POLİTİKALARI**

##### **4.1. ABD-FED Parasal Politikaları**

2007 yılının ikinci yarısından itibaren ABD’deki şirketlerde görülen kâr düşüşleri ve çeşitli ekonomik göstergelerde ortaya çıkan gerilemeler sonucunda FED tekrar devreye girerek faiz oranlarını yedi defada %5.25’ten %2’ye kadar düşürmüştür. Bu tür bir indirimin temel nedeni, durgunluk ihtimali karşısında yatırım ve tüketim harcamalarını desteklemek ve asimetrik bilgi nedeniyle birbirine borç vermekten çekinen bankaların sistemik riske yol açmasını önlemek için bankalar arası borçlanma faiz oranını düşürmektir (Mishkin, 2007).

Böylelikle 2001–2008 döneminde FED’in izlediği para politikası üç defa değişmiştir. Grafikten de anlaşılacağı gibi 2001 yılında başlayıp etkisi 2003 yılına kadar devam eden resesyona karşılık gösterge faiz oranını %6,5’den %1,1’e indirerek (1950’lerden bu yana FED faiz oranlarının geldiği en düşük faiz oranıdır) ekonomiyi canlandırmaya çalışan FED, 2004 yılından itibaren enflasyon riskine karşılık 2006 Haziran ayına kadar 17 defa gösterge faiz oranlarını değiştirmiş ve %5,25 düzeylerine çıkarmıştır. 2007 yılında başlayan dalgalanma sürecinde ise üçüncü defa politika değişikliğine gitmiş, gösterge ve iskonto faiz oranlarını tekrar düşürmeye başlamıştır (Demir vd., 2008:72). 2008 yılı aralık ayından 2011 yılı sonuna kadar faiz oranları %0–0,25 düzeyinde tutulmuştur. FED’in bundan sonra izlediği sıfır faiz politikasında özellikle işsizlik oranında ve ekonomik koşullarda oluşan gelişmelerin dikkate alındığını söyleyebiliriz. FED Açık Piyasa Komitesi (FOMC), 2012 Aralık ayında yaptığı toplantıda enflasyon %2’nin üstüne çıkıncaya ve işsizlik oranı da %6.5’e gerileyinceye kadar faizleri 0 – 0.25 aralığında tutma kararı almıştır (FED, 2012).

**Grafik 2:** FED Faiz Oranları (2000–2015)



**Kaynak:** Federal Reserve Bank of New York, 2015

Ancak 2007 yılı ve sonrasında başlayan düşük faiz politikası, birçok ülkede faiz oranlarının zaten çok düşük düzeyde olması nedeniyle, ABD Merkez Bankasının faiz kanalıyla ekonominin ihtiyaç duyduğu likiditeyi sağlamasını adeta imkansızlaştırmıştı. Dolayısıyla bu



dönemde geleneksel para politikası enstrümanları kanalıyla piyasaları etkilemek pek mümkün olmamıştır. Ayrıca piyasada her an iflas edebilecek kurumların olması nedeniyle bankalar birbirlerine güvenmemekte ve rezerv para artışları merkez bankasında “bankalar serbest imkanı” (serbest tevdiat) olarak tutulmaya çalışılmaktaydı. FED, rezerv para (para tabanı) miktarını bu zaman zarfında önemli oranlarda arttırmışsa da bu artış “bankalar serbest imkanı”nda bir artışa neden olmuş, para arzı ve kredi miktarı para çarpanı ile belirlenen miktarda artmamıştır. Alınan tüm tedbirlere rağmen kredi verme koşullarındaki aşırı sıkılık devam ettiğinden dolayı rezerv para miktarında sağlanan artışlar, ABD ekonomisinde reel harcamaların arzu edilen düzeyde artmasına neden olmamıştır (Togan, 2009: 13). Böylelikle finansal kriz dalgası başlamadan önce fiyat istikrarını sağlamaya çalışan FED, artık durgunluğa girme ihtimaline karşılık olarak finansal istikrara odaklanmıştır.

FED’in 2000’li yılların başında faiz oranlarını düşürmesi ile sonrasında yaşanan konut talebindeki artış, bankacılık sektörünün likidite fazlalıklarının mortgage piyasası vasıtasıyla menkul kıymet haline getirilmesi ile ilgili denetim mekanizmalarının kurulmaması veya çalıştırılmaması, 2004 yılında itibaren faizlerin tekrar yükseltilmeye başlaması ve batık kredilerin oluşumunun sağlanması, FED’in son sistemik krizde ne denli yanlış politikalar izlediğinin emareleridir.

Krizin patlak verdiği ilk dönemlerde 2008 yılı Eylül ayında ABD yönetimi, dev mortgage şirketleri Fannie Mae ve Freddie Mac'in denetimine el konulduğunu duyurmuştur. Ayrıca ABD Hazine yetkilileri, piyasadan bir miktar menkul kıymet satın alımı gerçekleştirerek mortgage piyasasına belirli bir düzen sağlamaya çalışmışlardır. Ancak ABD yönetimi, 158 yıllık yatırım devi ve toplam varlık değeri 639 milyar dolar olan Lehman Brothers’ın iflas başvurusunu engellemeye yönelik olumlu bir adım atmamış ve belli bir süre sonra banka iflasını istemek zorunda bırakılmıştır. Bu bankayla birlikte Merrill Lynch ile Bear Stearns de kredi kriziyle birlikte tarih olmuşlardır. Ayrıca FED, Goldman Sachs ve Morgan Stanley'in statülerini değiştiren kararı onaylamış, böylece iki yatırım bankası FED’in denetimi altında çalışan bankacılık holding şirketlerine dönüşmüştür. Bu bankalar ABD’nin ilk beş büyük yatırım bankasıdır.

ABD’de hükümet, 3 Ekim 2008 tarihinde toplam 700 milyar Dolar değerinde olan Acil Ekonomik İstikrar Yasası kapsamında geliştirilen “*Sorunlu Varlıkları Kurtarma Planı-Troubled Asset Relief Program- TARP*” ile sorunlu varlıkların satın alınmasına karar vermiştir. Anılan kararı müteakiben, zorunlu karşılıklara 2008 yılının Ekim ayından itibaren faiz ödenmeye başlanmıştır. Sermaye Alım Programı çerçevesinde hisse senedi piyasasındaki tedirginliği azaltmak için 125 milyar doları dokuz büyük bankaya verilmek üzere, finansal kuruluşlara toplam 250 milyar dolar değerinde imtiyazlı hisse senedi satın alınması yoluyla sermaye aktarımı yapılması kararlaştırılmıştır. Para piyasası fonlarından kaçışı engellemek için de belirli özellikleri sağlayan para piyasası fonlarına garanti verilmiş, mevduata verilen güvence miktarı 250.000 dolara çıkarılmıştır.

FED’in likidite desteği, bu tür açık piyasa işlemleri yanında, (i) ticari bankaların ve mevduat kuruluşlarının bölgesel merkez bankalarının kredi verme kolaylığından yararlanırken

uyguladıkları iskonto faiz oranı; (ii) vadeli ihale kolaylığı (Term Auction Facility); (iii) Vadeli menkul kıymet borç verme kolaylığı (The Term Securities Lending Facility (TSLF)), (iv) piyasa yapıcılığı kredi kolaylığı (The Primary Dealer Credit Facility (PDCF)) şeklinde değişik formatlarda gerçekleştirilmiştir. FED, yukarıda sıralanan önlemlerin yetersiz kalması ve durgunluk tehlikesi karşısında genişletici maliye politikası önlemleri de almış ve bu kapsamda ilk etapta 150 milyar dolarlık bir paket açıklamıştır. FED'in faiz politikası, likidite desteği ve maliye politikası başlığı altında aldığı çeşitli önlemler yanında; yeniden yapılandırma kapsamında icraları önleyici uygulamalar, alınan önlemler dolayısıyla oluşabilecek dalgalanmanın negatif etkilerini gidermeye ve mortgage piyasasını yeniden düzenlemeye yönelik önlemler ile bankalara yönelik denetim sürecinin sıkılaştırmasını konu alan çeşitli tedbirleri de sıralamak mümkündür (Demir vd., 2008: 73-78).

FED'in krize yönelik başta faiz politikası olmak üzere geliştirdiği çeşitli tedbir paketlerinin temel amacı, özellikle kredi maliyetlerini ucuzlatarak ekonomide büyüme dinamiğini harekete geçirmektir. Ancak FED'in 2000'li yılların başında izlediği para politikası ile ucuz kredi imkânı yaratarak finansal kriz sürecini tetiklediğini, mortgage piyasasındaki denetimsizlikle çeşitli finansal türev ürünlerinin oluşturulmasına izin vermesi ile krizin çok daha derinleşmesini sağladığını söylemek mümkündür (Bernanke, 2010).

FED'in yukarıda izah ettiğimiz gibi finansal piyasalarda krizin olumsuz etkilerini azaltmaya yönelik genişletici parasal politikaları, bilanço yapısında bazı değişiklikleri beraberinde getirerek toplam bilanço miktarının önemli ölçüde artmasına neden olmuştur. FED, farklı zamanlarda ve farklı şekillerde parasal genişleme paketlerini devreye sokarak finansal likidite sıkıntısını çözmek için özel kesim ve hazine tahvillerini satın almış, böylece bankaların elindeki tahvilleri satın alıp karşılığında likidite sağlayarak, bankacılık sistemini batık kredilerden kurtarma ve kredi sisteminin sağlıklı bir şekilde işlemesini sağlamaya çalışmıştır.

Bu süreçte FED'in yükümlülükleri içerisinde en büyük pay sırasıyla hazine karşılıkları, rezerv borçları, diğer yükümlülükler ve nakit karşılıkları olmuştur. Bilançonun pasif tarafında meydana gelen bu artışlar, FED'in piyasalara varlık alımı şeklinde müdahale ettiğini açıkça ortaya koymaktadır. FED'in bilanço yükümlülükleri, 2008 yılı Eylül ayına kadar 1 trilyon dolar bile değilken, 2010 yılı ortalarında 2,5 trilyon dolara ulaşmış (Curdia ve Woodford, 2010: 67), varlık alım programının sonlandırıldığı 2014 yılı Ekim ayına kadar FED, toplamda yaklaşık 4 trilyon dolar değerinde tahvil alımı gerçekleştirmiştir. Varlık alım programının yürütülmesinde ve sonlandırılmasında göz önün alınan iki temel kriterin enflasyon ve işsizlik oranları olduğunu tekrar hatırlatmak gerekirse, FED'in niceliksel gevşeme politikalarının temel amacının, parasal piyasalarda etkinlik ve dengenin sağlanması kadar reel piyasalarda üretim ve işsizlik oranlarında belirli bir iyileşmenin öngörüldüğünü de söylemek mümkündür.

#### **4.2. AB-ECB Parasal Politikaları**

Euro bölgesine dâhil olan üye devletlerde, ortak para birimi olarak Euro kullanılmakta ve bu ülkelerde para politikası ECB aracılığı ile tek bir elden yürütülmektedir. Bu durum, söz konusu ülke ekonomilerinin birbirine sıkı bir şekilde bağlı olmasına ve bir Euro bölgesi

ülkesinde meydana gelen olumsuz gelişmelerin, diğer Euro bölgesi ülkelerine de kısa sürede yayılmasına yol açmaktadır. Ayrıca, Avrupa Birliği üyesi ülkelerin finans ve reel sektörlerinin yüksek entegrasyon düzeyi de ülkelerin birbirinden etkilenme seviyesini ve hızını arttırmaktadır. Nitekim 2010 yılının ikinci çeyreğinde Yunanistan'da patlak veren borç krizi, kısa sürede diğer Euro bölgesi ülkelerini etkileyerek, Portekiz, İrlanda, İtalya, Yunanistan ve İspanya'da olumsuz gelişmeler ortaya çıkarmıştır. Euro'ya geçiş ile birlikte harcama disiplininin bozulması, düşük faiz oranları ile borçlanma olanağı sorun olarak karşılımlarına çıkmıştır. Bu ülkeler, 2007 krizi ile karşılaşıldığında Maastricht kriterleri sürekli olarak ihlal edilmiş ve balonların baş gösterdiği ülkeler olmuştur (Yılmaz, 2013: 59).

AB cephesinde başlangıçta finansal piyasalardaki dalgalanmayı azaltabilmek için çeşitli kurtarma paketleri oluşturulmuştur (Almanya 400 milyar Euro, Fransa 320 milyar Euro, İspanya 100 milyar Euro ve İtalya 20–30 milyar Euro). İngiltere hükümeti, büyük finansal kuruluşlarca ihraç edilecek menkul kıymetlere garanti vermiştir. İngiltere'nin büyük bankalarından Llyods TSB, zor duruma düşen İngiltere'nin en büyük tut-sat kuruluşu olan Halifax'ı 12 milyar Sterlin'e satın almış ayrıca İngiltere Hükümeti, zor durumdaki Bradford & Bingley (B&B) bankasına el koyacağını resmen açıklamıştır. Hükümet, mevduat sahiplerinin bankalardaki paralarının 50 bin Sterlin'lik bölümünün garanti altına alındığını duyurmuştur. AB Maliye Bakanları ise mevduata verilen garantiyi 20.000 Euro'dan en az 50.000 Euro'ya çıkarmaya karar vermişler, Ukrayna, Macaristan ve İzlanda IMF ile, sırasıyla, 16,4, 12,3 ve 2,1 milyar Dolar değerinde stand-by anlaşması imzalamıştır. Dikkat çeken husus IMF'nin tarihinde ilk kez bir AB üyesi ülkeye mali destek vermek için harekete geçmiş olmasıdır. AB içerisinde 170 milyar Euro üye ülkelerden, 30 milyar Euro AB fonundan karşılanmak üzere toplam 200 milyar Euro değerinde bir kurtarma paketi hazırlanmıştır. Bu arada AB dönem başkanı Fransa Cumhurbaşkanı, AB ülkelerinin küresel mali kriz ile birlikte zor duruma düşen bankalarının yabancıların ellerine düşmesini engellemek için devlet fonları oluşturmalarını önermiştir (İşcan, 2009: 471).

AB ile ilgili ülke bazında bu kısa değerlendirmenin ardından ECB'nin krize karşı kurumsal manada politik anlayışı üzerinde durmakta fayda var. Avrupa Merkez Bankası'nın temel amacı, "fiyat istikrarını" sağlamaktır. Topluluğun genel ekonomi politikalarına, fiyat istikrarı amacına zarar vermediği sürece destek verilir. ECB'nin kabul ettiği fiyat istikrarı temel amacına ilişkin uygulayacağı para politikası, Topluluğun genel ekonomi politikaları arasında sayılan büyüme ve istihdam artışının sağlanması amacı ile çelişmektedir. ECB'ye göre fiyat istikrarı amacı en elverişli olduğu durumda bile işsizlik probleminin çözümü ile ilgili tek başına herhangi bir etkiye sahip değildir. Zira işsizlik ekonomide tamamen yapısal bir sorundur. İşsizlik ve büyüme gibi ekonomideki yapısal sorunların çözümünde para politikası sadece parasal istikrarın sağlanarak para değerinde oynaklığın giderilmesi ölçüsünde katkı sağlayabilir. ECB'nin para politikası stratejisinin temelinde fiyat istikrarının tanımı yatar. Bu tanımlama da Euro'nun satın alma gücünü korumakla ilgilidir. ECB, yazındaki aksine çalışmaların varlığı bir tarafa, ekonomik büyümenin enflasyondan olumsuz yönde etkilendiğine inanarak parasal politikalarını belirler. ECB, enflasyonun %2'nin altında ve ona yakın bir seviyede sürdürmeyi hedefler (ECB, 2014: 57–60).

Mortgage krizinin Euro bölgesinde başta Yunanistan, İspanya, Portekiz ve İtalya olmak üzere birçok Avrupa ülkesinde etkisini hissettirmesi ile yaşanan finansal sıkışıklığın düşük enflasyondan kaynaklanan deflasyon tehdidi yaratması, bölgede likidite sıkışıklığını açacak parasal önlemler alınmasını gerekli kılmıştır. ECB'nin etki alanı içindeki Birlik üyesi ülkeler arasında farklı ekonomik yapılanma ve hatta farklı gelişmişlik düzeyi, sistemik krize karşı genişletici parasal politikalarla müdahaleyi geciktirmiştir. Örneğin Almanya, Euro'nun istikrarını bozacağı endişesi ve mali disiplinden taviz vermek istemeyen duruşu ile krize karşı genişletici parasal politikalarla müdahaleyi mümkün olduğunca geciktirmiştir. Diğer taraftan ekonomik daralma ile karşı karşıya olan İspanya, İtalya ve Fransa gibi ülkeler ise ihracat artışı sayesinde daralan ekonomik yapının bir ölçüde rahatlayacağını ve bir an önce genişlemeci politikaların uygulanması gerekliliğini savunmuşlardır. ECB, bu farklı yapı ve beklentiler karşısında sistemik krize karşı uzun bir süre güçlü bir parasal genişleme programına geçememiştir.

ECB, Haziran 2014'de başta faiz indirimi olmak üzere ekonomiyi canlandırmak için bazı tedbirler almış özel bankaların düşük faizle ECB'den kredi almalarını sağlayarak likiditeyi arttırmayı ve %0,5 düzeyine düşen enflasyon oranını % 2 oranına çekmeyi planlamıştır. Bu doğrultuda faiz indirimine giden ECB, referans faizleri % 0,25'ten %0,15 seviyesine, mevduat faizlerini ise %0 seviyesinden -%0,10 seviyesine çekmiş böylelikle tarihinde ilk defa negatif faiz uygulaması gerçekleştirmiştir. Ancak faiz oranları ile ilgili alınan önlemler piyasalarda yeterli ölçüde etkili olamamış, Eylül 2014'de varlığa dayalı menkul kıymet alım programının başlatılacağı bildirilerek referans faizler %0,05 düzeyine mevduat faiz oranları ise -%0,02 düzeyine çekilmiştir. Ancak tüm bu ayarlamalara rağmen enflasyondaki duyarsızlık düzelmemiş, neredeyse sıfır düzeyinde gerçekleşen enflasyon oranları 2014 Aralık ayında %0,02 olarak gerçekleşmiştir. Keynezyen iktisadi yazında "*likidite tuzağı*" diye anılan bu noktada faiz oranları o derece düşük düzeye gerilemiştir ki, yatırım davranışlarının faizlerin daha da düşürülmesi suretiyle uyarılmasının mümkün olamadığı gözlenmiştir. Japonya'da tüm 1990'lı yıllar boyunca gözlenen bu olgu, şimdi Avrupa ülkelerini de içine alacak şekilde genişlediği görülmektedir.

ECB'nin parasal genişleme politikalarının iç talep ve enflasyon konusunda yarattığı başarısızlık karşısında hükümetlerin finanse edilmesinde sağladığı başarının belirtilmesi gerekir. Bu politikalarla hükümetlerin borçlanma maliyetleri düşmüş ve belli bir düzeyde borç krizinin önüne geçilmiştir. Aynı zamanda ECB'nin faiz oranlarını çok uzun süre düşük tutacağına yönelik taahhüdünün bir sonucu olarak Euro'nun değer kaybettiği söylenebilirse, bunun Euro bölgesi ihracatında ve kâr elde etme olanaklarında artış kaydettiği ve dolayısıyla parasal genişleme politikalarının Euro bölgesinin rekabet edilebilirliğini arttırmaya yönelik destek sağladığını da belirtebiliriz (Artus, 2015).

Enflasyonla ve iç taleple ilgili veriler, ECB'nin likiditenin artırılması için parasal genişleme önlemlerini güçlendirmesi yönündeki görüşlerin ağırlık kazanmasına neden olurken ECB üzerinde önemli bir etki gücü bulunan Almanya, parasal genişleme politikaları için henüz erken olduğunu savunmaktadır. Ancak Ocak 2015'de ECB, varlık alım programının Mart

ayında başlanacağını, Eylül 2016'ya kadar bu programa devam edileceğini, varlık alımı için aylık 60 milyar Euro, toplamda ise 1,140 milyar Euro'nun kullanılacağını ve programın Euro bölgesinde fiyat istikrarının sağlanması amacıyla taşıdığını ve enflasyon oranını %2 düzeyine çıkarmayı hedeflediklerini deklare etmiştir (ECB, 2015).

## **SONUÇ**

2007 yılının ikinci altı aylık döneminde başlayan ve 2008 yılında ABD'de, 2009 yılında ise birçok ülke ekonomisinde kendini hissettiren ekonomik kriz, 2011 yılından itibaren AB ülkelerinde de hissedilmeye başlanmıştır. Kriz ve krize yönelik önleyici/iyileştirici politikaların etkileri hem ABD ve hem de AB ülkeleri açısından hala devam etmektedir.

Bu doğrultuda tüm ülkelerde krize karşı alınan önlemler içerisinde en önde gelen ve en fazla uygulanan faiz indirimi politikası, genelde beklenen etkiyi sağlayamamıştır. Faiz oranlarının, yatırım davranışlarının faizlerin daha da düşürülmesi suretiyle uyarılmasının mümkün olmadığı bir düzeye gerilediği gözlenmektedir. Faizin sıfır düzeyine indirilmesi bu aracı adeta etkisizleştirmiştir.

Diğer taraftan özellikle 1990'lı yıllardan sonra dünya finans piyasalarında gözlenen gelişmeler, finans sektörünün ekonomide çok daha fazla önemsendiği, finansal türev ürünlerinin çoklaştırıldığı ve finansın küreselleştirildiği bir ekonomik ortam oluşturmuştur. Bu doğrultuda gerçekleştirilen tutum ve politikalar reel ekonominin finansmanını güçleştirmiş ve sabit sermaye yatırımlarını sıkıntıya sokmuştur.

ABD-FED, krizin hemen ertesinde aldığı parasal genişletici önlemler sayesinde işgücü ve enflasyonda hedeflediği oranları büyük ölçüde sağlayarak, 2014 yılı Ekim ayında, FED bilançosuna 1,6 trilyon dolar ekleyerek gerçekleştirdiği varlık alım programını sonlandırmıştır. Şu an için ise ABD-FED için konuşulan konu, faiz oranlarının geldiği sıfır seviyelerinden ne kadar yukarı çıkarılacağı ve bunun zamanı ile ilgilidir. AB-ECB ise 2011-2012 yıllarında bazı üye ülkelerde borç yükümlülükleri dolayısıyla ortaya çıkan sorunlarla gündeme gelen kriz için parasal genişleme politikaları ve henüz başlattığı varlık alım programının başlaması/başlatılması konusunda oldukça çekingen davranmıştır.

Her iki hükümet ve merkez bankasının krize karşı aldığı önlem paketlerinin içeriği, miktarı ve zamanlamasına bakıldığında; parasal piyasalardaki dalgalanmalar ile enflasyon korkusu AB-ECB'nin para politikalarına yön veren temel endişeler olduğu halde, ABD-FED için bu endişelere reel piyasalardaki olumsuzluklar ve işsizlik unsurunun da eklendiği görülmektedir. Hatta ABD-FED'in fiyat istikrarının sağlanması konusunda, ekonomik büyüme ve işsizlik gibi sorunlar karşısında daha esnek bir tutum içerisinde olduğunu söylemek mümkündür. ABD-FED'in, son kriz nedeniyle yürüttüğü merkez bankası politikaları ile enflasyondan ziyade istihdam piyasasını ve üretimi çok daha fazla önemsendiği gözlenmektedir. FED enflasyon oranının %2'nin üstüne çıkıncaya ve işsizlik oranının da %6.5 düzeyine gerileinceye kadar niceliksel gevşeme politikasına devam etmiştir. Bu tutum, ABD'nin ve dünyanın bu zamana kadar yaşadığı en etkili ekonomik çöküş olan 1929 Büyük Bunalımının getirdiği, özellikle istihdamda ve üretimde ABD'ye yaşattığı olumsuzlukların bir sonucu olabilir.

Ancak AB-ECB için fiyat istikrarı ve Euro'nun değerinde oluşabilecek oynaklık riski, varlık alımı gibi genişletici parasal politikaların uygulanmasını geciktirmiştir. AB-ECB için fiyat istikrarı ve Euro'nun değerinde meydana gelebilecek aşırı oynaklıklar riski, reel piyasalardaki endişenin üzerine çıkmıştır. Bu politikanın izleri, ECB (2014) raporunda rahatlıkla görülebilir. ECB'ye göre ekonomide reel gelir ve istihdam düzeyi, genişlemeci para politikası ile değil temel olarak reel (arz yönlü ) faktörlerle (mal ve hizmet arzı, sermaye ve emek miktarı ve kalitesi, teknolojik ilerlemeler ve yapısal politikaların tasarımı) belirlenir. Buradan Avrupa (Birliği) merkez bankacılığında hassasiyetin fiyat istikrarı ile ilgili olduğunu, fiyat istikrarına yönelik dengenin sağlanması ve korunması görevinin Avrupa merkez bankacılığının temel esası olduğunu ifade edebiliriz. Bunda da Avrupa'nın başta Almanya'nın özellikle I. ve II. Dünya Savaşları sonrasında yaşadığı enflasyonist bunalımlar ve bunların tekrarlamasından duyulan korkular olabilir.

**Kaynakça**

1. Ackerman, J., (2008), The Subprime Crisis and Its Consequences, *Journal of Financial Stability*, 4(4), 329-337.
2. Artus, P., (2015), *The ECB And The Bank Of Japan Trapped By Their "Lie"?*, Natixis, Economic Research, 2 Ocotober, 734, <http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=87262> (Er.Tar: 03.05.2015).
3. BBC, (2009), *Market Crisis 'will happen again'*, <http://news.bbc.co.uk/2/hi/8244600.stm>, (Er.Tar: 04.12.2009).
4. Bagehot, W., (1873), *Lombard Street: A Description of the Money Market* (1 Ed.) Scribner, Armstong & Co., New York.
5. Bernanke, B.S., (2010), *Monetary Policy and the Housing Bubble*, Speech, At the Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta, Georgia, January 3, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100103a.htm> (Er.Tar: 13.08.2015).
6. Blundell-Wignall, A., (2007), An Overview of Hedge Funds and Structured Products: Issues in Leverage and Risk, *Financial Market Trends*, OECD, 92(1), 37-57.
7. Broz, J. Lawrence. The Origins of Central Banking: Solutions to the Free-Rider Problem, *International Organization*, Spring 1998, 52(2), 231-268.
8. Capie, F., Fischer, S., Goodhart, C. and Schnadt, N., (1994), *The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of The Bank of England*, Cambridge University Press, Cambridge, UK.
9. Curdia V, ve Woodford, M., (2010), *The Central-Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy*, NBER Working Paper Series, No.16208, July, pp. 1-80.
10. Demir, F., A. Karabıyık, E.Ermişoğlu, A.Küçük, (2008), *ABD Mortgage Krizi*, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu, Çalışma Tebliği, 3, Ankara.
11. ECB, (2014), *Price Stability: Why Is It Important For You?*, European Central Bank (ECB) Eurosystem, [http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/whypricestability\\_en.pdf](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/whypricestability_en.pdf) (Er.Tar: 15.08.2015).
12. ECB, (2015), *ECB Announces Expanded Asset Purchase Programme*, [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html) (Er.Tar: 23 Ocak).
13. FED, (2012), *Federal Reserve Issues FOMC Statement*, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20121212a.htm> (Er.Tar: 20. 07.2015).
14. Federal Reserve Bank of New York, (2015), <https://apps.newyorkfed.org/markets/autorates/fed%20funds>, (Er.Tar: 10.Temmuz).
15. Friedman, M., (1971): Government Revenue From Inflation, *Journal of Political Economy*, 79(4), 846-856.

16. Friedman, M., (1975), *Unemployment versus Inflation? An Evolution of Phillips Curve*, IEA, Lecture, No.2.
17. Insider Mortgage Finance, 2009, (2010), *The MortgageMarket Statistical Annual*, 1, Bedhesha: Insider Mortgage Finance Publishing.
18. İşcan, İ.H., (2010) Finansal Liberalizasyon ve 2008 Küresel Mali Kriz İlişkisi, Liberal Politikaların Geleceği, *Politik İktisat ve Adam Smith* içinde, (Editrler: Hakan Kapucu, Murat Aydın, İsmail şiriner, Farhang Morady, mit şetin), ss.449-476, İstanbul:Yn.
19. Riksbank, (2015), <http://www.riksbank.se/en/The-Riksbank/History/Money-and-power-the-history-of-Sveriges-Riksbank>, (Er.Tar: 10 Temmuz).
20. Mishkin, F.S., (2001), *Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries*, NBER Working Paper, No: 8087, January.
21. Mishkin, F.S., (2007), Availability of credit to small businesses: testimony before the Committee on Small Business, *U.S. House of Representatives*, November 7, Speech 341, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/mishkin20071107a.htm>. (Er.Tar: 15.07.2015).
22. Mishkin, F.S., (2014), *Para Politikası Stratejisi*, Ankara:Efil.
23. Péteri G.,(1992), Central Bank Diplomacy: Montagu Norman and Central Europe's Monetary Reconstruction after World War I, *Contemporary European History*, 1(3), 233-258.
24. Phillips, A.W., The Relationship between Unemployment and the Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom 1861-1957, *Economica*, 25(100), 283–299.
25. Pollard, P., (2003), A Look Inside Two Central Banks: The European Central Bank and The Federal Reserve, *The Federal Reserve Bank of St. Louis*, January/February, 11-30. <https://research.stlouisfed.org/publications/review/03/01/Pollard.pdf>, (Er. Tar: 11.04.2015)
26. Rose, P. S. (1994), *Money and Capital Markets: The Financial System in an Increasingly Global Economy*, Irwin Series in Finance McGraw-Hill Series in Finance.
27. Selgin, G., (2010), Central Banks as Sources of Financial Instability, *The Independent Review: a Journal of Political Economy*, Spring, XIV(4), 485-496.
28. Shwartz, A.J., (2009), Origins of the Finacial Market Crisis of 2008, *Cato Journal*, 29(1), 19-23.
29. Quinn, S. Ve Roberds, W., (2006), An Economic Explanation of the Early Bank of Amsterdam, Debasement, Bills of Exchange, and The Emergence of the First Central Bank, *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper* No. 2006-13.
30. TCMB, (2011), *Dnden Bugne Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası*, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) Yayınları, Ankara.
31. TCMB, (2012), *Merkez Bankası Bağımsızlığı*, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) Yayınları, Ankara.



*EY International Congress on Economics II*  
*"Growth, Inequality and Poverty"*  
*November 5-6, 2015, Ankara/Turkey*

32. TCMB, (2013), *Enflasyon ve Fiyat İstikrarı*, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) Yayınları, Ankara.
33. Thornton, H., (1939), *An Enquiry into the Paper Credit of Great Britain (1802)*, (Edited with an introduction by FA v Hayek), G. Allen & Unwin Ltd, London.
34. Togan, S. (2009). Küresel Kriz ve Türkiye, *TİSK Akademi Dergisi*, 4(2), 6-25.
35. Yılmaz, B.E., (2013), *Küresel Krizin PIIGS (Portekiz, İrlanda, İtalya, Yunanistan ve İspanya) Ülkeleri ile Türkiye'nin Makroekonomik Değişkenlerine Yansımaları*, Ankara: ASO Yayınları.