

**OLAĞAN VE OLAĞAN DIŞI DURUMLARDA KULLANILAN
PARA POLİTİKASI ARAÇLARI VE LİKİDİTE YÖNETİM
STRATEJİLERİ**

Dilek KOĞYİĞİT

Danışman
Prof. Dr. İrfan CİVCİR

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
Piyasalar Genel Müdürlüğü
Ankara, Mayıs 2009

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
İÇİNDEKİLER	i
TABLO LİSTESİ.....	v
GRAFİK LİSTESİ	vi
KISALTMA LİSTESİ.....	viii
EK LİSTESİ.....	xi
ÖZET	xii
ABSTRACT.....	xiii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI ARAÇLARI	4
1.1. Doğrudan Para Politikası Araçları	11
1.1.1. Faiz Oranı Kontrolleri	11
1.1.2. Kredi Tavanları	12
1.1.3. Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları	13
1.1.4. İthalat İçin Depozito Zorunluluğu	13
1.1.5. Disponibilite Uygulaması	13
1.1.6. Finansal Kurumların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi	14
1.1.7. Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü.....	15
1.1.8. Tüketici Kredilerinin Kontrolü	15
1.1.9. Asgari Ödeme Oranı	15
1.1.10. Özel Mevduatlar	16
1.1.11. Merkez Bankasının Moral Takviyesi.....	16
1.1.12. Reklam ve Resmi Olmayan Öğütler	16
1.1.13. Taksitli Satışlar.....	17
1.1.14. Boşa Konuşma Politikası	17
1.2. Dolaylı Para Politikası Araçları	18
1.2.1. Dolaylı Para Politikası Araçlarına Genel Bakış	18
1.2.1.1. Açık Piyasa İşlemleri	20
1.2.1.1.1. Açık Piyasa İşlem Çeşitleri	23

1.2.1.1.2. İhale Süreçleri	26
1.2.1.1.3. Açık Piyasa İşlemlerinin Vadesi	28
1.2.1.1.4. Açık Piyasa İşlemlerinin Yapılma Sıklığı	29
1.2.1.1.5. Açık Piyasa İşlemlerinde Fiyat veya Miktar Hedefi.....	31
1.2.1.2. Reeskont Penceresi İşlemleri ve Destek İmkanlar	32
1.2.1.2.1. Destek İmkanlar İşlem Çeşitleri	34
1.2.1.2.2. Simetri mi Asimetri mi?	37
1.2.1.3. Zorunlu Karşılık Uygulaması	38
1.2.1.3.1. Zorunlu Karşılıkların Vergi Fonksiyonu.....	43
1.2.1.3.2. Rezervlere Faiz Ödenmesi	45
1.2.1.3.3. Likidite Yönetimi Kapsamında Zorunlu Karşılıklar	47
1.2.1.3.4. Zorunlu Karşılık Döneminin Uzunluğu.....	48
1.2.1.3.5. Zorunlu Karşılık Uygulamasının Para Politikası Amaçları Doğrultusunda Kullanılması.....	49

İKİNCİ BÖLÜM

ÜLKE UYGULAMALARI	52
2.1. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası	52
2.1.1. Açık Piyasa İşlemleri	56
2.1.1.1. Açık Piyasa İşlem Çeşitleri	58
2.1.2. Zorunlu Karşılık ve Disponibilite Uygulaması	61
2.1.2.1. Zorunlu Karşılık Uygulaması	61
2.1.2.2. Disponibilite Uygulaması	64
2.1.3. Reeskont Politikası ve Destek İmkanlar	65
2.1.3.1. Reeskont Politikası	65
2.1.3.2. Destek İmkanlar	66
2.1.4. Likidite Yönetimi	67
2.1.4.1. Genel Çerçeve	67
2.1.4.2. Olağanüstü Durumlarda Kullanılan Para Politikası Araçları ve Likidite Yönetim Stratejileri	69
2.1.4.2.1. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizi	69
2.1.4.2.2. 2006 Mayıs Çalkantısı	72
2.1.4.2.3. Ağustos 2007 Finansal Krizi	72
2.1.4.3. Değerlendirme	77

2.2. Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası.....	78
2.2.1. Para Politikası Araçları.....	83
2.2.1.1. Açık Piyasa İşlemleri	83
2.2.1.2. Zorunlu Karşılıklar	87
2.2.1.3. İskonto Penceresi.....	91
2.2.1.3.1. Kredi Tipleri	92
2.2.2. Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası'nda Olağandışı Durumlarda Uygulanan Para Politikası Araçları Ve Likidite Yönetim Stratejileri.....	96
2.2.2.1. Geçici Vadeli İhale İmkânı	97
2.2.2.2. Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Programı	98
2.2.2.3. Piyasa Yapıcılara Tanınan Kredi İmkânı	99
2.2.2.4. Varlığa Dayalı Ticari Kıymet Para Piyasası Yatırım Fonu Likidite Olanığı	100
2.2.2.5. Zorunlu Karşılıklara ve Fazla Rezervlere Faiz Ödenmeye Başlanması	101
2.2.2.6. Özel Sektör Tahvil Finansman Kolaylığı.....	102
2.2.2.7. Para Piyasası Yatırımcısını Destekleme Olanığı	103
2.2.2.8. Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Kredi Olanığı	103
2.2.3. Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası'nın Uygulamaya Koyduğu Yeni Araçların ve Politika Değişikliklerinin Etkinliği	104
2.3. Avrupa Merkez Bankası	111
2.3.1. Para Politikası Araçları.....	112
2.3.1.1. Açık Piyasa İşlemleri	112
2.3.1.2. Destek İmkanlar	117
2.3.1.3. Minimum Rezerv Sistemi.....	118
2.3.2. Eurosystem'de Olağandışı Durumlarda Uygulanan Para Politikası Araçları ve Likidite Yönetim Stratejileri	120
2.4. İngiltere Merkez Bankası	129
2.4.1. Para Politikası Araçları	131
2.4.1.1. Açık Piyasa İşlemleri	131
2.4.1.2. Destek İmkanlar.....	133
2.4.1.3. Rezerv Sistemi	134
2.4.2. Ağustos 2007 Çalkantısında İngiltere Merkez Bankası'nın Likidite Yönetimi	136

2.4.2.1. Özel Likidite Planı	138
2.4.2.2. Teminat Kapsamının Artırılması	139
2.4.2.3. Operasyonel Destek İmkanlar	139
2.4.2.4. İskonto Penceresi Uygulaması	140
2.5. Son Krizin Anatomisi	141
2.5.1. Merkez Bankaları Müdahaleleri	144
2.5.2. Merkez Bankalarının Müdahaleleri Konusunda Öneriler	150
2.5.2.1. Likidite Yönetimi	150
2.5.2.2. Katılımcı Sayısı.....	152
2.5.2.3. Teminat	153
2.5.2.4. İletişim Politikası	154
2.5.2.5. Ahlaki Çöküntü	155

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE İÇİN UYGULAMA	156
3.1. Literatür İncelemesi	157
3.2. Türkiye’de Para Politikası Uygulanma Süreci	159
3.3. Model	162
3.3.1. Birinci Dönem (1996 – 2001)	164
3.3.2. İkinci Dönem (2002 – 2008)	168
3.4. Sonuç	172

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER	174
KAYNAKÇA	177
EKLER	186

TABLO LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Tablo 1.1. Para Politikası Araçları.....	9
Tablo 2.1. FED Açık Piyasa Hesabında (Soma) Tutulan Hazine Kağıtları (Milyar ABD Doları)	84
Tablo 2.2. Zorunlu Karşılık Oranları (2009).....	89
Tablo 2.3. FED'in Çeşitli Tarihlerdeki Varlıklarının Gelişimi	111
Tablo 2.4. Eurosystem Para Politikası Operasyonları	113
Tablo 2.5. Rezerv Tabanına Esas Teşkil Eden Yükümlülükler.....	120
Tablo 2.6. Gelişmiş Ülkelerin Bankaları Kurtarma Planlarının Unsurları	144
Tablo 2.7. Kriz Karşısında Alınan Önlemler	144
Tablo 2.8. Finansal Çalkantı Döneminde Alınan Önlemler	145
Tablo 2.9. Merkez Bankaları Arasında Kurulan Swap Hatları	148

GRAFİK LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Grafik 1.1. Ülke Gruplarına Göre Kullanılan Para Politikası Araçları(1998)	10
Grafik 1.2. Ülke Gruplarına Göre Kullanılan Para Politikası Araçları(2001)	10
Grafik 1.3. Ülke Gruplarına Göre Kullanılan Para Politikası Araçları(2004)	11
Grafik 1.4. İkincil Piyasada Gerçekleştirilen İşlem Türleri	26
Grafik 1.5. İkincil Piyasada Gerçekleştirilen İşlemlerin Sıklığı	30
Grafik 1.6. Destek imkanlar Kullanımı.....	35
Grafik 1.7. Destek imkanlar Uygulamasında Borç Verme İmkani (2004)	36
Grafik 1.8. Borç Alma İmkani Artan Kullanımı.....	36
Grafik 1.9. Zorunlu Karşılık Kapsamındaki Yükümlülüklerin Dağılımı	39
Grafik 1.10. Ortalama Zorunlu Karşılık Oranları.....	40
Grafik 1.11. Zorunlu Karşılıklarda Tek Oran Uygulaması.....	41
Grafik 2.1. Politika Faiz Oranlarının Gelişimi.....	93
Grafik 2.2. Politika, Birincil Kredi ve İkincil Kredi Faiz Oranlarının Gelişimi	94
Grafik 2.3. Efektif Piyasa ve Ayarlanmış Kredi Faiz Oranları Gelişimi	96
Grafik 2.4. Libor ve OIS Fark Karşılaştırması.....	109
Grafik 2.5. Politika Faiz Oranı ile EONIA Gecelik Faiz Oranının Karşılaştırılması	121
Grafik 2.6. Normal Koşullarda Rezerv Gereğinin Gerçekleşme Durumu ...	123
Grafik 2.7. Finansal Çalkantı Boyunca Rezerv Gereğinin Gerçekleşme Durumu	123
Grafik 2.8. ECB'nin 2007 Yılında Gerçekleştirdiği Operasyonlarının Dağılımı.....	124

Grafik 2.9. ECB'nin 2007 Yılında Gerçekleştirdiği Temel ve Uzun Vadeli Fonlama Operasyonları ile Aynı Vadedeki EONIA Takas Oranları Arasındaki Farkın Karşılaştırılması.....	125
Grafik 2.10. Politika Faiz Oranı İle EONIA Gecelik Faiz Oranı Arasındaki Fark.....	127
Grafik 2.11. Politika Faiz Oranları Gelişimi	150
Grafik 3.1. İkincil Piyasa Faiz Oranları	162
Grafik 3.2. Politika Değişkenlerine Verilen Şoka Diğer Değişkenlerin Tepkisi.....	165
Grafik 3.3. Öngörü Hata Varyans Ayırıştırması.....	166
Grafik 3.4. Kardan Verilen Şoka Diğer Değişkenlerin Tepkisi	168
Grafik 3.5. Politika Değişkenlerine Verilen Şoka Diğer Değişkenlerin Tepkisi.....	169
Grafik 3.6. Öngörü Hata Varyans Ayırıştırması.....	171

KISALTMA LİSTESİ

- AB : Avrupa Birliği
- ABCP : Varlığa Dayalı Ticari Kıymet
- ABD : Amerika Birleşik Devleti
- ABS : Asset-Backed Securities (Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler)
- ADF : Genişletilmiş Dickey-Fuller
- AIC : Akaike Bilgi Kriteri
- ARCH : Autoregressive Conditional Heteroscedasticity (Ardışık Bağlanımlı Koşullu Değişen Varyans)
- AMLF : Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (Varlığa Dayalı Ticari Kıymet Para Piyasası Yatırım Fonu Likidite Olanağı)
- ATIC : American-Turkish Investment Corporation (Türk-Amerikan Yatırım Ortaklığı)
- BIS : Bank for International Settlements (Uluslararası Takas Bankası)
- BDDK : Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
- BOE : Bank of England (İngiltere Merkez Bankası)
- BOJ : Bank of Japan (Japonya Merkez Bankası)
- CD : Zorunlu Karşılığa Tabi Yükümlülük
- CPPF : Commercial Paper Funding Facility (Özel Sektör Tahvil Finansman Kolaylığı)
- DİBS : Devlet İç Borçlanma Senetleri
- DUMFAIZ : Faiz Kukla Değişkeni
- DUMZR : Zorunlu Karşılık Kukla Değişkeni
- ECB : European Central Bank (Avrupa Merkez Bankası)
- EONIA : Gecelik Vadeye Endekslenen Ortalama Euro Cinsi Faiz Oranı

ESCB	: The European System of Central Banks (Avrupa Merkez Bankaları Sistemi)
EFT	: Elektronik Fon Transferi
EMKT	: Elektronik Menkul Kıymet Transferi
FAİZ	: Bankalararası Para Piyasası ağırlıklı Ortalama Faiz Oranı
FED	: Federal Reserve Bank (ABD Merkez Bankası)
FOMC	: Federal Open Market Committee (Federal Açık Piyasa Komitesi)
FX	: Foreign Exchange (Döviz Kuru)
HQ	: Hannan-Quinn Bilgi Kriteri
ISIMP	: The Information System for Instruments of Monetary Policy (Para Politikası Araçları Bilgi Sistemi)
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
ENDEKS	: İMKB Ulusal 100 Endeksi Ağırlıklı Ortalaması
KURA	: TCMB'nin İlan Ettiği ABD Doları Alım Kuru
MMIFF	: Money Market Investor Funding Facility (Para Piyasası Yatırımcısını Destekleme Olanağı)
NİV	: Net İç Varlıklar
NUR	: Net Uluslararası Rezervler
OECD	: Organization for Economic Cooperation and Development (Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Organizasyonu)
OIS	: Overnight Indexed Swap (Gecelik Vadeye Endekslenen Takas Oranı)
OMIC	: Açık Piyasa Yatırım Komitesi
OMPC	: Açık Piyasa Politika Konferansı
PDCF	: Primary Dealer Credit Facility (Piyasa Yapıcılara Tanınan Kredi İmkânı)
PPK	: Para Politikası Kurulu
REPOM	: TCMB Borç Verme Faiz Oranı
RREPOM	: TCMB Borç Alma Faiz Oranı
REPO2	: İMKB Repo-Ters Repo Pazarı Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranı

- SC : Schwarz Bilgi Kriteri
- SNB : Swiss National Bank (İsviçre Merkez Bankası)
- SPV : Special Purpose Vehicle (Özel Amaçlı Şirket)
- SVAR : Structural Vector Auto Regression (Yapısal Vektör Otoregresyon)
- TAF : Term Auction Facility (Geçici Vadeli İhale İmkanı)
- TALF : Term Asset-Backed Securities Loan Facility (Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Kredi Olanağı)
- TARGET : Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer (Euro Bölgesi Gerçek Zamanlı Ulusal Toptan Ödeme Sistemi Ağı)
- TARP : Troubled Assets Relief Program (Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programı)
- TED : Üç Ay Vadeli Amerikan Hazine Bonosu ve Üç Ay Vadeli Libor Arasındaki Faiz Farkı
- TMSF : Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF)
- TSLF : Term Securities Lending Facility (Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Programı)
- TCMB : Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
- VAR : Vector Auto Regression (Vektör Otoregresyon)

EK LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Ek 1. Birinci Dönem ADF Test Sonuçları	187
Ek 2. İkinci Dönem ADF Test Sonuçları	188
Ek 3. Uygun Gecikme Uzunluğu Sonuçları	189
Ek 4. SVAR Modeli Sonuçları	190

ÖZET

Merkez bankaları, nihai amaçlarına ulaşmak için para politikası araçlarını kullanmaktadırlar. Kullanılan para politikası araçları zaman içinde ve olağan – olağan dışı zamanlarda farklılık gösterebilmektedir.

Bu çalışmanın amacı, merkez bankalarının kullandığı para politikası araçlarını incelemek ve Ağustos 2007 finansal krizi özelinde olağan dışı zamanlarda kullanılan para politikası araçları ve likidite yönetim stratejilerini ülke uygulamaları ışığında araştırmaktır. Bu çerçevede, Türkiye’de aktif olarak kullanılan para politikası araçlarının etkinliği yapısal vektör otoregresyon modeli ile tespit edilmeye çalışılmıştır.

Çalışma sonucunda, merkez bankalarının temel olarak açık piyasa işlemleri, zorunlu karşılık politikası ve destek imkanlarını para politikası aracı olarak kullandığı tespit edilmiştir. Ağustos 2007’de başlayan finansal krizde, merkez bankaları aldıkları önlemlerle finansal sistemin geniş ölçüde zarar görmesini engellemiş olmakla birlikte, operasyonel çerçevede birtakım değişiklikler yapmak zorunda kalmışlardır. Yapılan ampirik çalışmada, Türkiye’de 1996 – 2001 döneminde kur ve zorunlu karşılık oranlarındaki değişikliklerin, 2002 – 2008 döneminde ise Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası borç alma faiz oranındaki değişikliklerin mali piyasalar üzerinde daha baskın olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca, para politikasının genişletici ve daraltıcı olduğu dönemlerde mali piyasaların asimetrik tepki vermediği tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Para Politikası Araçları, Ağustos 2007 Finansal Krizi, Yapısal VAR.

ABSTRACT

Central banks have been employing monetary policy instruments to achieve their final goals. Monetary policy instruments can change from time to time and ordinary – extra ordinary times.

The aim of this study is to examine monetary policy instruments used by central banks, and to determine monetary policy instruments and liquidity management strategies used during extra ordinary times with a special emphasis during August 2007 financial crisis in the light of country experiences. Within this framework, the efficiency of the monetary policy instruments used actively in Turkey has been tried to be identified through structural VAR modeling.

As a result of this study, it has been determined that central banks mainly use open market operations, reserve requirement system, and standing facilities as monetary policy instruments. In the financial crisis starting in August 2007, although the measures taken by central banks have prevented the financial system facing a serious damage, it is seen that some improvements have to be arranged in the operational framework. According to the model, the changes in foreign exchange rates and in reserve requirement rates between 1996 – 2001 and the changes in the Central Bank of the Republic of Turkey borrowing interest rates between 2002 – 2008 had a greater impact on financial markets, in Turkey. Moreover, it has been determined that financial markets did not give asymmetric response to expansionary and contractionary monetary policy periods.

Key Words: Monetary Policy Instruments, August 2007 Financial Crisis, Structural VAR.

GİRİŞ

Merkez bankalarının ortaya çıkış nedenleri ülke bazında farklılaştığından modern rol ve amaçlara ulaşmada tek bir gelişim çizgisinden bahsetmek oldukça zordur. Merkez bankaları, ülkelerin banknot ihracını gerçekleştirme, hazinenin finansörü ve bankası olma fonksiyonlarını yerine getirme amacı ile kurulmuş finansal kuruluşlar iken günümüz merkez bankaları, fiyat istikrarı, tam istihdam ve ekonomik büyüme, finansal piyasaların istikrarı, ödemeler bilançosu dengesi ve ödeme sistemlerinin kesintisiz çalışması gibi amaçları gerçekleştirmeye çalışan ekonomilerin sağlıklı işleyişi açısından son derece önemli kurumlar haline gelmiştir.

Para politikası araçlarına ilişkin operasyonel süreçler belki de para politikasının en az ilgi çeken alanıdır. Literatür incelendiğinde, akademik çalışmaların çoğunluğunun para politikasının nihai amaçlarına odaklandığı, para politikasının günlük veya aylık uygulamalarına yönelik yapılan çalışmaların ise sınırlı olduğu görülmektedir. Ancak, merkez bankaları nihai hedeflerine ulaşmak için bir takım operasyonel hedefler belirlemekte ve bu hedeflere çeşitli para politikası araçları ile ulaşmaya çalışmaktadırlar. Para politikası araçları, sadece para politikasının uygulanması amacıyla değil aynı zamanda likidite yönetimi amacıyla da kullanılmaktadır. Bu açıdan para politikası operasyonları kısa vadeli belirsizliğin ve oynaklığın önlenmesi açısından son derece önemlidir.

Günümüz merkez bankalarının, fiyat istikrarı, uzun dönemli büyüme ve tam istihdam gibi nihai hedeflere ulaşmaya çalıştıkları bilinmektedir. Merkez bankaları arasında nihai hedef konusunda az çok paralellik olmasına karşın bu hedeflere ulaşma konusunda kullanılan para politikası araçlarının farklılaştığı dikkatleri çekmektedir.

Kullanılan para politikası araçlarının niteliği, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında zaman içerisinde farklılaşmakla birlikte 1990'lı yıllardan

itibaren çoğu ülke merkez bankasının doğrudan para politikası araçları yerine dolaylı para politikası araçlarını kullanmaya başladığı gözlenmektedir. Günümüz merkez bankaları, açık piyasa işlemleri, destek imkanlar ve zorunlu karşılık uygulamalarını belirli ölçülerde kullanmaktadır.

Ağustos 2007'de başlayan finansal çalkantı sırasında, merkez bankalarının aldığı önlemler finansal sistemin geniş ölçüde zarar görmesini engellemiş olmakla birlikte, operasyonel çerçevede birtakım değişiklikler yapmak zorunda kalmaları politika yapıcılarının olağan dışı durumlara karşı hazırlıksız olduğunun bir göstergesi olarak kabul edilebilmektedir. Ayrıca, merkez bankalarının kriz yönetiminin yanında para politikasının çerçevesi ve piyasa operasyonları konusunda gerekli ayarlamaları hala tartıştıkları gözlenmektedir. Dolayısıyla, mevcut para politikası araçlarının normal şartlarda başarılı olduğu ancak genele yayılmış piyasa çalkantıları için çok uygun olmadığı ve kriz sürecinde, merkez bankalarının daha farklı düzenlemelere gitmek zorunda olduğu düşünülmektedir.

Bu çalışmanın amacı, olağan ve olağan dışı durumlarda kullanılan para politikası araçları ve likidite yönetim stratejilerini incelemektir. Bu çerçevede, birinci bölümde merkez bankalarının geçmişte ve mevcut uygulamada kullandığı para politikası araçları incelenecektir. Para politikası araçları, doğrudan ve dolaylı para politikası araçları olmak üzere iki kategoriye ayrılarak ve bu araçların üstün ve zayıf yanları belirtilerek değerlendirilecektir. İkinci bölümde, gelişmekte olan ülkeler açısından model teşkil ettiği düşünülen Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası (FED), Avrupa Merkez Bankası (ECB) ve İngiltere Merkez Bankası (BOE)'nda kullanılan para politikası araçları hakkında bilgi verilecek ve bu ülkelerde 2007'de başlayan ve halen devam eden finansal çalkantı süresince para politikası uygulamaları anlamında alınmış olunan önlemlerden bahsedilecektir. Bu bölümde, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)'nin mevcut durumda kullandığı para politikası araçlarına ve son yaşanan çalkantı sonrasında almış olduğu önlemlere de değinilecektir. Ayrıca, Ağustos 2007 finansal krizinin bir anatomisi sunulduktan sonra, merkez bankalarının bu krizden çıkarması gereken dersler hakkında önerilerde bulunulacaktır. Üçüncü bölümde, Türkiye'de kullanılmakta olan

para politikası araçlarının etkinliğini ölçmeye yönelik bir yapısal vektör otoregresyon (SVAR) modeli oluşturulacaktır. Oluşturulan SVAR modeli, hem Aralık 1996 – Aralık 2001 hem de Ocak 2002 – Aralık 2008 dönemleri için tahmin edilecek, sonuçlar yorumlanarak Türkiye’de para politikası araçlarından hangilerinin hangi dönemlerde daha etkin olduğu belirlenmeye çalışılacak ve para politikası araçlarındaki değişikliklere piyasaların asimetrik tepki verip vermediği incelenecektir. Dördüncü bölümde ise çalışma genel hatlarıyla özetlenecek, kriz durumlarında merkez bankalarının alabileceği önlemlerden bahsedilecek ve ampirik bulguların genel bir değerlendirmesi yapılacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

Para politikası uygulaması, para arz ve talebini etkilemek amacıyla doğrudan ve dolaylı para politikası araçlarının kullanılmasını kapsamaktadır. Bu açıdan para politikası operasyonlarının genel çerçevesinin oluşturulması ülkeler arasında farklılıklar gösterebilmektedir. Günümüzde özellikle dış kaynaklı bir şokla karşılaşılması veya piyasa koşullarında ani değişiklikler olması durumunda yüksek esnekliğe sahip dolaylı para politikası araçlarının daha yaygın bir şekilde kullanıldığı görülmektedir.

Laurens (2005), para politikası uygulamasında, güçlü bir operasyonel çerçeve oluşturulmasını engelleyecek etkenlerin söz konusu olabileceğinden bahsetmektedir. Bu etkenlerin neler olduğu aşağıda açıklanacaktır:

- Mali baskınlık, para piyasası operasyonlarının etkinliğini engellemektedir. Bazı ülkelerde, mali baskınlık yatırımcı güvenini olumsuz etkilediğinden devlet iç borçlanma senedi (DİBS) piyasasının gelişimini engellemektedir. Hazinesin, merkez bankasından borçlanma eğilimi piyasada likidite fazlasının oluşmasına sebep olmakta, bu durum ise enflasyonist baskı olarak fiyat düzeyini ve döviz kurlarını etkilemektedir. Mali baskınlığın hakim olduğu bir ülkede merkez bankası, kamuya büyük miktarlarda ve genellikle piyasa faiz oranlarının altında bir orandan borç vermektedir. Ancak piyasada oluşan likidite fazlasını genellikle piyasa faiz oranlarından çekme yoluna gitmekte, dolayısıyla merkez bankaları zararla karşı karşıya kalmaktadırlar. Mali baskınlık, DİBS piyasasının gelişimini olumsuz etkilerken dolaylı olarak piyasa bazlı para operasyonlarının gelişimini ve finansal piyasaların gelişimini de olumsuz etkilemektedir. Çünkü açık piyasa işlemlerinde (APİ) kullanılan varlıklar genellikle DİBS olmaktadır.

- DİBS piyasasının gelişimindeki başarısızlık, piyasadaki paranın, merkez bankasının para yaratma amacıyla mı yoksa hazinenin merkez

bankası tarafından fonlanması nedeniyle mi ortaya çıktığı konusunda net bir ayrımın oluşmasını engellediğinden merkez bankası bilançosunun yönetilmesini zorlaştırmaktadır.

- Yapısal likidite fazlası, para piyasası operasyonlarının etkinliğini azaltmaktadır. Örneğin, yabancı bağış kaynaklarınca hükümete yapılan ödemeler yapısal likidite fazlasına yol açmaktadır. Şöyle ki, hükümetin kendisine gelen fonları merkez bankasına satıp elde ettiği yerli parayı kamu harcamalarında kullanması sonucu piyasada yapısal likidite fazlası ortaya çıkarken yerli paranın da değerlenmesine yol açabilmektedir. Merkez bankası ise büyük hacimlerdeki likiditeyi piyasadan çekmek durumunda kalmaktadır. Ancak, bu operasyonlar hem faiz oranlarında hem de bankaların rezervlerinde zaman zaman yüksek oynaklıklara neden olmaktadır.

Yukarıda bahsedilen etkenler makroekonomik etkenler olarak kabul edilmektedir.

- Bankalararası para piyasalarının yeterli derinliğe sahip olmaması, aktarım mekanizması yoluyla faiz ve kredi kanalının çalışmasını engelleyerek para piyasası operasyonlarının etkinliğini azaltmaktadır.

- Merkez bankalarının piyasa faaliyetlerini desteklemek amacıyla yapmış olduğu operasyonlar, zaman zaman piyasanın gelişimini felce uğratabilmektedir. Hatta bazen merkez bankasının bu yöndeki faaliyetleri parasal amaca ulaşmak için yapması gereken operasyonları ile çatışabilmektedir. Bazen de merkez bankasının bireysel kuruluşların likidite ihtiyaçlarını karşılamak için her an hazır olması bankalararası para piyasasının gelişimini engelleyebilmektedir.

- Hükümet ve merkez bankası kıymetleri için aktif bir ikincil piyasanın olmaması da para piyasası operasyonlarının etkinliğini azaltmaktadır.

Yukarıda bahsedilen etkenler piyasa oyuncularının kısıtları olarak kabul edilmektedir.

- Merkez bankalarının özerk olmaması,
- Merkez bankası kanunu ile sağlam bir yapısal çerçeve oluşturulmuş olsa dahi operasyonel özerkliğe sahip olmayan bir merkez bankasının para politikasının yürütülmesinde hedeflediği başarıya ulaşması zor görünmektedir.
- Likidite tahminindeki zayıflık, merkez bankalarını daha pasif nitelikteki para politikası araçlarını kullanmaya zorlamaktadır. Bu durum ise, piyasa bazlı para politikası araçlarının kullanımını geciktirmektedir.
- Etkin olmayan ödeme sistemleri hem likidite yönetimini hem de para piyasasının gelişimini engellemektedir.

Yukarıda bahsedilen etkenler ise, kurumsal kısıtlar olarak kabul edilmektedir.

1970'lerin sonlarından itibaren, sanayileşmiş ülkeler doğrudan para politikası araçlarından dolayı para politikası araçlarına yavaş yavaş geçmeye başlamışlardır. 1990'lı yıllardan itibaren de gelişmekte olan ülkelerin dolaylı para politikası araçlarını kullanmaya başladığı gözlenmiştir.

Merkez bankası para politikasını uygularken ya doğrudan düzenleyici gücünü kullanarak ya da para piyasası koşullarını etkilemek amacıyla dolaylı olarak merkez bankası parasını ihraç eden kurum sıfatıyla hareket edebilmektedir.

Alexander ve diğerleri (1995), merkez bankasının para politikası uygulamalarında kullandığı dolaysız ve dolaylı parasal araçlar arasındaki ayrımı iki şekilde ifade etmişlerdir:

1. Dolaysız araçlar, ya fiyata (faiz oranları gibi) ya da miktara (mevduat ve kredi miktarları gibi) müdahale ile sınırlamalar getirirken, dolaylı araçlar piyasada arz ve talep koşullarını etkileyecek şekilde kullanılmaktadır.

2. Dolaysız araçlar ticari bankaların bilançolarını hedef alırken, dolaylı araçların çoğu merkez bankası bilançosunu hedef almaktadır.

Dolaylı araçlar, genellikle bankaların rezerv arzını etkilediğinden piyasa bazlı araçlar olarak da adlandırılmaktadır. Ancak bu tanımlama söz konusu araçların nasıl kullanılacağına ilişkin minimum bir düzenleme içermeyeceği anlamına gelmemektedir.

Doğrudan araçların en yaygın türleri faiz oranı kontrolleri, banka bazında kredi tavanları ve yönlendirilmiş kredi türleri iken, dolaylı araçların en yaygın kullanılan türleri ise API, zorunlu karşılık politikası ve iskonto penceresi (destek imkanlar) uygulamalarıdır.

Laurens (2005), yapmış olduğu çalışmada para politikası araçlarını kurula dayalı araçlar ve para piyasası işlemleri olmak üzere iki grupta sınıflandırmaktadır. Kurula dayalı araçlar arasında disponibilitate uygulaması, zorunlu karşılık uygulaması ve destek imkanları yer almaktadır. Para piyasası işlemleri, açık piyasa benzeri işlemler ve açık piyasa işlemleri şeklinde sınıflandırılmaktadır. Açık piyasa benzeri işlemler kapsamında teminat karşılığı borç alma ve verme işlemleri, para politikası amaçları doğrultusunda devlet borçlanma senetleri ve merkez bankası senetlerinin birincil piyasada satılması ve sabit vadeli depoların kabul edilmesi yer almaktadır. Açık piyasa işlemleri, ikincil piyasada varlıkların doğrudan alınıp satılması, repo/ters repo ve döviz takas işlemlerini kapsamaktadır. Laurens'in yapmış olduğu bu sınıflandırma sıg bir piyasaya sahip ekonomilerde kullanılan araçlardan gelişmiş piyasaya sahip ekonomilerde kullanılan araçlara doğrudur.

Finansal piyasalar yeterince gelişmiş ise merkez bankaları piyasadaki genel likidite düzeyini etkilemek amacıyla API'yi tercih etmektedir. Bu kapsamda bankalar öncelikle ihtiyaç duyduğu likiditeyi piyasadaki temin etme yoluna gitmekte ancak piyasada likidite sıkışık ise bankalar merkez bankasından borç alma yoluna başvurmaktadır. Bazı ülke merkez bankalarının faiz oranları üzerindeki kontrolü sağlamak amacıyla piyasada kasıtlı olarak likidite açığı oluşturdukları gözlenmektedir.

Finansal piyasaları yeterince gelişmemiş ülkelerde ise menkul kıymet birincil piyasalarına merkez bankasının müdahale etmesiyle API yönetilmektedir. Bu araç kullanılırken günlük likidite dalgalanmalarını

minimumuna indirmek ve hedeflenen rezerv seviyesine erişebilmek amacıyla merkez bankası kredi ihaleleri, zorunlu karşılık oranları ve reeskont penceresi gibi diğer para politikası araçlarını da kullanmaktadır. Para piyasalarının derinliğinin az olduğu piyasalarda merkez bankası piyasaya likidite vermek amacıyla kredi ihalelerini kullanmaktadır. Ancak kredi ihaleleri, diğer araçlar oluşturulana kadar kullanılabilir bir geçiş aracı niteliğindedir. Bu ihalelerin en büyük yararı, piyasaya gösterge niteliğinde bir faiz sunabilmesidir. Bununla birlikte, merkez bankalarını kredi riski ile karşı karşıya bıraktığından ters seçim etkisine sahiptir (Alexander ve diğerleri, 1995, s.8).

Merkez bankaları reeskont ve diğer kredi verme araçlarını piyasadaki likidite sıkışıklığını gidermek, para ve kredi koşullarını kontrol etmek ve krediyi geçici olarak tahsis etme amacıyla kullanmaktadırlar.

Zorunlu karşılık uygulaması, merkez bankası ve bankaların yükümlülükleri ile doğrudan bağlantılıdır. Bu araç, aşırı likiditenin sterilize edilmesi amacıyla da kullanılabilir. Ancak, likiditenin piyasa katılımcıları arasında eşit bir şekilde dağılmadığı durumlarda etkin bir araç niteliğinde değildir. Ayrıca, zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi söz konusu değilse bu uygulama finansal kurumlar üzerinde bir vergi etkisi ortaya çıkarmakta ve yeterli esnekliğe sahip olmadığı için zorunlu karşılık oranının sık sık değiştirilmesi bankaların maliyetini artırabilmektedir.

Günümüzde çoğu merkez bankası kendi inisiyatiflerinde olan API'yi kullanma eğiliminde iken bankaların inisiyatifinde olan iskonto penceresi uygulamalarını çok fazla tercih etmemektedirler. Ayrıca, çoğu merkez bankası hala zorunlu karşılık uygulamasını sürdürmektedir. Ancak, zorunlu karşılık oranlarının sık sık değiştirilmesi yoluna gidilmemekte ve zorunlu karşılık oranlarını düşürme eğiliminde oldukları görülmektedir.

Tablo 1.1., 45 ülke ile yapılmış anket sonuçlarına göre 21 gelişmiş, 11 gelişen ve 13 gelişmekte olan¹ ekonomilerde kullanılan para politikası

¹ Dünya bankasının yapmış olduğu bir sınıflandırmadır. Kişi başına düşen gayri safi milli hasılası 10.065 ABD dolarından daha yüksek ülkeler gelişmiş, 3.256 ila 10.065 ABD doları arasında olan ülkeler gelişen ve 3.256 ABD dolarından daha düşük olan ülkeler ise gelişmekte olan ülkeler olarak sınıflandırılmaktadır.

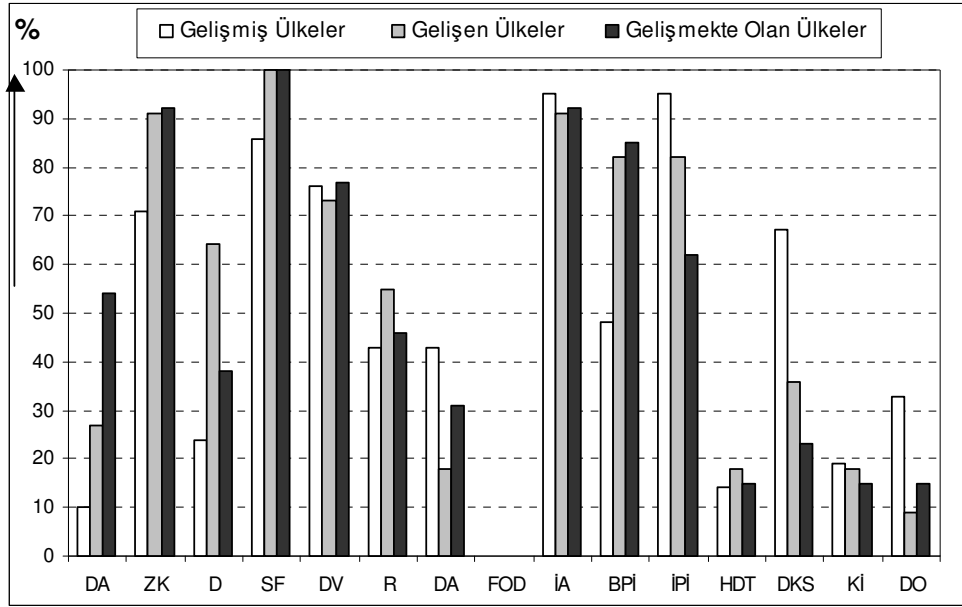
araçlarına ilişkin genel bir fikir vermektedir (Buzeneca ve Maino, 2007, s.7). Tabloda ilk göze çarpan, yıllar itibarıyla doğrudan para politikası araçlarından dolayı para politikası araçlarına doğru bir kayış olduğudur.

TABLO 1.1. PARA POLİTİKASI ARAÇLARI (Her Bir Gruptaki Para Politikası Araçlarını Kullanan Ülkelerin Yüzdesi)

	Gelişmekte Olan Ülkeler			Gelişen Ülkeler			Gelişmiş Ülkeler		
	1998	2001	2004	1998	2001	2004	1998	2001	2004
Doğrudan Para Politikası Araçları	54	15	15	27	18	18	10	5	0
Zorunlu Karşılıklar	92	100	100	91	91	91	71	67	71
Disponibilite	38	46	46	64	27	18	24	10	14
Destek İmkanlar	100	100	100	100	91	100	86	100	100
İhtiyari Parasal Araçlar	92	85	92	91	100	91	95	100	100

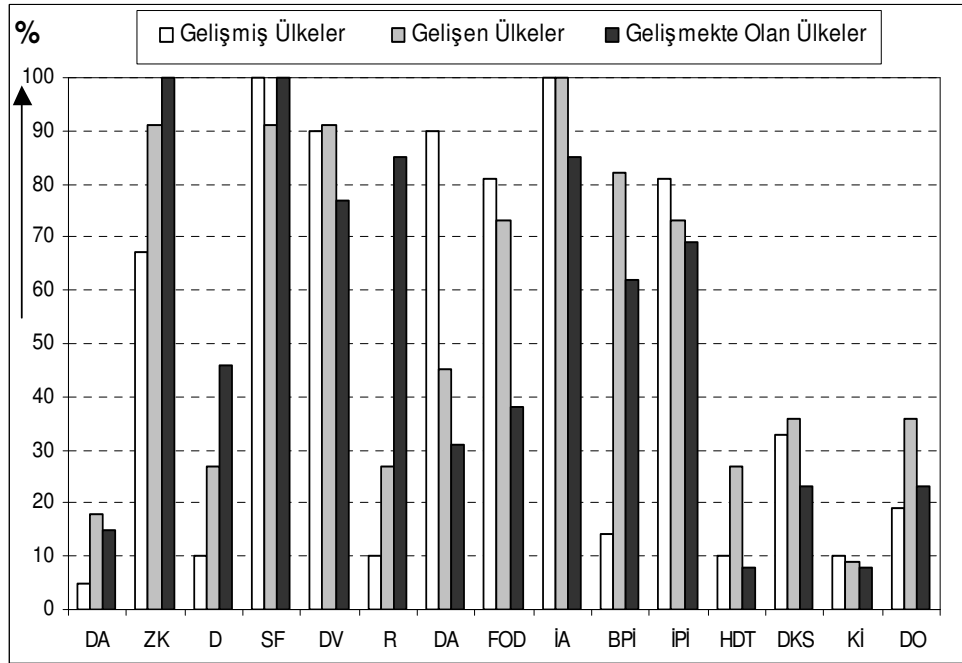
Kaynak: Para Politikası Araçları Bilgi Sistemi (ISIMP)

Buzeneca ve Maino'nun yapmış olduğu çalışmada ele aldıkları örneklemedeki ülkelerin 1998'den 2004 yılına gelindiğinde para politikası araç çeşitliliğini artırdıkları görülmektedir. Gelişmiş ülkeler para politikası araç çeşitliliği anlamında diğer ülkelere göre daha zengindir. Söz konusu çalışmada örneklemedeki ülkelerin en az yüzde elli beşinin kullandığı araçlar yoğun olarak kullanılan araçlar olarak adlandırılmaktadır. Gelişmiş ülkelerde yoğun olarak kullanılan araç sayısının 1998 yılından 2004 yılına gelindiğinde yükseldiği görülmektedir. Ancak gelişen ve gelişmekte olan ülkelerde bu artış oranının daha sınırlı olduğu gözlenmektedir. Bu durum, Grafik 1.1, 1.2 ve 1.3'te gösterilmektedir. Bu olgunun arkasında, gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarının ileri bir gelişmişlik düzeyine sahip olması yatmaktadır.



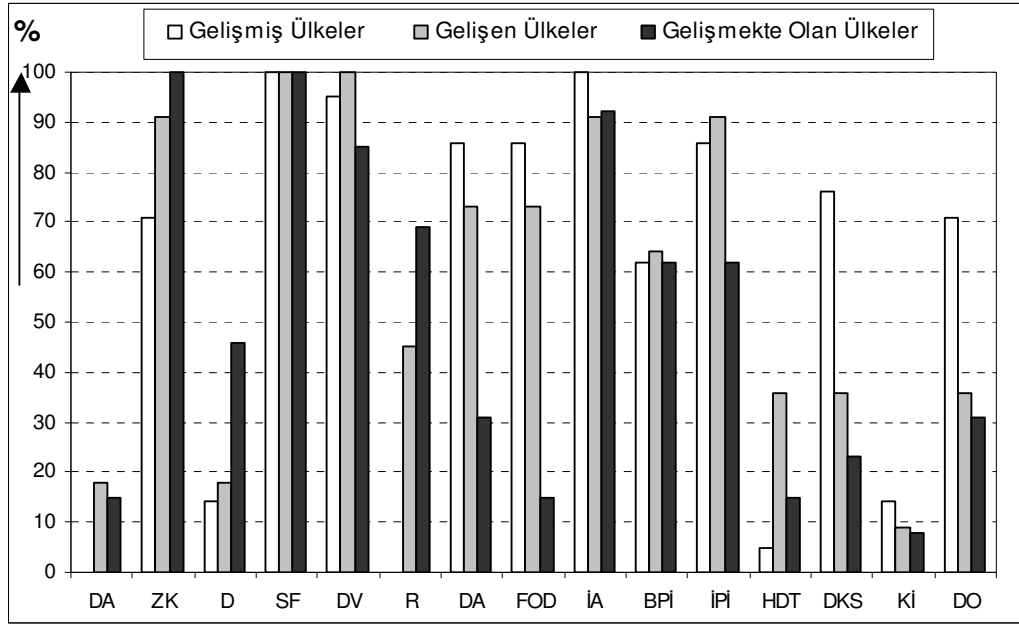
Grafik 1.1 : Ülke Gruplarına Göre Kullanılan Para Politikası Araçları* (1998)

Kaynak: ISIMP



Grafik 1.2 : Ülke Gruplarına Göre Kullanılan Para Politikası Araçları* (2001)

Kaynak: ISIMP



Grafik 1.3 : Ülkeler Grublarına Göre Kullanılan Para Politikası Araçları* (2004)

Kaynak: ISIMP (*) Doğrudan Araçlar (DA), Zorunlu Karşılıklar (ZK), Disponibilite (D), Destek İmkanlar (SF), Depo Verme İmkani (DV), Reeskont Kredisi (R), Depo Alma İmkani (DA), Faiz Oranı Düzenlemesi (FOD), İhtiyari Araçlar (İA), Birincil Piyasa İşlemleri (BPI), İkincil Piyasa İşlemleri (İPI), Hükümet Depolarının Transferi (HDT), Döviz Kuru Swapları (DKS), Kredi İhaleleri (Kİ), Depo Operasyonları (DO)

1.1. Doğrudan Para Politikası Araçları

Doğrudan para politikası araçları, merkez bankasının para politikası uygulamalarını piyasanın insiyatifi yerine yapmış olduğu yasal düzenlemeler aracılığıyla bizzat kendisinin gerçekleştirmesini sağlayan para politikası araçlarıdır. Doğrudan para politikası araçları, belli bazı kuruluşlara yöneltilmiştir (Parasız, 2007, s.84). Bu özelliği nedeniyle seçici araçlar olarak da adlandırılabilirler.

Doğrudan araçların en yaygın türleri faiz oranı kontrolleri, banka bazında kredi tavanları ve yönlendirilmiş kredi türleridir.

1.1.1. Faiz Oranı Kontrolleri

Merkez bankası, bankaların ve banka dışı mali kuruluşların minimum ve maksimum mevduat ve kredi faiz oranlarını veya mevduat ve kredi faiz oranları arasındaki farkı belirleyerek faiz oranlarına sınırlamalar getirebilmektedir. Bu çerçevede, farklı sektörler için farklı faiz oranları uygulanabilmekte, teşvik edilmek istenen sektörler için açılacak kredilerin faiz

oranları düşük tutulabilmekte, kaynakların istenilen sektörlere aktarılması amaçlanmaktadır.

Bankacılık sisteminde gözetim ve denetimin zayıf ve kredi alanlarıyla ilgili yeterli bilgi olmadığında kullanılabilir etkin bir araçtır. Ancak, taban veya tavan uygulaması bankacılık sistemi dışındaki sektörlerin gelişmesini teşvik edebilmektedir. Faiz oranlarına tavan konulduğunda, borçlanma maliyeti kullanıcılar açısından düşürülürken, aşırı sermaye kullanımına yol açmaktadır.

1.1.2. Kredi Tavanları

Merkez bankasının, ticari bankaların çeşitli ekonomik faaliyetlerle ilgili olarak verecekleri kredilere üst tavan getirmek suretiyle kullandığı bir para politikası aracıdır. Bankaların verecekleri toplam kredi miktarına ya da belirli sektörlere verecekleri kredi miktarına bir sınırlama getirilebilir. Özellikle teşvik edilmek istenen sektörlere verilen kredi tavanları yüksek tutularak kredilerin bu sektörlere yönelmesi amaçlanmaktadır. Kredi tavanının banka bazında uygulandığı durumlar da söz konusudur.

Bu tavanlar bankaların sermayesine, mevcut kredilerine, kredi alanlara ve mevduatlarına göre belirlenebilmektedir. Bu tür önlemlerle para otoriteleri, ticari banka fonlarının bazı spekülasyon faaliyet ve alanlara kayışını da önlemeyi amaçlamaktadırlar (Akçay, 1997, s.13).

Rezerv para yaratımı başka şekilde kontrol ediliyorsa, banka kredileri üzerinde etkin bir kontrol sağlanabilmektedir. Ayrıca, dolaylı para politikası araçlarına geçiş sürecinde parasal kontrol kaybını da minimize etmektedir. Ancak, kredi tavanlarının piyasa tarafından belirlenmemesi nedeniyle, banka kaynaklarının dağılımındaki etkinlik azalmakta ve bankacılık sistemi dışındaki faaliyetlerin özendirilmesine yol açtığından etkinlik kaybına yol açmaktadır. Ayrıca, bu araçların etkin bir şekilde kullanımı likidite fazlalığına (mevduatlar büyürken kredilere konulan tavanlar nedeniyle likidite fazlalığı oluşmaktadır) ve mali aracılık hizmetlerinin bozulmasına yol açabilmektedir.

1.1.3. Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları

Bankaların amaçlarına, risk durumuna ve likidite ihtiyacına bağılı olarak merkez bankası bankaların getirecekleri kıymetlere farklı reeskont kotaları uygulayabilmektedir. Reeskont kotaları yardımıyla bazı bankaların reeskont penceresinden daha fazla yararlanabilmesi, bazı sektörlerin desteklenmesi amaçlanmakla birlikte bazı sektörlerin de gelişimi sınırlanabilmektedir. Örneğin, turizm sektörüne daha fazla kaynak aktarılabilmesi amacıyla, turizmi destekleme kredisi veren bankaların reeskont kotaları yüksek tutulabilmektedir.

1.1.4. İthalat İçin Depozito Zorunluluğu

Merkez bankaları, ithalatçı kuruluşlarca yapılan toplam ithalat değerinin belirli bir yüzdesini merkez bankasına yatırma zorunluluğu getirerek ithalatı kısıtlama yoluna gidebilmektedir. Bu uygulama ya ithal edilen tüm mallara yönelik olarak gerçekleştirilmekte ya da ithal edilen bazı mallar hedef alınmaktadır. Tüm mallara yönelik olarak gerçekleştirilen uygulama, toplam talebi kısıtlayarak enflasyonist etkileri ortadan kaldırılabilmektedir.

1.1.5. Disponibilite Uygulaması

Hükümet veya para otoritesinin, ticari bankaları ve banka dışı mali kuruluşları, taahhütlerine karşılık olarak ellerindeki fonların belli bir oranını nakit ya da nakit benzeri kıymetler şeklinde merkez bankalarında tutmalarını zorunlu kıldıkları bir para politikası aracıdır. Disponibilite uygulaması, bankaların likiditesini düzenleyen ve etkileri açısından zorunlu karşılık uygulamasına benzeyen bir uygulamadır. Bu uygulamayla piyasadaki para arzının kontrolü sağlanmaktadır. Disponibilite uygulaması, hem dolaysız hem de dolaylı para politikası aracı niteliğinde olabilmektedir. Örneğin, bankalarda tutulan tüm pasiflere yönelik olarak uygulanıyor ise dolaysız, bankalarda tutulan pasiflerin bir kısmını içerecek şekilde uygulanıyor ise dolaylı bir araç niteliğinde olmaktadır.

Disponibilite uygulamasının birtakım dezavantajları bulunmaktadır:

- Bankaların varlık yönetimini olumsuz etkileyebilmekte,

- Finansal piyasalarda devlet borçlanma senetlerinin fiyatlamasını bozabilmekte,
- Aracılık faaliyetlerini olumsuz etkileyebilmekte,
- Parasal kontrolün etkinliğini bozabilmekte,
- İkincil piyasaların gelişimini engelleyebilmektedir.

Gelişmiş ülkelere nazaran gelişmekte olan ülkelerde kurala dayalı araçların² daha yoğun olarak kullanıldığı görülmektedir (Buzeneca ve Maino, 2007, s.17). Gelişmekte olan ülke piyasalarındaki fazla likiditenin varlığı ve bu ülke piyasalarının çok fazla gelişmemiş olması bu araçların yoğun olarak kullanılmasının nedenleri olarak gösterilebilmektedir.

1.1.6. Finansal Kurumların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi

Merkez bankası, banka ve banka dışı mali sektörün portföyünde hangi kıymetlerden ne düzeyde bulundurabileceklerini belirleme yoluna gidebilir. Örneğin, merkez bankası düzenlemeyi yaptığı kurumların satın alacakları tahvil ve hisse senedi gibi menkul kıymetlerin hangi faaliyet dallarına ait olabileceğini, bunların oranının veya miktarının ne kadar olabileceğini bu tür bir düzenleme ile belirleyebilmektedir. Böyle bir düzenleme ile, finansal kuruluşların ellerinde bulunan fonlar, ekonomik büyümeye katkıda bulunabilecek sektörlerle aktarılmış olmaktadır. Bu düzenlemenin etkili olabilmesi için o ülkedeki finansal piyasaların yeterli düzeyde bir derinliğe sahip olması gerekmektedir. Ancak, bu tarz doğrudan para politikası araçlarının daha çok gelişmekte olan ülkelerde uygulandığı ve bu ülkelerde finansal piyasaların gelişmişlik düzeyinin düşük olduğu göz önüne alındığında, uygulamadan çok yüksek bir başarı oranı beklenmemektedir.

² Zorunlu karşılık, disonibilite ve destek imkanlar kurala dayalı para politikası araçları olarak da adlandırılmaktadır.

1.1.7. Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü

Hisse senedi ve tahvillerin taksitle satın alınması durumunda, otoriteler bazı senetlerin satın alımında ne kadar peşin ödeme yapılacağını belirleyebilir. Böylece kişisel tasarrufların yönelebileceği bazı faaliyet ve alanlar kısıtlanırken, bazıları özendirilebilir. Bu tür kredi kontrolleri, Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'nde 1930'lu yıllarda bankaların borçlandıktan sonra senet piyasalarında spekülasyon yaparak, senet fiyatlarını aşırı yükseltmeleri ve daha sonra aldıkları senetleri teminat olarak göstererek yeniden borçlanmaları, buna bağlı olarak para arzını artırmaları nedeniyle uygulamaya konulmuştur. FED, bu çerçevede, parasal kontrolü sağlayabilmek amacıyla, bankaların senet fiyatlarının belirli bir marj içerisinde, bir kısmının satın alan tarafından nakden karşılanmasını öngörmüştür (Akçay, 1997, s.15)

1.1.8. Tüketici Kredilerinin Kontrolü

Merkez bankaları veya hükümetler, konut dahil çeşitli dayanıklı tüketim mallarının taksitli satışlarında, banka müşterilerinin peşin olarak ödeyecekleri minimum para miktarını, kredinin vadesini ve faizlerini değiştirerek, söz konusu dayanıklı mallara yönelik talebi teşvik edebileceği gibi kısıtlama imkanına da sahip olmaktadır.

Çoğunlukla gelişmiş ülkelerde ve taksitle satışın yoğun olduğu ülkelerde etkili olabilecek bu kontrol aracı kısa vadede kaynakların kalkınma açısından daha etkin sektörlere yönlendirilmesi açısından etkin olmakla birlikte, uzun süre uygulandığında dayanıklı tüketim malları üreten sektörlere önemli zarar verebilmektedir.

1.1.9. Asgari Ödeme Oranı

Genellikle sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde kullanılan bir para politikası aracıdır. Menkul kıymet araçlarına yatırım yapan yatırımcıların, toplam yatırım tutarlarının asgari ödeme oranı tutarındaki kısımlarını kendi öz kaynaklarıyla finanse etmek zorunda oldukları, bu tutarın dışında kalan kısmı ise banka kredileriyle finanse edebilecekleri bir

uygulamadır. Menkul kıymetler piyasasına gidecek toplam fon miktarını ve bu piyasadaki araçların fiyatlarını etkileme gücüne sahiptir.

1.1.10. Özel Mevduatlar

Ticari bankaların kendilerine yatırılması zorunlu tutulan bazı mevduatların, merkez bankasına aktarılmasını öngören böylece para arzının kontrolünü sağlayacak nitelikteki araçlardır. BOE, geçmişte bazı mevduatların kendisine yatırılmasını zorunlu kılmıştır. Bu mevduatlar asgari karşılık oranının hesaplanmasında dikkate alınmamıştır. Bu uygulamadaki amaç, APİ ya da zorunlu karşılıklar yoluyla para arzının kontrolünde yeterli etkinliğin sağlanamadığı durumlarda piyasanın etkinliğinin sağlanmasıdır. İthalat teminatları söz konusu araca örnek olarak gösterilebilir.

Özel mevduatlar yasal karşılık oranlarını değiştirmenin bir alternatifidir ve bu alternatif çoğu merkez bankası tarafından kullanılmaktadır (Güneş,1990, s.21).

1.1.11. Merkez Bankasının Moral Takviyesi

Merkez bankası, banka ve banka dışı finansal kuruluşların genel olarak davranışlarını değiştirmesi için telkin ve tavsiyelerde bulunma yoluna gitmektedir. Yasal bir dayanağı olmayan bu politikanın başarısı, ülkenin bankacılık sektörü geleneklerine ve toplumun değer yargılarına göre değişmektedir. Merkez bankası, bankacıları uyarıcı nitelikte yapmış olduğu görüşmelerle bankaların ellerindeki kaynakları spekülatif amaçlarla kullanmamalarını ve kalkınmasını istediği sektörlerle daha fazla kredi verilmesini sağlayabilmektedir. Bu politika, özellikle Asya ülkelerinde (Japonya, Singapur, Malezya gibi) çok sık kullanılmaktadır.

1.1.12. Reklâm ve Resmi Olmayan Öğütler

Merkez bankasının görüşlerinin kamuoyu tarafından bilinmesini sağlamak için birçok yol vardır. Merkez bankası basın yoluyla görüşlerini kamuoyuna açıklayabileceği gibi, yapacağı tavsiyelerle firmaların beklentilerini değiştirmelerini de sağlayabilmektedir (Akçay, 1995.s.16).

1.1.13. Taksitli Satışlar

Piyasada taksitli satışlar arttığında nakit talebi düşmektedir. Bir satış işleminde peşinat oranının yüksek olması para talebini artırırken, taksitlerin uzun bir döneme yayılması ve vade farkı nedeniyle uygulanacak faizin düşük olması para talebini azaltmaktadır.

1.1.14. Sözlü Müdahale

Doğruyu söylemenin ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini göz önüne alarak merkez bankaları arzu ettiği gerçeği belirtme yoluna gidebilmektedir. Bu politika literatürde “sözlü müdahale” olarak adlandırılmaktadır.

Yukarıda bahsedilen doğrudan para politikası araçlarının bazı avantaj ve dezavantajları mevcuttur.

Doğrudan para politikası araçlarının avantajları;

- Kredinin toplam miktarının ve dağılımının kontrol etmede güvenilir bir araçtır.
- Gerek uygulanması ve gerekse kamuya ve politikacılara açıklanması görece olarak daha kolaydır.
- Maliyetleri göreceli olarak daha düşüktür.
- Belirli kredileri belirli sektörle tahsis etme olanağı bulunduğu için hükümetler için daha caziptir.
- Finansal piyasaları gelişmemiş olan ülkelerde, doğrudan para politikası araçları, finansal piyasalar gelişinceye kadar uygulanabilecek en etkin araç niteliğindedir.
- Dolaylı araçların kullanımına geçiş sürecinde faiz oranlarındaki oynaklığı engellemek amacıyla kullanılmaktadır.

- Finansal çalkantı dönemlerinde uygulanabilecek ikinci en iyi ya da tamamlayıcı araç niteliğindedirler.

Doğrudan para politikası araçlarının dezavantajları;

- Kaynaklar etkin bir şekilde dağıtılamamaktadır. Örneğin, kredi tavanı ya belirli sektörlere kredi vermek ya bankaların verebilecekleri kredi miktarına tavan koymak ya da belirli bir süre yürürlükte kalmak şeklinde uygulanmıştır. Özellikle kredilerin kamu bankaları aracılığıyla kullanıldığı ülkelerde özel sektör bankacılığının gelişimi sekteye uğramıştır.

- Bazı bankalar üzerinde yapılan selektif kredi kontrolleri, piyasaları bozmakta ve piyasaya yükledikleri ilave maliyetler ise tam olarak ölçülememektedir.

- Ekonomiyi kontrol eden diğer araçlarda olduğu gibi doğrudan para politikası araçları da rekabeti engellemektedir.

- Krediyi nihai olarak kimin kullandığı bilinemediğinden, hedeflenen kitleye hizmet edip etmediği saptanamamaktadır.

- Kontrol edilemeyen piyasalara veya yurtdışı piyasalarına mevduat kayışına yol açabilmektedir. Hem borç verenler hem de borç alanlar için zamanla etkinliğini kaybettiğinden hanehalkı ve firmalar yurtiçindeki bu kontrollerden kurtulmak için yurtdışından borçlanma yoluna gidebilmektedir.

1.2. Dolaylı Para Politikası Araçları

1.2.1. Dolaylı Para Politikası Araçlarına Genel Bakış

Parasal operasyonlar, politika kararlarının finansal piyasalar ve daha genel anlamda ekonomi üzerinde istenen etkilerin ortaya çıkması için para politikasının uygulanmasını ifade etmektedir. Bu bağlamda para otoritelerinin ulaşmayı amaçladıkları hedefler ve bu hedeflere ulaşmak için hangi araçları kullanacaklarına karar vermeleri gerekmektedir. Çoğu ülkede merkez bankalarının uzun vadeli hedefi, fiyat istikrarını sağlamaktır. Ancak

operasyonel amaçlar için günlük stratejik hedef ise belirli bir faiz oranı veya döviz kuruna ulaşmaktır.

Para politikası araçları, sadece para politikasının uygulanması amacıyla değil aynı zamanda likidite yönetimi amacıyla da kullanılmaktadır. Bu açıdan para politikası operasyonları kısa vadeli belirsizliğin ve oynaklığın önlenmesi açısından son derece önemlidir.

Finansal liberalizasyon aracılığıyla ekonomideki kredi ve tasarrufların etkin bir şekilde tahsisi gerçekleşmektedir. Parasal alanda finansal liberalizasyon, doğrudan araçlardan dolayı araçlara doğru bir hareketi ifade etmektedir. En önemli dolaylı para politikası araçları; APİ, destek imkanlar³ ve zorunlu karşılık uygulamasıdır.

Gelişmiş ülkelerdeki çoğu merkez bankası bu üç aracı da belirli ölçülerde kullanmaktadır. APİ ve destek imkanlar kısa vadeli faiz oranlarını kontrol altında tutmak amacıyla kullanılırken, zorunlu karşılık uygulamasının (zorunlu karşılıkların ister tamamına ister bir kısmına faiz uygulansın) böyle bir fiyat etkisi bulunmayabilir.

Pek çok ülkede APİ'nin kısa vadeli faiz oranlarına gösterge olması gibi kayda değer bir rolü bulunmayabilmektedir. Bunun arkasında ya likidite tahminlerinde çok başarılı olunmaması ya da piyasada fazla likiditenin bulunması (merkez bankasının da fazla likiditenin tamamının çekilme maliyetine katlanmak istememesi) etkili olmaktadır. Piyasada fazla likiditenin olduğu durumlarda destek imkanlar faiz oranlarından merkez bankası borç alma faiz oranı piyasa faiz oranlarına gösterge olmaktadır.

Dolaylı para politikası araçları, doğrudan para politikası araçlarına göre daha etkindir. Dolaylı araçların daha etkin olmasının nedenlerinden biri, doğrudan araçlar resmi olmayan finansal sektörün gelişmesine neden olurken dolaylı araçların böyle bir etkisi bulunmamaktadır. Teknolojik gelişmelerin tetiklediği finansal yenilikler bilgi ve işlem maliyetini azalttığından doğrudan araçların dolaylı araçlara nazaran maliyet avantajı ortadan kalkmış

³ Bu uygulama reeskont penceresi kredilerinin şekil değiştirerek likiditenin son borç verme mercii işlevine bürünmesi sonucu gecelik vadede destek imkanı halini almıştır.

bulunmaktadır. Dolaylı araçlar piyasa aracılığıyla kullanıldığından parasal koşulları etkilemede kullanılabilir (Alexander ve diğerleri, 1995 s.14).

Dolaylı araçlar, para politikası uygulaması anlamında daha geniş esneklik imkanı sağlamaktadır. Gerektiği durumlarda (finansal şoklar gibi) bu araçlarda ani değişikliğe gidilebilmesi mümkün iken, doğrudan araçlarda böyle bir imkan bulunmamaktadır. Çünkü doğrudan araçların yapıları bu tür değişikliklere çok uygun değildir. Örneğin, kredi tavanı uygulamasında konulan tavanlar genellikle çeyreklik ya da yıllık dönemler için uygulanmakta, dolayısıyla bu araçlar kullanılarak zamanında tepki verilmesi söz konusu olmamaktadır. Ayrıca bu tarz araçlarda sık yapılan değişiklikler bankacılık sektörü üzerine ilave bir maliyet yüklemektedir.

Piyasa katılımcılarına dayalı olan dolaylı araçlar, para politikası oluşturulurken ve krediler tahsis edilirken ortaya çıkabilecek politik etkilerin ortadan kaldırılmasına yardımcı olmaktadır.

Dolaylı para politikası araçları, finansal piyasaların gelişmesine ve derinleşmesine de katkıda bulunmaktadır. Kredilerin tahsisinde herhangi bir kısıtlama getirmediği için kredilerin etkin ve rekabete uygun bir şekilde dağılmasını sağlamaktadır. Böylece finansal serbestleşmeyle birlikte hem tasarruflarda bir artış sağlanmakta hem de yatırımların etkinliğini artırmaktadır.

1.2.1.1. Açık Piyasa İşlemleri

APİ, merkez bankasının dolaşımdaki para miktarını azaltıp çoğaltmak için, hazine bonosu ve devlet tahvilleriyle, özel sektöre ait bazı tahvil ve senetleri alıp satma işlemleridir (Parasız, 2005,s.349).

Merkez bankaları tarafından APİ hem defansif yani savunmaya yönelik olarak hem de ofansif yani hücumu yönelik olarak kullanılmaktadır. Ancak uygulamaya baktığımızda bu iki tip işlemi birbirinden ayırmak oldukça güçtür. Bu iki tanımlamanın temelinde şu ayırım yatmaktadır; merkez bankası para tabanını değiştirici yönde ortaya çıkan etmenlerin etkilerini ortadan kaldırmak amacıyla hareket ediyorsa defansif nitelikte APİ uyguluyor diğer

taftan para tabanını tehdit eden herhangi bir etmen olmasa bile merkez bankası para tabanını değiştirmeye yönelik hareket ediyorsa ofansif nitelikte API uyguluyor demektir (Parasız, 2005, s.349).

Merkez bankasının inisiyatifinde kullanılan bir araç olan API, para politikası aracı olarak destek imkanlardan sonra ortaya çıkmıştır. İlk gerçekleştirilen API'nin hangi işlem olduğu konusunda literatürde farklı görüşler bulunmaktadır:

- King'e göre ilk API, 1834 yılında likidite yönetimi amacıyla BOE tarafından gerçekleştirilmiştir.
- Clapham'a göre ise ilk API, 1830'lu yıllarda çok geniş kapsamlı likidite çekme operasyonu şeklinde BOE tarafından gerçekleştirilmiştir.
- Bloomfield ise 1880-1914 yılları arasında API'nin BOE tarafından konsol olarak adlandırılan borçlanma senetlerinin satın alınması şeklinde nadiren de olsa kullanılan bir araç olduğunu ifade etmektedir.
- Mishkin'e göre ise, bu araç 1920'lerde FED tarafından kullanılmıştır.

Keynes ve Friedman'ın API'nin önde gelen savunucularından olduğu bilinmektedir. Bu iki ekonomistin ortak noktası API'yi para politikasının uygulanmasında yeterli ve etkin bir araç olarak görmeleridir.

1930'lardan 1950'lilere kadar olan dönemde API lehine olan bir tartışma da API'nin uzun vadeli faiz oranlarını hatta genel olarak getiri eğrisinin şeklini doğrudan etkileyebileceği yönündeydi. Tarihi uygulamalarına bakıldığında API'nin getiri eğrisin etkilemek amacıyla kullanıldığı görölmektedir. Örneğin, FED, 1961 yılında yeni Kennedy döneminde, bu amaçla portföyündeki kısa vadeli devlet borçlanma senetlerini satarak karşılığında uzun vadeli devlet borçlanma senetlerini satın alma yoluna gitmiş ve getiri eğrisinin şeklini değiştirmiştir. Bundesbank'ın 1974 yılında piyasa oranlarını düşük düzeylerde tutmak amacıyla uzun vadeli DİBS aldığı bilinmektedir. API'nin getiri eğrisini etkilemek amacıyla geçici olarak

kullanıldığı görülse de, savaş zamanları dışında bu politikanın, etkin ve uygun olmadığı değerlendirilerek yapılarak kısa zamanda terk edilmiştir. Kısa vadeli faiz oranlarının açıkça hedeflendiği günümüzde, API'ye ilişkin bu gibi tarihi değerlendirmeler artık geçerliliğini yitirmiştir.

Merkez bankası, parasal tabanının boyutunu belirlemek için API aracılığıyla istediği kadar tahvil alıp satabilir. Ayrıca, merkez bankası piyasadaki çeşitli etmenlerin etkileri hakkında edindiği yeni bilgilere ve piyasada hissettiği değişikliklere göre, parasal tabanı sürekli olarak istediği yönde ayarlayabilir. Yani API'nin kolaylıkla tersine çevrilmesi mümkündür. Bu açılarından değerlendirildiğinde API'nin çok esnek bir para politikası aracı olduğu değerlendirilmektedir. API'ye katılmak konusunda katılımcılar açısından bir zorunluluk bulunmamaktadır. İstenilen sıklıkta ve miktarda API ile piyasanın fonlanması ya da piyasadaki fon çekilmesi mümkün olduğundan, likiditenin ve kısa vadeli faiz oranlarının yönetilmesi açısından son derece etkin bir araçtır. Finansal rekabetin ve piyasanın gelişmesine katkıda bulunmaktadır.

API'nin en önemli ve sakıncalı yönü ise bu işlemlerin ilk etkisinin sermaye piyasasının yoğunlaştığı yerlerde olmasıdır. Dolayısıyla işlemin etkisinin tüm ekonomiye yayılması zaman alabilmektedir.

Doğrudan para politikası araçlarından dolayı para politikası araçlarına geçiş sürecinde API, ikincil piyasalar yeterince gelişmediği için birincil piyasalarda gerçekleştirilmektedir. İkincil piyasa, merkez bankalarına daha büyük bir esneklik sağlamaktadır. API, birincil piyasada gerçekleştirilirken sadece devlet borçlanma senetleri ve merkez bankası bonoları kullanılabilirken, ikincil piyasada gerçekleştirilirken yeterli düzeyde kredi kalitesine sahip özel sektör kıymetleri de kullanılabilir.

Merkez bankası yükümlülükleri, enflasyona ve reel gelirdeki büyümeye bağlı olarak zaman içinde artma eğilimindedir. Uzun vadede rezerv paraya olan talepteki artış merkez bankası tarafından ya kısa vadeli borç verme miktarı artırılarak ya da periyodik olarak uzun vadeli menkul kıymetlerin veya dövizin doğrudan alımı yapılarak karşılanmaktadır.

Bankacılık sisteminde geçici bir likidite açığı varsa merkez bankasının APİ aracılığıyla piyasaya likidite sunabileceği alternatifler arasında;

- Teminat karşılığı kısa vadeli kredi sağlamak,
- Kısa vadeli menkul kıymetleri veya döviz doğrudan almak,
- Repo yapmak,
- Kısa vadeli döviz takası yapmak

yer almaktadır (Gray ve Talbot, 2006 s.38).

Bankacılık sisteminde geçici bir likidite fazlası varsa merkez bankasının APİ aracılığıyla piyasadaki likidite çekebileceği alternatifler arasında;

- Kısa vadeli depo kabul etmek,
- Kısa vadeli döviz ve bono satmak,
- Ters repo yapmak,
- Kısa vadeli döviz takası yapmak

yer almaktadır (Gray ve Talbot, 2006 s.38).

1.2.3.1.1. Açık Piyasa İşlem Çeşitleri

APİ işlem çeşitleri, doğrudan işlemler - ters işlemler veya sürekli işlemler – kısa süreli işlemler gibi literatürde farklı sınıflandırmalara tabi tutulabilmektedir.

Doğrudan İşlemler: APİ kapsamında gerçekleştirilen doğrudan alım ve satım işlemleri 1960'lı yıllara kadar yoğun bir şekilde kullanılmıştır. Doğrudan işlemlerde kullanılan menkul kıymetin niteliği repo ve ters repoda kullanılanlara göre daha önemlidir. Çünkü, doğrudan işleme konu olan kağıdın vadesi aynı zamanda işlemin vadesini göstermekte ve söz konusu vadedeki

piyasa faiz oranlarını etkileyebilmekte, ayrıca kağıtla ilgili kredi ve piyasa riskini merkez bankası üstlenmiş olmaktadır.

Günümüzde doğrudan alım işlemleri, bankacılık sistemine yapısal rezerv arzı sağladığından hala çok önemlidir. FED ve BOE uygulamalarına bakıldığında, repo işlemi ile sadece rezerv arzının günlük kontrolü gerçekleştirilirken, doğrudan işlemlerin rezerv arzı içinde daha büyük bir paya sahip olduğu görülmektedir. Dolayısıyla bu iki merkez bankasının büyük bir kıymet portföyü bulunmaktadır. ECB uygulamasına bakıldığında ise, para politikasının uygulanmasından kaynaklanan bir kıymet portföyünün bulunmadığı, ancak yatırım amaçlı olarak satın alınan kıymetlerden oluşan bir portföyünün olduğu görülmektedir.

Ters İşlemler (Repo ve Ters Repo İşlemleri): Merkez bankaları tarafından repo işlemlerinin kullanılmaya başlanması bu aracın piyasa tarafından kullanılmaya başladığı dönemle az çok örtüşmektedir. Bu işlemin özelliklerine bakıldığında doğrudan işlemlerle destek imkanları arasında bir yerde olduğu görülmektedir.

Sürekli İşlemler: Bazı durumlarda ekonominin içinde bulunduğu şartlar nedeniyle, merkez bankası daha uzun vadeli işlemlere başvurabilmektedir. Örneğin, reel ekonomide gözlenen bir canlanma ya da görece uzun vadeli mevsimsel dalgalanmaların etkilerinin minimize edilmesi gibi nedenlerle uzun dönemli rezerv arzı ya da rezerv talebi uygulamalarına gidebilmektedir (Orhan ve Erdoğan, 2003, s.72). Merkez bankasının üretim kesiminin ihtiyaçlarını optimal düzeyde karşılamak amacıyla reel canlanmanın olduğu dönemlerde, para arzının artırılması gerektiği durumlarda, finansal kuruluşların bu ihtiyaca yeterli düzeyde karşılık verebilmesi için piyasaya uzun vadeli rezerv sağlama yoluna gidebilmektedir. Bu kapsamda doğrudan alım ve satım işlemleri merkez bankasının piyasaya uzun vadeli olarak likidite arz ettiği ya da piyasadaki likiditeyi çektiği işlemler olarak gösterilebilir.

Kısa Süreli İşlemler: Merkez bankası yapacağı değerlendirmeler sonucunda piyasadaki likiditenin kısa süreli olarak artacağı ya da azalacağı

sonucuna ulaşması durumunda geçici (kısa süreli) APİ uygulamasına gidebilir. Bu bağlamda repo ve ters repo işlemleri ile likidite senedi ihraç ve erken itfa işlemleri kısa süreli işlemler kategorisinde yer almaktadır.

Farklı sınıflandırmalara tabi tutulabilen bu işlem çeşitlerinin genel özellikleri aşağıda verilmiştir:

Doğrudan Alım: Bu işlem, tedavülde bulunan kıymetlerin, işlem tarihinde belirlenmiş fiyat üzerinden işlem valöründe merkez bankasınca APİ yapmaya yetkili kuruluşlardan satın alınması işlemidir (TCMB, APİ Uygulama Talimatı, 2004, s.4).

Genellikle, piyasada kalıcı likidite sıkışıklığı olduğunda tercih edilen bir APİ çeşidi olan doğrudan alım işlemi sonucu piyasaya uzun vadeli olarak fon arz edilmiş olmakta ve piyasa katılımcılarının ellerinde bulunan kıymetler ise APİ portföyüne alınmaktadır.

Doğrudan Satım: Bu işlem, APİ portföyündeki mevcut kıymetlerin, işlem tarihinde belirlenmiş fiyat üzerinden işlem valöründe merkez bankasınca APİ yapmaya yetkili kuruluşlara satılması işlemidir (TCMB, APİ Uygulama Talimatı, 2004, s.4).

Genellikle piyasada kalıcı likidite fazlası olduğunda tercih edilen bir APİ çeşidi olan doğrudan satım işleminde katılımcının rezervleri kalıcı olarak azaltılırken merkez bankası APİ portföyü de bir o kadar azaltılmış olmaktadır.

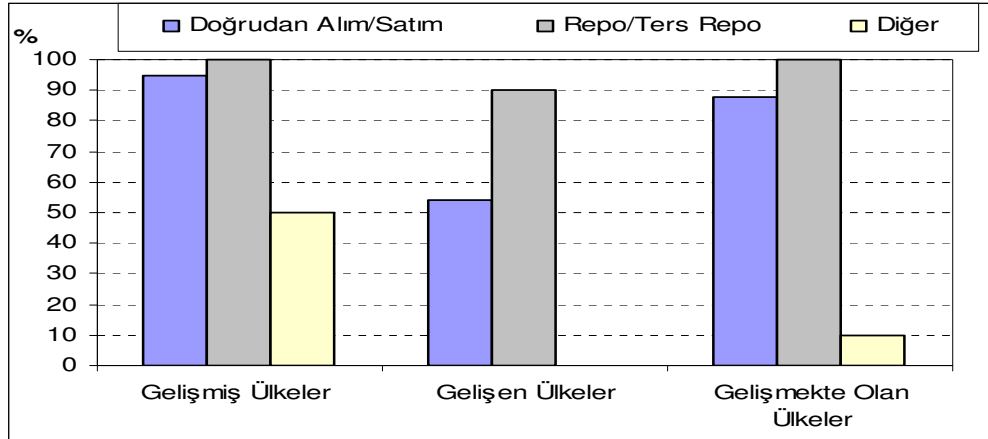
Geri Satım Vaadi ile Alım (Repo): Repo işlemi, genellikle piyasada likidite sıkışıklığının geçici olduğu durumlarda, bankacılık sistemi likiditesinin geçici süre için artırılması amacıyla kullanılır. Bu işlemde, merkez bankası APİ yapmaya yetkili kuruluşlardan, işlem tarihinde sözleşme yaparak işlem valöründe belirlenen fiyat üzerinden, ilerideki bir tarihte geri satmak taahhüdüyle kıymet satın alır. Geri satım fiyatı, alış işleminin valör tarihinde belirlenir. İşleme taraf kuruluş da işlem vadesinde repo işlemine konu kıymeti satın almayı taahhüt eder (TCMB, APİ Uygulama Talimatı, 2004, s.5).

Geri Alım Vaadi ile Satım (Ters Repo): Ters repo işlemi, genellikle piyasada geçici likidite fazlasının olduğu durumlarda, fazla likiditenin

çekilmesi amacıyla yapılan bir işlemdir. Bu işlemde, merkez bankası portföyündeki kıymetleri, APİ yapmaya yetkili kuruluşlara, işlem tarihinde sözleşme yaparak işlem valöründe belirlenen fiyat üzerinden, ilerideki bir tarihte geri almak taahhüdüyle satar. Geri alım fiyatı, satış işleminin valöründe belirlenir. İşleme taraf kuruluş da işlem vadesinde ters repo işlemine konu kıymeti merkez bankasına satmayı taahhüt eder (TCMB, APİ Uygulama Talimatı, 2004, s.5).

Likidite Senetleri İhraç/Erken İtfa: Merkez bankasının piyasadaki fazla likiditenin çekilmesine yönelik olarak ihraç ettiği kısa vadeli senetlerdir. Literatürde merkez bankası senetleri (likidite senedi) olarak adlandırılmaktadır. Piyasadaki fazla likidite koşulları tersine döndüğünde ise merkez bankası ihraç etmiş olduğu senetleri erken itfa etme yoluna giderek piyasaya fon arz etme yoluna gidebilmektedir.

Buzeneca ve Maino (2007), ikincil piyasada gerçekleştirilen APİ'nin ülke gruplarına göre dağılımının şu şekilde olduğu göstermektedir (Grafik 1.4).



Grafik 1.4 : İkincil Piyasada Gerçekleştirilen İşlem Türleri

Kaynak: ISIMP

1.2.3.1.2. İhale Süreçleri

1970'lerin sonlarından itibaren, ihale uygulamaları APİ için standart bir araç haline gelmiştir. Uygulamalara bakıldığında ihalelerin ya sabit oranlı ya da değişken oranlı bir şekilde gerçekleştirildiği görülmektedir.

Sabit oranlı ihalelerde, merkez bankası ihale öncesinde bir faiz veya fiyatı ilan etmekte ve işleme katılanlar da belirlenen fiyat ya da faizden talep ettikleri miktarı merkez bankasına bildirmektedirler. İhalenin sonuçlandırılmasında iki değişik yöntem uygulanabilmektedir. İlk yöntemde merkez bankası tüm katılımcıların taleplerinin belirli bir yüzdesini karşılamakta, ikinci yöntemde ise ihaleye gelen tüm talepler karşılanmaktadır. İlk yöntem daha yoğun olarak kullanılmaktadır. Sabit oranlı ihaleler, merkez bankasına dört önemli avantaj sağlamaktadır:

1. Bu ihaleler aracılığıyla merkez bankaları para politikası duruşları konusunda güçlü bir sinyal vermiş olmaktadır.

2. Değişken oranlı ihalelerde oluşan faiz oranını, piyasa katılımcıları, sinyal verilen faiz oranı seviyesi olarak algılayabilmektedir. Ancak, bu ihalelerde oluşan faiz oranının hangi seviyede oluşacağı merkez bankalarının ihaleye gelen talebi değerlendirme politikası ile alakalı olmaktadır.

3. Sabit oranlı ihaleler, günümüz merkez bankalarının açık bir şekilde faiz oranlarını kontrol politikasıyla da uyuşmaktadır.

4. Son olarak bu ihaleler daha basittir ve küçük bankaları koruyan niteliktedir.

Değişken oranlı ihalelerde, katılımcılar hem oranı hem de miktarı bildirmektedirler. Tüm talepler toplandıktan sonra merkez bankası oluşan talep eğrisinin belirli bir noktasında ihaleyi kesme yoluna gitmektedir. İhalenin kesilme kriterinin ne olacağı konusunda sabit oranlı ihalelerin tersine pek çok alternatif bulunmaktadır. Örneğin bir repo ihalesi kesilirken gelen teklifler için belirli bir faiz oranı belirlenip, söz konusu faiz oranının üzerinde kalan tüm teklifleri kazandırma yoluna gidilebilmektedir. Bir başka yöntem de merkez bankasının ihale ilanında vereceği tutarı da açıklayıp repo ihalesi için tüm teklifler yüksek faizliden düşük faizliye doğru sıralandıktan sonra ilanda belirttiği tutara denk gelen faiz seviyesinden ihaleyi kesme yoluna gitmesidir. ECB, bu yöntemi aylık olarak düzenlediği uzun vadeli fonlama operasyonlarında kullanmaktadır.

Değişken oranlı ihalelerin sabit oranlı ihalelere nazaran iki avantajı bulunmaktadır. Birincisi, katılımcıların talep ettikleri tutar için ödemeye razı oldukları faiz oranını göndererek gerçek piyasa faiz oranının oluşmasını sağlamasıdır. İkinci avantajı ise sabit oranlı ihalelerin etkinliğini potansiyel olarak bozan aşırı talep ve yetersiz talep fenomeninden uzak kalmayı sağlamasıdır.

Değişken oranlı ihaleler ya Amerikan tipi yani çoklu fiyat ihalesi şeklinde ya da Hollanda tipi yani tek fiyat ihalesi şeklinde gerçekleştirilebilmektedir.

1.2.3.1.3. Açık Piyasa İşlemlerinin Vadesi

Merkez bankası öncelikle piyasadaki likidite düzeyini kalıcı bir şekilde mi geçici bir şekilde mi ayarlamak istediğine karar vermelidir. Eğer merkez bankası piyasadaki likidite düzeyini kalıcı olarak değiştirmek isterse bunu uzun vadeli menkul kıymetleri ya da dövizini doğrudan alarak yapması daha uygun olmaktadır. Merkez bankası kısa vadeli operasyonları aracılığıyla hem kısa vadeli faiz oranlarını etkilemeyi amaçlamakta hem de likidite yönetimini sağlamaktadır. Uzun vadeli operasyonları aracılığıyla sadece likiditeyi yönetmek amaçlanmakta, faiz oranları konusunda bir sinyal vermek normal koşullarda amaçlanmamaktadır.

Operasyonların göreceli olarak daha kısa vadeli yapılmasının bir nedeni de, uzun vadeli operasyonların merkez bankasının para politikası kararlarının etkisini azaltması ve getiri eğrisinde karışıklığa yol açmasıdır. Para politikasını oluşturan kurul ayda bir kez toplanıyor ise iki toplantı tarihi arasında düzenlenen operasyonların vadesinin sonraki toplantı tarihini geçmemesi ideal olan uygulamadır. Ancak, eğer merkez bankası uzun vadeli operasyonları faiz oranı oluşturmak amacıyla kullanıyor ve bankalar merkez bankasının faiz oranlarını artıracaklarını düşünüyorsa, mümkün olduğunca uzun vadeli borçlanmak isteyecekler ve fazla likiditelerini kısa vadede depo vermek isteyeceklerdir. Bu durum ise kısa vadeli faiz oranlarının düşmesine yol açabilecektir. Yani kısa vadeli getiri eğrisi üzerinde istenmeyen bir bozulma olacaktır. Bu açıdan bakıldığında iki haftadan daha uzun vadeli

işlemler faiz oranı oluşturma amaçlı kullanılıyor ise piyasadaki getiri eğrisi üzerinde bozulmalara yol açacaktır. ECB'nin 2004 yılının birinci çeyreğinde yapmış olduğu düzenlemeler bu bozulmayı önlemeye yönelik olmuştur. Bu çerçevede, zorunlu karşılıkların uygulandığı rezerv dönemi, para politikasına ilişkin kararın verildiği toplantıdan sonra düzenlenen ilk temel fonlama operasyonunun takas günü başlamakta ve rezerv dönemi içinde son yapılan temel fonlama operasyonunun vadesi diğer rezerv dönemine sarkmamaktadır. Böylece rezerv dönemi içinde tek bir politika faiz oranı kullanılmış olmaktadır.

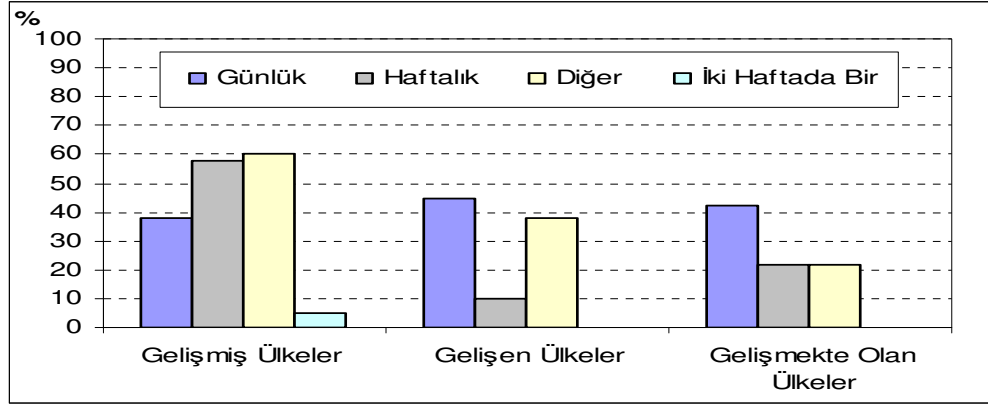
Bununla birlikte merkez bankaları API'nin vadesini belirlerken API'ye taraf katılımcıların vade tercihini de göz önünde tutabilmektedirler. Bazı katılımcılar, işlemin vadesinin kısa olmasını likidite yönetiminde esneklik sağladığı gerekçesiyle tercih ederken, bazıları da likidite yönetimi açısından uzun vadeli belirsizlikleri ortadan kaldırdığı için uzun vadeli işlemleri tercih edebilmekte, bazıları ise hem kısa hem de uzun vadeli işlemlerin aynı anda yapılmasını tercih edebilmektedir.

1.2.3.1.4. Açık Piyasa İşlemlerinin Yapılma Sıklığı

API, düzenli veya düzenli olmayan bir çerçevede gerçekleştirilebilmektedir. API'nin gerçekleştirilme sıklığı ve vadesi uzadıkça genellikle API ile verilen ya da çekilen likidite tutarı da azalmaktadır.

Çoğu merkez bankası API'yi düzenli bir programa göre gerçekleştirmektedir. Örneğin, her gün, haftada bir gün ya da her rezerv döneminde bir kez olmak şeklinde düzenleyebilmektedir. ECB her hafta düzenli olarak temel fonlama operasyonlarını düzenlemektedir. FED de işlemlerini düzenli olarak yapmaktadır. FED, operasyon yapacağı günler sabah 9:30'a kadar piyasa yapımcılarını aramazsa o gün ihale açmayacağı anlamına gelmektedir. Operasyonun yapılacağı gün birden fazla operasyon yapılacaksa FED sabah 8:20 gibi piyasa yapımcılarını aramaktadır. Buzeneca ve Maino (2007), çalışmalarında, API'nin yapılma sıklığına bakıldığında günlük, haftalık ve iki haftalık sıklıklarda yapıldığı ancak, düzensiz aralıklarla

yapılan APİ'nin her üç ülke grubunda da yer aldığını göstermektedir (Grafik 1.5).



Grafik 1.5 : İkincil Piyasada Gerçekleştirilen İşlemlerin Sıklığı

Kaynak: ISIMP

Düzensiz olarak yapılan APİ pek çok şekilde yürütülebilmektedir. Örneğin, likiditedeki beklenmeyen değişikliklerin piyasa faiz oranları üzerindeki olası etkilerini ortadan kaldırmak amacıyla düzenlenebilmektedir. Düzensiz APİ önceden planlanmamış ve merkez bankasının çok hızlı bir şekilde gerçekleştirmek istediği operasyonlardır. İnce ayar operasyonları, bu operasyonlara örnek olarak gösterilebilmektedir. Bu operasyonların yapılma sıklığı ve vadesi belli değildir.

Bir merkez bankasının para piyasasındaki likiditeyi etkilemesinin en hızlı ve basit yolu işlemi tek bir katılımcı ile yani kotasyon yöntemiyle gerçekleştirmesidir. Bazı gelişmiş ülkelerde bu tarz bire bir düzensiz operasyonlar nadiren kullanılmaktadır. Euro bölgesinde ise likidite çekme işlemleri temelde kotasyon yöntemiyle gerçekleştirilmektedir. Kotasyon yönteminin hızlı ve basit olma gibi avantajları olmasının yanı sıra bazı dezavantajları da bulunmaktadır. Çoklu operasyonlarda olduğu gibi likiditenin piyasaya eşit bir şekilde dağıtılması mümkün olmamakta ve işlemlerin sinyal verme etkisi ortadan kalkmaktadır. Eğer merkez bankası bu işlemleri küçük bir katılımcı grubu ile düzenli bir şekilde yaparsa diğer katılımcılar merkez bankasının adaletsiz bir şekilde hareket ettiğini düşünmekte bunun sonucunda da piyasaya aktif olarak katılma konusunda daha az istekli olmaktadır.

1.2.3.1.5. Açık Piyasa İşlemlerinde Fiyat veya Miktar Hedefi

API'de reeskont uygulamasında olduğu gibi hem fiyat hem de miktar etkisi mevcuttur. Merkez bankaları API ihalelerinde teorik olarak ya piyasaya vereceği / piyasadan çekeceği miktarı belirlemekte ve faiz oranlarının piyasa tarafından belirlenmesine izin vermekte ya da ihalede geçerli olacak faizi ilan etmekte ve işlem hacminin piyasa tarafından belirlenmesine izin vermektedir. Merkez bankasının fiyatı mı miktarı mı belirleyeceği, merkez bankasının fiyatı belirleyerek piyasaya güçlü bir sinyal mi vermek istediği yoksa miktarı belirleyerek piyasadan uygun faizin ne olduğu konusunda bilgi almak mı istediğine bağlı olarak değişmektedir.

API aracılığıyla merkez bankaları para piyasasından kıymet satın alır ya da satar. Bu alım/satım işleminin sonucunda bankaların likiditeleri artar/azalır. Bankaların mevcut likidite düzeyindeki değişim ise para yaratma politikalarını etkiler.

API'nin miktar etkisi, öncelikle banka likiditesini, sonra çarpan mekanizması yoluyla para arzını etkilemektedir. Reeskont politikası aracılığıyla para arzındaki genişleme izlenirken API ile para arzındaki genişleme önlenmekte ya da artırılmaktadır. Bu açıdan bakıldığında API'nin reeskont aracına göre daha etkili bir araç olduğu görülmektedir (Parasız, 2007, s.77).

API'nin fiyat etkisi, merkez bankalarının para piyasalarına kıymet arz edici ya da talep edici konumda katılmalarından kaynaklanmaktadır. Yani merkez bankaları, API aracılığıyla piyasada oluşmuş denge fiyatını etkileyebilmektedirler.

API'de merkez bankalarının fiyatı belirleyerek sinyal vermesi çok yaygın kullanılan bir yöntemdi ve piyasa katılımcıları merkez bankasının operasyonlarını inceleyerek politika duruşu konusunda bir değişikliğe gidip gitmeyeceği konusunda bir fikir sahibi olabilmekteydi. Ancak, bu yöntem günümüzde daha az kullanılan bir yöntem haline gelmiştir. Mevcut uygulamada miktar önceden ilan edilmekte ve piyasa katılımcıları faiz oranını belirlemektedir. Örneğin, ABD'de Federal Açık Piyasa Komitesi (FOMC) bir

hedef faiz oranı belirlemede, yapacağı APİ işlemiyle piyasaya ne kadar likidite vereceği ya da piyasadan ne kadar likidite çekeceğini yaptığı likidite öngörülerini doğrultusunda piyasaya ilan etmekte ve piyasa katılımcıları da hedef faiz oranından çok az sapmayla tekliflerini vermektedir.

1.2.3.2. Reeskont Penceresi İşlemleri ve Destek İmkanlar

Reeskont uygulaması, bankaların ellerindeki ticari senetleri, vadeleri dolmadan merkez bankasına belirli bir faiz oranından iskonto ettirerek fon elde etmelerini sağlayan ve çoğunlukla finansal piyasaların gelişmediği ülkelerde yaygın olarak kullanılan bir para politikası aracıdır. Reeskont uygulaması, APİ ve zorunlu karşılık uygulaması ile karşılaştırıldığında daha eski bir para politikası aracıdır. 1914 yılından önce, her merkez bankasının en azından bir resmi faiz oranını iskonto oranı olarak kote ettiği ve 1920'lere kadar bu aracın baskın olarak kullanıldığı görülmektedir. Daha sonraki süreçte, özellikle yapısal likidite açığından kaynaklanan finansmanda APİ'nin yoğun olarak kullanıldığı görülmektedir.

Reeskont penceresi politikasının hem miktar hem de fiyat etkisi bulunmaktadır. Ticari bankalar ellerindeki senetleri merkez bankalarına belirli bir faiz oranı üzerinden iskonto ettirdikten sonra elde ettikleri parayı müşterilerine kredi vermek amacıyla kullanmakta, bu ise bankaların para yaratma sürecinin başlangıcını oluşturmaktadır. Merkez bankaları, senetleri iskonto ettikleri faiz oranı seviyesini değiştirerek piyasadaki kısa vadeli faiz oranı seviyesini etkileyebilmektedir. Buradan anlaşılacağı üzere reeskont uygulamasının hem miktar hem de fiyat etkisi bulunmaktadır.

Merkez bankalarının iki çeşit reeskont politikası olabilmektedir. Birinci uygulamada, merkez bankası son borç verme mercii fonksiyonu doğrultusunda hareket ederek iskonto oranını piyasa faiz oranlarının üzerinde bir seviyeden belirlerken ikinci uygulamada ise merkez bankası ilk borç verme fonksiyonu doğrultusunda hareket ederek iskonto oranını piyasa faiz oranlarının altında bir seviyeden belirlemektedir. Çoğu az gelişmiş ülke merkez bankasının ilk borç verme fonksiyonu doğrultusunda reeskont oranlarını belirlediği görülmektedir.

Merkez bankası ilk borç verme fonksiyonu doğrultusunda hareket ederken para talebini doğrudan belirleyecek güce de sahiptir. Şöyle ki, merkez bankası reeskont oranını piyasa faiz oranının üstünde bir düzeye çıkardığında bankaların reeskont talebi de azaltılmış olmaktadır. Azalan reeskont kredisi, borçlanma maliyetini artırmakta, tahvil fiyatlarının düşmesine neden olmakta, tahvil fiyatının düşmesi, tahvile olan talebi artırırken ve paraya olan talebi azaltmaktadır.

Reeskont politikasının etkin bir politika olarak az gelişmiş ülkelerde uygulanabilmesi için, çok yaygın olarak kullanılmaması ve piyasada fazla likiditenin olmaması gerekmektedir.

Reeskont oranları; parasal tabanı, merkez bankası bilançosunu ve piyasa faizlerini etkilediğinden yararlı bir para politikası aracı olarak uygulanmıştır. Reeskont faizleri arttığı zaman piyasanın likidite talebi azaldığından parasal taban etkilenmektedir. Diğer taraftan oranların artmış olması bankaların pasiflerini büyütürken varlıklarını azaltmaktadır (Güneş, 1990, s.12). Ancak az gelişmiş ülkelerde bu politika aracı çok etkin bir şekilde kullanılamayabilmektedir. Çünkü çoğu az gelişmiş ülke merkez bankasına iskonto ettirilen senetlerin ticari işlemlerden kaynaklanmayıp sadece borç ilişkisinden kaynaklandığı; bu ülkelerin likidite açığından ziyade likidite fazlasına ve sığ bir tahvil ve bono piyasasına sahip olduğu görülmektedir.

Reeskont penceresi uygulamalarının doğası gereği bu imkandan yararlanma karşı tarafın ihtiyarındadır. Normal koşullarda katılımcıların her an erişimlerinin mümkün olduğu bu aracı, katılımcılar daha çok işlem gününün sonuna doğru kullanmakta ve bu aracın aşırı kullanılmasının önlenmesi amacıyla genellikle piyasa faiz oranı üzerinde bir orandan fiyatlanmaktadır. Bu araç, likidite yönetiminin emniyet kemeri olarak kabul edilmektedir. Merkez bankaları, bankacılık sisteminin ihtiyaç duyduğu likiditeyi ya tutmaları gereken ortalama zorunlu karşılık rakamlarını ayarlayarak ya da API'yi kullanarak sağlamasını beklemektedir. Dolayısıyla, destek imkanların mümkün olduğunca seyrek kullanılmasını istemektedir. Bu amaçla da merkez bankaları bazı önlemler almaktadır. Örneğin, bu imkandan yararlanmak isteyen bankanın sermayesinin belirli bir yüzdesi kadar bu

imkanı kullanmasına izin verilebilmekte veya bir rezerv döneminde bu imkanı kullandığı gün sayısında belirli bir sınırlamaya gidilmekte veya cezalı bir faiz oranından borç almakta ya da borç verebilmektedir. Bu kısıtlamalara gitmesinin arkasındaki gerekçe ise ikincil piyasanın derinliğinin kaybolmasının önüne geçilmek istenmesidir (Gray ve Talbot, 2006, s.46).

Friedman ve Mishkin gibi bazı ekonomistler, bu imkanın para politikasının yürütülmesinde mümkün olduğunca az kullanılmasını savunmuşlardır. Ancak, Bindseil (2004), ister ara hedefe isterse nihai hedefe ulaşmada API'ye nazaran destek imkanların daha basit bir yöntem olduğunu ileri sürmüştür.

Destek imkanların sistemden tamamen kaldırılması çok zordur. Böyle bir imkanın olmadığı bir ekonomide kısa vadeli faiz oranlarında son derece aşırı oynamalar görülebilecektir. Bu durum 1914 yılı öncesi destek imkanların olmadığı ABD deneyiminde görülmektedir. 1907 yılına bakıldığında Ocak ayında faiz oranı yüzde 2'den yüzde 5'e, Mart ayında yüzde 3'ten yüzde 25'e, Ekim ayında yüzde 5'ten yüzde 125'e, Kasım ayında yüzde 3'ten yüzde 75'e ve Aralık ayında yüzde 2'den yüzde 25'e yükseldiği görülmektedir (Bindseil, 2004, s.104-105).

1.2.3.2.1. Destek İmkanlar İşlem Çeşitleri

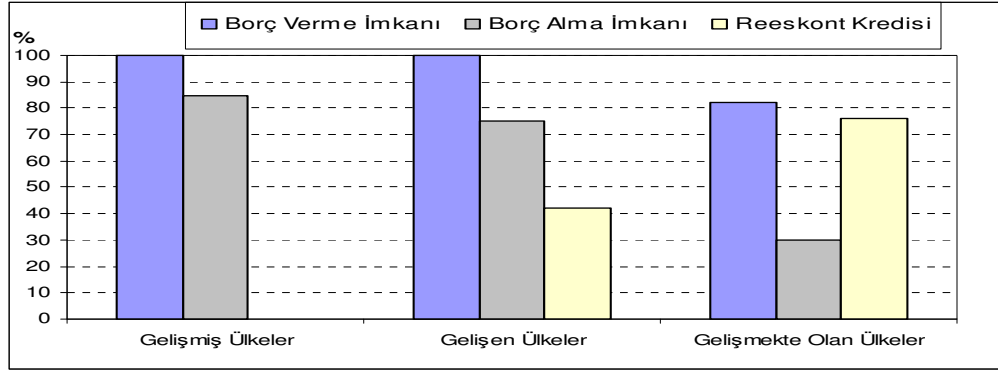
1.2.3.2.1.1. Depo Verme İmkanı

Günümüz uygulamalarına bakıldığında reeskont kredilerinin şekil değiştirmeye başladığı ve destek imkanlar şeklinde gecelik vadede borç alma ve verme şeklinde uygulandığı görülmektedir. Orijinal anlamında reeskont uygulaması, kısa vadeli ticari bir senedin merkez bankasına satılması ve merkez bankasının bu senedi satın alırken senedin nominal değerini önceden belirlediği iskonto oranından iskonto ettikten sonra senedin bedelini karşı tarafa ödeme işlemidir. Yirminci yüzyılın ilk yirmi yılında para politikası az çok reeskont uygulamasına eşitti. Günümüzde orijinal anlamıyla reeskont penceresini uygulayan çok sayıda merkez bankası kalmamış olmakla

beraber, hala bazı merkez bankalarının (Mısır Merkez Bankası gibi) klasik reeskont uyguladığı da bilinmektedir.

Lombard olanağı ise merkez bankasınca önceden belirlenmiş bir vade için uygun teminatlar karşılığında borç alınması işlemidir. Klasik reeskont uygulamasına nazaran iki avantajı bulunmaktadır. Birincisi, merkez bankası borç verme işlemlerine bir vade standardı getirmiş; ikincisi ise daha geniş kapsamlı senet borç alma işlemleri için kullanılmaya başlanmıştır.

Genel olarak tüm merkez bankalarında depo verme imkanı mevcuttur. Buzeneca ve Maino (2007)'nin çalışmalarındaki örneklem grubunda yer alan ülkelerin yüzde 80'den fazlası borç verme imkanına sahiptir (Grafik 1.6).

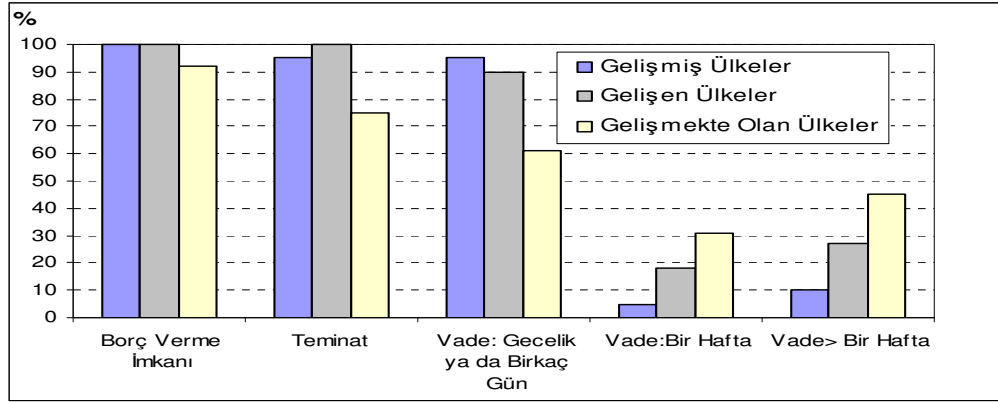


Grafik 1.6 : Destek imkanlar Kullanımı

Kaynak: ISIMP

Depo verme imkanı, genellikle teminat karşılığına gerçekleşmekte olup uygulanan faiz oranı merkez bankasının temel operasyonlarında kullandığı faiz oranının üzerinde bir düzeyden belirlenmektedir. Depolara uygulanan faiz oranı piyasa faiz oranının gidebileceği üst seviyeyi de belirlemiş olmaktadır. Depo verme imkanı tipik olarak bankaların kısa vadeli likidite ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla gecelik vadede kullanılmaktadır. Gelişmiş ülkelerde bir hafta ve daha uzun vadelerde borç verme imkanı kullanılmamaktadır (Grafik 1.7). Çünkü bu ülkeler yeterince derin ve sağlam para piyasalarına sahiptir ve bu imkan ancak gün sonundaki likidite dengesizliklerini gidermek amacıyla kullanılmaktadır. Dolayısıyla normal koşullarda uzun vadeli olarak kullanımına çok gerek kalmamaktadır. ECB'nin ek borç verme imkanı ile FED'in birincil ve ikincil kredi imkanı bu uygulamaya

örnek olarak verilebilmektedir. Bazı uygulamaların bankaların uzun vadeli fonlama ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla kullanıldığı da bilinmektedir.



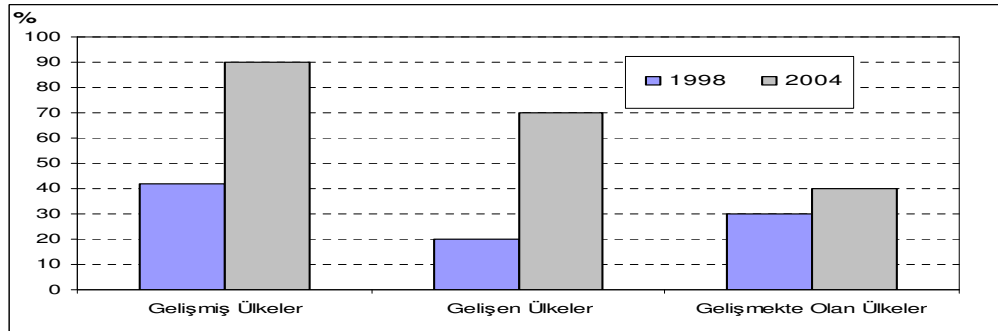
Grafik 1.7 : Destek imkanlar Uygulamasında Borç Verme İmkânı (2004)

Kaynak: ISIMP

Depo verme imkanının olmadığı, maliyetinin çok yüksek olduğu veya erişimi konusunda netlik olmadığı durumlarda bankalar daha fazla rezerv tutma eğilimindedir (Gray ve Talbot, 2006, s.47).

1.2.3.2.1.2. Depo Alma İmkânı

Merkez bankaları belirli bir vadedeki piyasa faiz oranlarına bir alt seviye oluşturmak amacıyla bu imkanı kullanmaktadır. Depo alma imkanı, depo vermeye nazaran daha az kullanılmaktadır. Ancak, yine de giderek artan sayıda ülke tarafından kullanılmaya başlandığı görülmektedir (Grafik 1.8.). Bu imkanla ticari bankalar önceden belirlenmiş bir orandan merkez bankasına genellikle gecelik vadede borç vermektedirler. Gelişmekte olan ülkelerin ise bir hafta ya da daha uzun vadelerde borç verdiği görülmektedir.



Grafik 1.8 : Borç Alma İmkânı Artan Kullanımı

Kaynak: ISIMP

Bir merkez bankası, likiditeyi temel olarak APİ ve ortalama rezerv aracılığıyla yönetmek istiyorsa, depo alma faiz oranını piyasa faizinin oldukça altında bir seviyede belirlemektedir. Piyasadaki fazla likiditeyi çekmek isteyen proaktif bir merkez bankası faiz oranlarının hedeflenen düzeyin altına inmesini engellemek amacıyla bu operasyonu bono satışları aracılığıyla gerçekleştirmektedir. Bazı merkez bankalarının piyasadaki fazla likiditeyi hatasız bir şekilde öngöremediklerinden dolayı, depo alma imkanını etkin bir şekilde kullandıkları görülmektedir. Öyle ki, depo alma imkanı temel para politikası aracı haline gelebilmektedir (Gray ve Talbot, 2006, s.48).

1.2.3.2.2. Simetri mi Asimetri mi?

Çoğu merkez bankası, bankacılık sistemine her iki yönlü (hem borç alma hem de borç verme) müdahalede bulunmak istememekte, böyle bir uygulamanın ikincil piyasanın gelişimine zarar vereceği düşünüldüğünden sadece bankaların net ihtiyaçlarını karşılamayı tercih etmektedirler. Merkez bankalarının piyasa faiz oranlarına göre cezalı bir orandan uygulanan borç alma ve verme faiz oranları piyasanın oldukça altında/üstünde ise simetrik olarak uygulanabilmektedir. Gelişmiş ülkelerde bu imkana uygulanan faiz oranları, piyasa faiz oranlarının oldukça altında ya da üstünde olduğundan bu imkanı yoğun olarak kullanmanın önüne geçilmektedir.

Gelişen ülkelerde işlem taraflarının karşı tarafın güvenilirliği konusundaki şüpheleri, işlem taraflarını daha düşük bir orandan merkez bankasıyla işlem yapmaya zorlamaktadır. Dolayısıyla gelişen ekonomilerde destek imkanlar, APİ'ye ve bankalar arası işlemlere nazaran daha ağırlıkta uygulanan bir araç olmaktadır. Bankalararası piyasadaki likiditenin derinliği o piyasa için destek imkanların ne kadar önemli olduğunun temel bir göstergesi olmaktadır. Dolayısıyla derinliğin az olduğu bir para piyasasında destek imkanlar aktif olarak kullanılmaktadır (Gray ve Talbot, 2006, s.49).

ECB, BOE ve FED uygulamalarına bakıldığında destek imkanların para politikası aracı olarak kullanılmasında esas alınan modern görüş şu şekilde özetlenebilmektedir :

- API, destek imkanlara yapısal bir şekilde başvurulmayacak nitelikte uygulanmalıdır. Destek imkanların sadece öngörülemeyen likidite sıkışıklığında kullanılması sağlanmalıdır.
- Bu aracın kullanılmasında miktar kısıtı gibi herhangi bir kısıtlamaya gidilmemeli, eğer bir kısıtlamaya gidilecekse sadece fiyat mekanizması yoluyla bir kısıtlamaya gidilmelidir.
- Uygun teminat listesi, sadece merkez bankası bilançosuna aşırı riskli kağıtların alınmasını önlemek amacıyla belirlenmelidir.
- Klasik reeskont anlayışı yerine, bankaların merkez bankasından borçlanabilme olanağı destek imkanlar kapsamında gerçekleştirilmelidir (Bindseil, 2004, s.144).

1.2.3.3. Zorunlu Karşılık Uygulaması

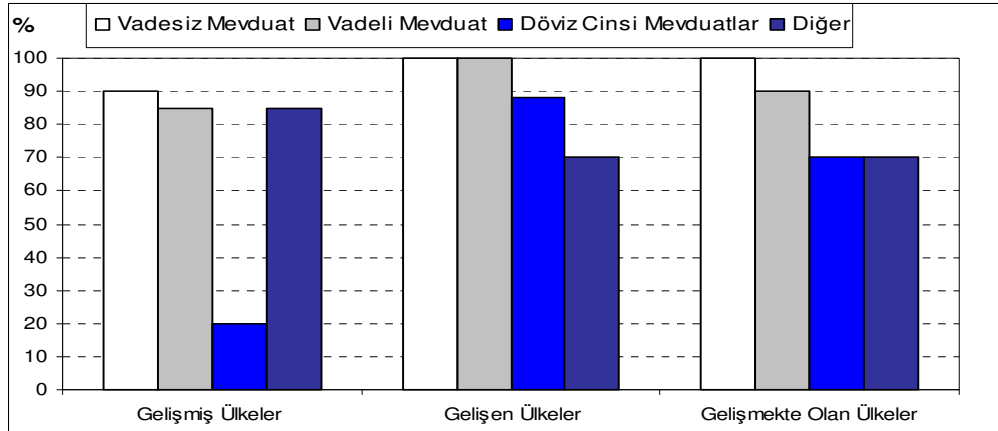
Merkez bankaları bankacılık sisteminin likidite arz ve talebini etkilemek için temelde üç para politikası aracını kullanmaktadır. Bunlar, zorunlu karşılık politikası, açık piyasa işlemleri ve destek imkanlar uygulamalarıdır. Bu araçlardan zorunlu karşılıklar, bankacılık sistemindeki likidite talebini etkilemek amacıyla kullanılmaktadır (Obrien ,2007, s.3).

Zorunlu karşılıklar, ticari bankaların (bazı ülke örneklerinde zorunlu karşılıklar sadece ticari bankalara değil ülkedeki tüm kredi kuruluşlarına da uygulanmaktadır) yükümlülüklerinin belirli bir yüzdesini veya belirli bir miktarını merkez bankasında tutmak zorunda oldukları tutardır.

İkinci Dünya Savaşından önceki döneme bakıldığında sadece ABD'ye özgü bir olgu olan zorunlu karşılık uygulamasının, 1945 yılından sonra yaygınlaştığı gözlenmektedir. Almanya 1948, Japonya 1959 ve İngiltere 1960 yılında bu aracı uygulamaya koymuştur. 1960'lı ve 1970'li yıllarda, zorunlu karşılık uygulaması günümüze nazaran daha karmaşıktı ve zorunlu karşılığa tabi farklı yükümlülükler için farklı oranlar uygulanmaktaydı. Bu yıllarda, zorunlu karşılık uygulaması ya parasal kontrolü sağlamak ya da farklı bankalar arasındaki rekabeti etkilemek amacıyla yapılmakta

olduğundan farklı oranların uygulanıyor olması kaçınılmazdı. 1980 ve 1990'lı yıllara gelindiğinde ise çoğu ülke merkez bankası zorunlu karşılık oranlarını ve uygulamadaki karmaşıklıkları azaltma yoluna gitmeye başlamıştır.

Rezerve konu olacak yükümlülükler belirlenirken ülkeler farklı kriterleri esas alabilmektedir. Zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin neler olduğu, yükümlülüklerin vadesi, türü, hangi para birimi cinsinden ve kim tarafından tutulduğu gibi kriterlerden bir ya da birkaçına bağlı olarak belirlenmektedir. Buzeneca ve Maino (2007), örneklemindeki çoğu ülkede vadeli ve vadesiz yerli para cinsinden mevduat, zorunlu karşılığa tabi yükümlülükler kapsamında yer almaktadır. 2004 yılında gelişmiş ülkelerin sadece yüzde 20'sinde yabancı para cinsinden yükümlülükler zorunlu karşılık kapsamında yer alırken gelişmekte olan ülkelerde bu oran yaklaşık yüzde 90 civarındadır. Ayrıca gelişmiş ülkelerin yüzde 85'inin mevduat sertifikası, vadesi iki yıla kadar olan borç senetleri gibi diğer yükümlülükleri de zorunlu karşılık kapsamına dahil ettiği gözlenmektedir (Grafik 1.9).



Grafik 1.9 : Zorunlu Karşılık Kapsamındaki Yükümlülüklerin Dağılımı

Kaynak: ISIMP

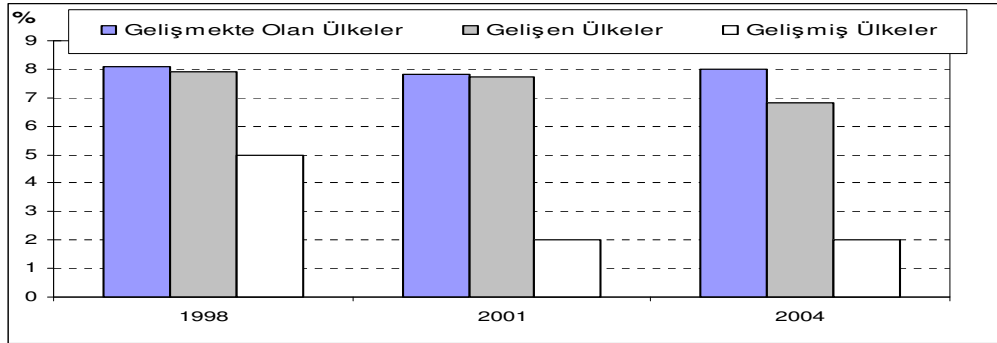
Merkez bankasının zorunlu karşılık oranında bir artış yapması bankaların merkez bankasında tutmak zorunda oldukları rezerv miktarının artmasına yol açmaktadır.

Günümüzde Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Organizasyonu (OECD)'na üye ülke uygulamalarına bakıldığında, çoğu ülkede marjinal zorunlu karşılık oranının yüzde beşten fazla olmadığı görülmektedir. OBrien

(2007), merkez bankaları tarafından zorunlu karşılık oranları belirlenirken esas alınan kriterleri şu şekilde sıralamaktadır:

- Zorunlu karşılığa tabi rezervlerin likit olma düzeyi,
- Rezerve tabi olunan yükümlülüklerin büyüklüğü,
- Yükümlülüklerin vadesi,
- Yükümlülüklerin hangi para biriminden olduğu,
- Yükümlülüklerin kime ait olduğu,
- Bankaların türü.

1980'lerin ortalarından itibaren çoğu merkez bankası zorunlu karşılık oranlarını azaltmaya başlamıştır. Buzeneca ve Maino (2007) çalışmalarındaki örnekleme, gelişmiş ülkelerin zorunlu karşılık oranlarını düşürdüğü, gelişmekte olan ülkelerin en yüksek ortalama zorunlu karşılık oranına sahip olduğu ve gelişen ülkelerin oranlarında ciddi bir değişiklik olmadığı Grafik 1.10'da gözlenmektedir.

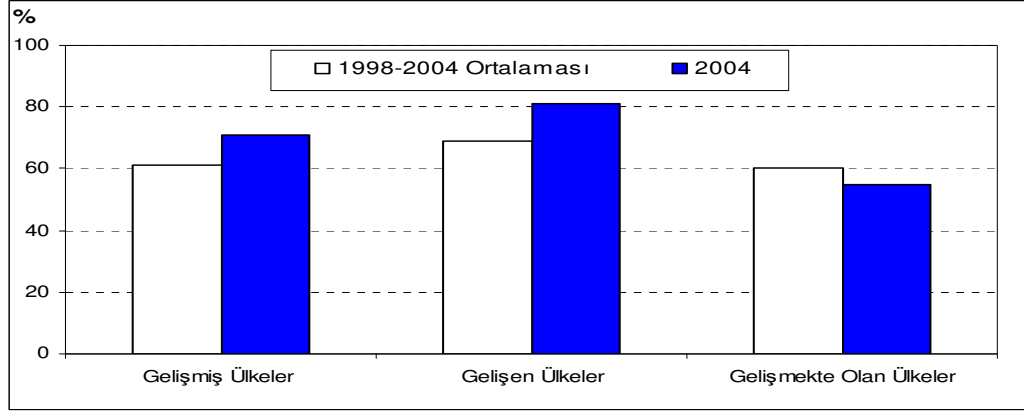


Grafik 1.10 : Ortalama Zorunlu Karşılık Oranları

Kaynak: ISIMP

OECD ülkelerine bakıldığında, Japonya ve ABD'de mevduatın büyüklüğüne bağlı olarak zorunlu karşılık oranlarının değiştiği, Japonya ve Türkiye'de ise yabancı para cinsinden mevduata farklı zorunlu karşılık oranları uygulanmakta olduğu gözlenmektedir. Çoğu ülke, ister farklı vadeler için olsun ister farklı para birimleri cinsinden olsun zorunlu karşılığa tabi tüm yükümlülükler için tek bir oran uygulamasına gitmektedir. Ancak gelişmekte olan ülke uygulamalarına bakıldığında farklı yükümlülükler için farklı para

birimlerine farklı oranlar uygulandığı görülmektedir. Tek oran uygulaması likidite yönetimini kolaylaştırmaktadır. Aşağıdaki Grafik 1.11'de ülke gruplarının tek oran uygulama yüzdeleri yer olmaktadır (Buzeneca ve Maino, 2007, s.13).



Grafik 1.11 : Zorunlu Karşılıklarda Tek Oran Uygulaması

Kaynak: ISIMP

Geçmiş uygulamalara bakıldığında, para arzı ile zorunlu karşılık oranları arasında yüksek bir ilişki olduğu varsayımı altında zorunlu karşılık oranları sık sık değiştirilme yoluna gidilmiştir. Özellikle 1960'lı ve 1970'li yıllarda bu durum daha açık bir şekilde görülmektedir. Tamagna (1963), gelişmiş bir finansal piyasaya sahip olmayan ülke merkez bankalarının bu aracı daha sık değiştirme yoluna gittiğini belirtmiştir.

Zorunlu karşılık uygulaması, zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin hesaplandığı dönem ile rezerv döneminin ne ölçüde örtüştüğüne bağlı olarak aşağıda belirtilen sınıflandırmalara tabi tutulabilmektedir:

- Gecikmeli zorunlu karşılık sistemleri,
- Yarı gecikmeli zorunlu karşılık sistemleri,
- Eş zamanlı zorunlu karşılık sistemleri.

Gecikmeli zorunlu karşılık sistemlerinde, rezerv dönemi zorunlu karşılığa esas alınan yükümlülüklerin hesaplandığı dönemin bitiminden sonra başlamakta iken, yarı gecikmeli zorunlu karşılık sistemlerinde rezerv dönemi hesaplanma döneminin ortasında başlamakta, eş zamanlı zorunlu karşılık

sistemlerinde ise rezerv dönemi ile hesaplanma dönemi aynı anda başlamaktadır. Parasal kontrolün merkez bankaları için önemli olduğu durumlarda gecikmenin mümkün olduğunca kısa olması hedeflenmektedir. Hatta eş zamanlı sistemler bu açıdan daha avantajlı olmaktadır. Ancak bu uygulamada bankaların likidite yönetimleri oldukça zorlaşmaktadır. Uygulamaya bakıldığında ülkelerin çoğunun gecikmeli zorunlu karşılık sistemlerini benimsediği görülmektedir. Gecikmeli zorunlu karşılık uygulamasının en önemli avantajı, likidite yönetimi konusunda hem merkez bankasına hem de piyasaya sağlam bir bilgi sunabilmesidir. Rezerv dönemi ile hesaplanma dönemi arasındaki gecikmenin uzunluğu ülkeden ülkeye farklılık göstermekte olup, OECD ülkeleri için bu dönem bir hafta ile iki buçuk ay arasında değişmektedir.

Zorunlu karşılıkların tutulma şekillerine bakıldığında, bu tutarların ya merkez bankasında mevduat olarak ya da bankaların kasalarında nakit olarak tutulduğu görülmektedir. M. Friedman (1960), parasal taban ile geniş tanımlı para arzı arasında daha istikrarlı bir ilişki oluşturmak için nakit paranın zorunlu karşılık yükümlülüğünün yerine getirilmesinde kabul edilmesi gerektiğini tartışmaktadır. Zorunlu karşılıkların nakit olarak tutulması, bankaların zorunlu karşılık tutma maliyetini düşürürken, merkez bankalarının zorunlu karşılıkları takip edebilmesini zorlaştırmakta ve ilave raporlama maliyeti getirmektedir. Uygulamaya bakıldığında ABD'nin nakit parayı zorunlu karşılık yükümlülüğünün yerine getirilmesinde kabul ettiği, İngiltere ve ECB'de ise böyle bir uygulamanın mevcut olmadığı görülmektedir.

Tarihi olarak bakıldığında merkez bankalarının zorunlu karşılık uygulamasını, daha çok bankacılık sisteminden ani ve aşırı mevduat çekilişlerinin bir kısmını bankaların kendi kaynakları ile finanse edebilmesini sağlamak amacıyla kullanmış olduğu ihtiyati bir para politikası aracı olarak algıladığı görülmektedir. Ancak, 19. yüzyılın sonu ve 20.yüzyılın başlarında bir dizi bankanın iflas etmesi ve finansal panikler, zorunlu karşılık uygulamasının bankacılık sistemi likiditesini sağlamak için tek başına yeterli bir araç olmadığını ortaya koymuş, zorunlu karşılıklar daha çok para arzını kontrol amacıyla kullanılmaya başlanmıştır. Pozitif bir zorunlu karşılık oranı, bankaların para yaratmasını zorunlu karşılık oranına bağlı olarak

sınırladığından parasal kontrol için önemlidir. Zorunlu karşılık politikası, bankaların likiditesini ani ve çok önemli boyutlarda değiştirme potansiyeline sahiptir (Parasız, 2007, s.82). Bazı ülkelerde zorunlu karşılıkların piyasadaki fazla likiditenin çekilmesi amacıyla kullanıldığı görülmektedir. Uygulama maliyeti açısından bakıldığında fazla likiditenin çekilmesinde merkez bankasının kullanılabilir maliyeti daha düşük bir para politikası aracı olmasına karşılık, uzun vadede ekonomik ve finansal sektörün gelişmesini olumsuz yönde etkileyebilmektedir.

Zorunlu karşılıklar politikasının doğrudan fiyat etkisi bulunmamaktadır. Ancak, miktar etkisi aracılığıyla fiyatlar üzerinde dolaylı olarak etkiye bulunmaktadır. Reeskont ve APİ doğrudan fiyat etkisine dayanmakta olup miktar etkisi belirgin değilken, zorunlu karşılık politikası miktar etkisine dayanmaktadır. Zorunlu karşılıkların değiştirilmesi tüm bankacılık kesimini etkilediğinden bu para politikası aracılığıyla küçük ölçekli miktar ayarlamaları yapılamamaktadır.

Zorunlu karşılık uygulaması bankalar arasındaki rekabeti etkileyecek tarzda da uygulanabilmektedir. Örneğin, farklı bankalara farklı oranlar uygulanarak ya da zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerde farklılaşmaya gidilerek rekabet avantajı sağlamak mümkündür (Bindseil, 2004, s.194-195). FED'in mevcut uygulamasına bakıldığında, zorunlu karşılık uygulamasının küçük bankalar üzerindeki yükünü hafifletmek için yükümlülüklerin belirli bir tutarı rezerv tabanına esas teşkil eden yükümlülük tutarından düşürülmektedir.

Finansal sistemde banka dışı aracı kurumların payı yüksekse ve bu kurumlara zorunlu karşılık uygulanmıyorsa, zorunlu karşılık uygulaması söz konusu kurumlara bir maliyet avantajı sağlamakta, bankaları fon temininde zorlamakta, dolayısıyla piyasadaki rekabet koşullarını etkilemektedir.

1.2.3.3.1. Zorunlu Karşılıkların Vergi Fonksiyonu

Zorunlu karşılık uygulamasının para politikası rolünün dışında merkez bankasına gelir sağlama fonksiyonu da bulunmaktadır. Eğer merkez

bankası zorunlu karşılıklara faiz uygulamaz ya da piyasa faiz oranlarının altında bir orandan uygular ve kendisine yatırılan rezervleri piyasa faiz oranı üzerinde bir orandan yatırırsa belirli bir faiz geliri elde etmektedir. Bankaların zorunlu karşılığa tabi yükümlülükleri (CD), zorunlu karşılık oranı (r) ve faiz oranı (i) ise zorunlu karşılık uygulaması nedeniyle elde edilecek toplam faiz geliri $i*r*CD$ olmaktadır. Merkez bankalarının fazla gelirlerini genellikle hazineye kar transferi olarak aktardığı göz önüne alındığında zorunlu karşılıkların vergi artırıcı bir mekanizma olarak da işlediği görülmektedir. Örneğin, FED'de kasa ya da mevduat hesabı şeklinde zorunlu karşılık tesis etmekle yükümlü kuruluşlar karşılık olarak tesis ettikleri fonların alternatif maliyetlerinden vazgeçmektedirler. Çünkü bu fonlar kredi vermek ya da yeniden yatırımlar için kullanılamamakta ve dolayısıyla finansal kuruluşlar için bir getiri sağlayamamaktadır (Hein ve Stewart, 2002, s.44). Bu yüzden finans ekonomistlerinin bir çoğu, zorunlu karşılıkları, finansal kuruluşlara getirilmiş bir vergi olarak nitelendirmektedir. Bu uygulama kısa vadede merkez bankalarının gelirlerin artırması açısından faydalı gibi gözükmektedir. Ancak, yüksek düzeydeki zorunlu karşılık oranları finansal sektörün gelişmesini olumsuz yönde etkilemektedir. Freeman ve Haslag (1995), zorunlu karşılık uygulaması nedeniyle ortaya çıkan verginin bozucu etkisinin normal vergi uygulamasına nazaran daha yüksek olduğunu ileri sürmüştür.

Literatürde zorunlu karşılık yükümlülüğünün bir vergi olduğu konusunda genel bir uzlaşma sağlanmışken, söz konusu verginin kimin üzerinde kaldığı ve zorunlu karşılık oranlarında bir indirim yapıldığında kimin bundan fayda sağladığı hususunda ciddi bir görüş ayrılığı bulunmaktadır.

Fabozzi ve Thurston (1986), karşılık ayrılan menkul kıymetlerinden daha düşük getiri sağlamak suretiyle zorunlu karşılık uygulamasının mevduat sahiplerine yansıtıldığını düşünmektedir. Fama (1985) ve James (1987) zorunlu karşılık oranındaki değişiklikler ile mevduat sertifikası kazançları arasında ters yönlü bir ilişki olduğuna dair bir kanıt bulamamışlardır. Verginin mevduat sahipleri üzerinde kaldığına dair bir kanıt bulamadıklarından, verginin bankadan borç alanlar üzerinde kaldığı çıkarımında bulunmuşlardır. Bu konuda yapılan son çalışmalar, zorunlu karşılık oranlarındaki değişikliklere banka hisse senedi fiyatlarının ne şekilde tepki vereceği

konusunda yoğunlaşmaktadır. Bu teoriye göre bankacılık sektöründe mevcut olan yüksek oranlı rekabet dolayısıyla bankaların zorunlu karşılığa tekabül eden vergiyi müşterilerine yansıtılmakta olduklarını, zorunlu karşılık oranları ile bankaların karlılık oranları arasında ters yönlü bir ilişkinin mevcut olduğu ileri sürülmektedir. Kolari, Majahan ve Saunders (1988), Slovin, Sushka ve Bendeck (1990), Osborne ve Zaher (1992), Casimano ve McDonald (1998) ve Stewart ve Hein (2002), zorunlu karşılık oranlarındaki bir artışın banka hisse fiyatlarında düşürücü yönde etkide bulunduğunu ileri sürmektedir.

Zorunlu karşılıklar genel olarak mevduat sahiplerinin ani mevduat çekilişlerinde finansal kuruluşlara likidite sağlayan düzenlemeler olarak nitelendirilmektedir. Yaygın olarak kabul edilen bu görüşün aksine zorunlu karşılıklar, bir finansal kuruluşun mali durumunun kötüleşme riskini artırabilmektedir (Stewart ve Hein, 2002, s.46). Stewart ve Hein (2002), zorunlu karşılıkların bankaları daha güçlü ve güvenilir yaptığına inanmamakta, bu nedenle de zorunlu karşılıkların düşürülmesinin söz konusu finansal kuruluşların mali bünyeleri hakkında daha fazla endişenin doğmasına neden olabileceği şeklindeki geleneksel görüşün aksini savunmaktadır. FED'in 1992'de zorunlu karşılık oranını düşürdüğünü ilan etmesini takiben üç ay vadeli Amerikan Hazine bonosu ve üç ay vadeli Libor arasındaki faiz farkının (TED) artmak yerine daha da daraldığı sonucuna ulaşılmıştır. Buradan, finansal piyasaların, geleneksel görüşün aksine, zorunlu karşılıkların oranında yapılan bu değişikliğe bankaların riskini artırıcı bir etmen olarak algılamadıkları sonucuna ulaşılmıştır. Greenspan'in söz konusu tarihte yapmış olduğu sunumlara bakıldığında da, 1992 yılında zorunlu karşılık oranının bankaların karlılığının artırılması ve bankaları daha fazla kredi açmaya teşvik etmek amacıyla düşürüldüğünü açıkladığı görülmektedir.

1.2.3.3.2. Rezervlere Faiz Ödenmesi

Günümüzde giderek artan sayıdaki merkez bankasının zorunlu karşılıklara politika faiz oranı üzerinden faiz ödedikleri görülmektedir. Fazla rezervlere ise ya hiç faiz ödenmemekte ya da çok küçük bir kısmına faiz

ödenmektedir. Rezervlere faiz ödenmediği ya da piyasa faiz oranlarının altında bir orandan faiz ödendiği durumlarda rezerv uygulaması bankacılık sistemi üzerinde vergi etkisi doğurmaktadır. Vergi etkisinin piyasa üzerinde bozucu etkilerini ortadan kaldırabilmek için fırsat maliyetinin sıfıra eşitlenmesi gerekmektedir.

Bankaların tutmak zorunda oldukları zorunlu karşılık miktarını merkez bankasında tutmamaları gibi bir imkanları bulunmamaktadır. Zira bankalar tutamadıkları tutar üzerinden ya belirli bir faiz ödemekle ya merkez bankasının bankalara sunmuş oldukları olanaklara erişimleri kısıtlanmakla ya da merkez bankasında faiz ödenmeyen hesaplarda belirli bir dönem tutamadıkları kısmın belirli bir katına kadar mevduat tutmakla cezalandırılmaktadır. Ödenen cezai faiz ya ülke para piyasası ya da merkez bankası borç verme faiz oranının üzerinde bir faiz oranına eşit olmaktadır. ABD'deki uygulamaya bakıldığında, bankalara tutamadıkları ya da fazla tuttukları zorunlu karşılık tutarlarını bir sonraki rezerv dönemine taşıyabilme imkanı sunulduğu görülmektedir. Bir sonraki döneme taşıyabilme imkanının, bankaların beklenmedik fon akışlarını (pozitif veya negatif yönde) idare etmesi ve faiz oranlarındaki volatilitiyi azaltması açısından iyi bir seçenek iken, merkez bankasının likidite yönetimini zorlaştırdığı görülmektedir. ABD'de zorunlu karşılık uygulamasına ilave olarak herhangi bir kurumun bir Rezerv Bankasında sürdürmeyi taahhüt ettiği sözleşmeli takas hesabı bulunabilmektedir. Sözleşmeli takas hesabı bazı açılardan İngiltere'de uygulanmakta olan gönüllü zorunlu karşılık uygulamasına benzemektedir. Eğer bir kuruluşun FED'de sözleşmeli takas hesabı mevcut ise;

Rezerv Dengesi Gereksinimi = Toplam Rezerv Gereksinimi–
Kasadaki Nakit Para

Toplam Denge Gereksinimi = Rezerv Dengesi Gereksinimi+Takas
Dengesi Gereksinimi

şeklinde hesaplanmaktadır.

1.2.3.3.3. Likidite Yönetimi Kapsamında Zorunlu Karşılıklar

Zorunlu karşılık oranlarındaki bir değişiklik, bankacılık sektörü likidite yönetimi açısından göreceli olarak belirsizlik yaratacak bir uygulamadır. Uygulamaya bakıldığında çok az merkez bankasının zorunlu karşılık oranlarını bir yıldan daha kısa sıklıkta değiştirdiği gözlenmektedir. Likidite yönetimi açısından API'nin daha uygun ve piyasanın gelişmesini daha teşvik edici nitelikte bir araç olduğu görülmektedir.

Zorunlu karşılıkların ortalama (haftalık, iki haftalık ya da aylık) olarak tutulabilmesine izin verilen uygulamaların bankacılık kesimi tarafından daha tercih edilen bir uygulama olduğu görülmektedir. Böyle bir uygulama ile bankalar her günün sonunda merkez bankasında belirlenen tutarda rezerv tutma zorunluluğundan kurtulabilmekte, bu ise kısa vadeli faiz oranlarında volatilitenin azalmasına yardımcı olmaktadır. Ortalama uygulamasına bakıldığında, bazı ülkelerde (ABD ve euro bölgesi gibi) günlük tutulan miktarın sıfır düzeyine kadar inmesine izin verilmektedir. Bazı ülkelerde bu uygulamanın daha az esnek olduğu görülmektedir. Örneğin, günlük olarak tutulabilecek minimum tutar, tutulması zorunlu kısmın belirli bir yüzdesi kadar az olabilmektedir. Yani zorunlu karşılık oranı yüzde 10 ve bankalara tutmak zorunda oldukları tutardan yüzde 30'u kadar eksik tutabilmelerine izin verilmiş ise o gün sonunda tutulabilecekleri minimum seviye yüzde 7 olmaktadır.

Bankaların tuttukları ortalama rezerv düzeyinin hedef rakama yakın ya da bu rakamın altında olması için bankaların izleyebildikleri ve kontrol edebildikleri bir sistemlerinin ve gerektiğinde merkez bankasının borç alma ve verme olanaklarına ulaşabilme esnekliklerinin olması gerekmektedir. Bu koşullar altındaki ortalama rezerv uygulaması, hem bankalara likidite yönetimlerinde esneklik sağlamakta hem de fazla rezerv tutma gereksinimini azaltmaktadır.

Ortalama rezerv uygulaması ile bankacılık sistemine sağlanan esneklik yeterli düzeyde ise, rezerv dönemi içerisinde faiz oranı oynaklığı hemen hemen ortadan kalkmaktadır. Bu esneklik yeterli düzeyde değilse, faiz

oranı volatilitesi tamamen ortadan kalkmamakta, ancak bu volatilité azaltılabilmektedir. Bununla birlikte esneklik yeterli düzeyde olsa da rezerv döneminin son günü faiz oranlarındaki volatilité artma eğiliminde olmaktadır. Bu durumun önüne geçebilmek için bazı merkez bankaları zorunlu karşılık tutarının belirli bir kısmının sonraki rezerv dönemine taşınmasına izin vermekte, bazıları da rezerv döneminin son günü ince ayar operasyonları gerçekleştirmektedir.

Ortalama olarak tutulmasına izin verilen zorunlu karşılık uygulamasının bazı dezavantajları da olabilmektedir. Örneğin, bankalar kendilerine tanınan bu esnekliklerden dolayı likidite yönetimlerinin etkin bir şekilde yürütülmesi için gerekli çabayı gösteremeyebilmekte, ayrıca günlük bazda rezerv tutma zorunluluğunun olmaması günlük piyasa faaliyet hacmini kısıtlayabilmektedir.

1.2.3.3.4. Zorunlu Karşılık Döneminin Uzunluğu

Merkez bankaları en uygun zorunlu karşılık döneminin ne olduğuna da karar vermek durumundadır. Dönemin uzunluğu bir merkez bankasının piyasaya müdahale konusunda ne kadar aktif ya da pasif bir rol üstlenmek istemesine bağlı olarak değişmektedir. Uygulamalara bakıldığında rezerv döneminin uzunluğu olarak bir haftalık bir süreyi tercih eden merkez bankası sayısının oldukça sınırlı olduğu gözlenmektedir. Genellikle bu süre iki hafta veya dört-beş haftalık bir süre olarak belirlenmektedir. Rezerv döneminin bitiş gününün likidite konusunda belirsizliğin arttığı günlere denk gelmemesine özen gösterilmelidir. Rezerv döneminin son günü ile para politikası kararlarının alındığı tarihin aynı gün olması para politikası amaçlarının gerçekleştirilmesi açısından yararlı olabilmektedir. Kısa vadeli faiz oranlarındaki volatilitéyi önlemek amacıyla, bir rezerv döneminde yapılan operasyonların vadesinin diğer rezerv dönemine sarkmaması sağlanmalıdır.

1.2.3.3.5. Zorunlu Karşılık Uygulamasının Para Politikası Amaçları Doğrultusunda Kullanılması

Zorunlu karşılıklara ister faiz ödensin isterse ödenmesin, zorunlu karşılık oranlarındaki değişiklikler bankaların serbest rezerv düzeylerini ve faiz oranlarını etkilemek amacıyla kullanılmaktadır. Örneğin, para arzında meydana gelen bir artış sonrası bankaların serbest rezervleri artarken kısa vadeli faiz oranları aşağı yönlü hareket etmektedir. Merkez bankaları, rezerv parada meydana gelen bu artışın etkilerini ortadan kaldırmak amacıyla zorunlu karşılık oranlarını artırmayı tercih edebilmektedir. Böylece hem bankaların serbest rezervlerinde amaçlanan azalma gerçekleşmiş olmakta hem de para piyasası faiz oranlarındaki aşağı yönlü hareket önlenmiş olmaktadır. Ancak, para politikası aracı olarak zorunlu karşılık uygulaması giderek daha az kullanılan bir yöntemdir.

Zorunlu karşılıklara piyasa faiz oranlarının altında bir orandan faiz ödenmesi bankacılık sektörü üzerinde bir vergi etkisi ortaya çıkardığı için bankalar mevduat yükümlülüklerini zorunlu karşılığa tabi olmayan araçlarda tutma eğiliminde olabilmektedir. Bu durum, para arzının kontrol edilmesindeki etkinliği azaltabilmektedir. Yani hedeflenen para arzı düzeyi ile fiyat ve çıktı arasındaki ilişkinin zayıflamasına yol açabilmektedir.

Bazen de bankalar zorunlu karşılıkların vergisel etkisini ortadan kaldırmak için, mevduat ve krediye uygulanan faizler arasındaki farkı açma yoluna gidebilmektedir. Yani verginin yükü kredi müşterilerine yansıtılmış olmaktadır.

Yukarıda sayılan nedenlerden dolayı gelişmiş ülkelerde zorunlu karşılıklar aktif para politikası aracı olarak kullanılmamakta, düşük ve istikrarlı bir seviyede sürdürülmesi tercih edilmektedir. Ancak, bu ülkelerde, zorunlu karşılık uygulaması piyasanın likidite pozisyonu üzerindeki etkisi ve merkez bankasının arz ettiği likiditeye olan talep fonksiyonunun tahmin edilmesinde kullanılan araçlardan biri olması sebebiyle FED, ECB ve BOJ gibi belli başlı merkez bankaları tarafından hala kullanılmaktadır. Bununla birlikte İsveç, İsviçre, Kanada, Avustralya ve Yeni Zelanda gibi ülke merkez bankalarının

zorunlu karşılık uygulaması olmaksızın para politikasını koridor uygulaması ile yönettikleri görülmektedir. Clinton (1997), Guthrie ve Wright (2000), ve Woodford (2001) yapmış oldukları çalışmada, bir merkez bankasının hedeflediği faiz oranına zorunlu karşılık uygulaması olmaksızın destek imkanlar uygulamaları aracılığıyla nasıl ulaşabileceğini tanımlamaktadırlar. Merkez bankası destek imkanlar kapsamında borç verme faiz oranının gecelik borçlanma faiz oranı için tavan, borç alma faiz oranını da gecelik vadede borç alma faiz oranı için taban oran olarak belirleme yoluna giderek piyasa faiz oranlarının bu iki oran arasında dalgalanmasını sağlamaktadır. Bu uygulama literatürde, kanal, tünel veya koridor uygulaması olarak adlandırılmaktadır. Bazı ülkelerin ise hem ortalama olarak tutulan zorunlu karşılık hem de koridor uygulamasını birlikte uyguladığı görülmektedir.

Whitesell (2006), alternatif politika uygulamalarını tartışmış ve merkez bankasında tutulan rezerve günlük bazda faiz ödenme olanağının, para politikası uygulamalarını daha başarılı kılabilceği sonucuna ulaşmıştır.

Whitesell (2006)'e göre hem zorunlu karşılık ve hem de koridor uygulaması ile ortaya çıkan dezavantajlar, kısa vadeli faiz oranlarının göreceli olarak yüksek olduğu ülkelerde daha fazla göze çarpmaktadır. Whitesell, koridor uygulamasının merkez bankasına hedeflenen faiz oranı düzeyinde talep edilen likidite miktarının ne olduğunu göstermesi açısından avantajlı olduğunu, ancak teorik olarak kabul edilen bu avantajın özellikle karmaşık ve heterojen piyasaya sahip ülke merkez bankası için çok zor olduğunu; ortalama zorunlu karşılık uygulamasının ise katılımcılara arbitraj imkanı tanıması açısından avantajlı olduğunu, ancak rezerv döneminin son günü faiz oranlarında oldukça büyük oynaklıklara yol açtığını ve piyasanın, merkez bankasının rezerv döneminin son gününden önce politika faiz oranlarını değiştireceğini bekliorsa merkez bankasının hedeflediği faiz oranına ulaşmasının çok zor olduğunu belirtmektedir.

Whitesell (2006), günlük bazda faiz ödeme olanağının (daily interest facility-DIF) ortalama zorunlu karşılık ve koridor uygulamasının dezavantajlarını içermeksizin nasıl uygulanabileceğini tartışmıştır. Bu çerçevede katılımcılara DIF'e esas teşkil edecek üst tavanı belirleme imkanı

verilmekte, bu tutara politika faiz oranı üzerinden günlük bazda faiz ödenmekte, katılımcıların belirledikleri hedef tutarın altında kalmaları durumunda herhangi bir cezai yaptırım uygulanmamakta ancak karşılanmayan tutar için otomatik olarak merkez bankası borç verme oranından katılımcılar borçlandırılmakta, hedef tutarın üzerinde kalmaları durumunda fazla tutar için faiz ödemesi yapılmamakta ya da oldukça düşük bir orandan faiz ödemesi yapılmaktadır. Bu kısıtlar altında, DIF uygulaması rezerv arz ve talebi tahmin hataları gecelik faiz oranları üzerinde dikkate alınmayacak ölçüde bir oynaklığa yol açabilmektedir. Whitesell (2006), genel çerçevesini çizdiği bu uygulamaya başlanmadan önce, kurumsal birtakım farklılıklar göz önüne alınarak yeniden değerlendirilmesi gerektiğini önermektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

ÜLKE UYGULAMALARI

2.1. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

Cumhuriyetin ilk yıllarında, Kurtuluş Savaşı ile kazanılan siyasi bağımsızlığı ekonomik bağımsızlık ile güçlendirmek ve 1929 Dünya Ekonomik Buhranı'nın Türkiye ekonomisi üzerinde yarattığı etkileri ortadan kaldırmak amacıyla, bir merkez bankası kurulması fikri ve zorunluluğu ortaya çıkmıştır. Bu çerçevede hazırlanan 1715 sayılı kanun tasarısı, 11 Haziran 1930 tarihinde Türkiye Büyük Millet Meclisi'nde kabul edilmiş ve 30 Haziran 1930 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanmıştır. Böylece, TCMB, 3 Ekim 1931 tarihinde resmen faaliyete başlamıştır (TCMB, 2006).

1715 sayılı TCMB Kanunu uyarınca, TCMB 15 milyon Türk Lirası sermayeli bir anonim şirket olacak, banknot ihraç etme yetkisini 30 yıllık bir süre için kullanacaktı. Bu süre, bitimine beş yıl kala uzatılabilecekti. TCMB'nin temel amacı, ülkenin ekonomik kalkınmasını desteklemektir. Bu amaçla reeskont oranlarını belirleyecek; para piyasasını ve paranın dolaşımını düzenleyecek; Hazine işlemlerini yerine getirecek; Türk parasının değerini korumak için hükümetle ortaklaşa tüm önlemleri alacaktı. Bankanın hisse senetleri dört gruba ayrılmıştı. A sınıfı hisse senetleri Hükümet kuruluşlarına ait olup, toplam sermayenin yüzde 15'ini geçemeyecek, B sınıfı hisse senetleri milli bankalara ayrılacak, TCMB sermayesinin yüzde 10'unu teşkil eden 15000 adet C sınıfı hisse yabancı bankalar ile imtiyazlı şirketlere tahsis edilecek ve D sınıfı hisse senetleri ise Türk ticaret kuruluşlarıyla Türk uyruklu gerçek ve tüzel kişilere ayrılacaktı. TCMB'nin faaliyete geçebilmesi için öncelikle altın karşılığı olan bir miktar döviz temin etmesi gerekiyordu. TCMB'nin sermayesi için gerekli olan dış kaynağın önemli bir bölümü kibrit imtiyazı karşılığında Türk-Amerikan Yatırım Ortaklığı (ATIC) tarafından sağlanmıştır. Buna göre, Hükümet 1 Temmuz 1930 tarihinden başlamak

üzere 25 yıllık bir süreyle ATIC'e kibrit, çakmak ve benzeri yanıcı maddelerin üretimi, ithali, ihracı ve satışı için imtiyaz vermeyi kabul etmiş ve ATIC de TCMB'nin finansmanı için acilen yüzde 6,5 faizli, 25 yıl vadeli 10 milyon ABD altın doları uzun vadeli bir kredi sağlamıştır (TCMB, 17 Şubat 2009).

Kuruluş safhasında, Maliye Bakanlığı ve Hazinesinin TCMB üzerindeki etkilerini en aza indirmek amacıyla, Hükümet kuruluşlarına ait hisse yüzde 15 ile sınırlandırılmış ve TCMB'nin Hazinesinin kasası durumuna gelmemesine özen gösterilmiştir. Ancak, 14 Ocak 1970 tarih ve 1211 sayılı TCMB kanunu uyarınca Banka sermayesi 15 milyon Türk lirasından 25 milyon Türk lirasına yükseltilmiş ve çıkarılan yeni hisse senetlerinin Hazineye verilmesi sonucu Hazinesinin TCMB'deki hissesi yüzde 15'ten yüzde 51'e çıkarılmıştır (Keyder, 2002, s.48).

14 Ocak 1970 tarih ve 1211 sayılı TCMB Kanunu'nun yürürlüğe girdiği 26 Ocak 1970 tarihinden bugüne kadar geçen dönemde ekonomik koşullar önemli ölçüde değişmiştir. Merkez bankacılığı konusunda başta Avrupa Birliği normları olmak üzere dünyada meydana gelen gelişmeler çerçevesinde TCMB kanununda, zaman içinde çeşitli değişiklikler yapılmıştır. Bu değişiklikleri şu şekilde özetlemek mümkündür (TCMB, 2001 Yıllık Rapor).

“1983 yılında, Bankaya açık piyasa işlemleri yapmak, mevduat vade ve türleri ile mevduatta vade müddetlerini ve bunların yürürlük zamanlarını tayin etmek, milli para ile altın ve yabancı paralar arasındaki değişimi Hükümetçe belirlenecek esaslar çerçevesinde tayin etmek, ilgili mevzuat ve Hükümetçe alınacak kararlar çerçevesinde altın ve döviz rezervlerini ülke ekonomik menfaatlerine uygun şekilde yönetmek, Hükümetçe alınacak kararlar çerçevesinde borsada döviz ve kıymetli madenler üzerinde işlem yapmak ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'nu idare ve temsil etme görevleri verilmiştir.

Diğer taraftan, Merkez Bankasının, bankalar tarafından alınan ve verilen faiz oranları ile benzeri düzenlemeler için Bakanlar Kuruluna teklif verme uygulaması ile bankacılık sistemindeki kredi hacmi ve kredi şartlarını düzenleme yetkisi kaldırılmıştır.

1986 yılında ise Merkez Bankasının, para ve kur politikasını fiyat istikrarını sağlayacak bir tarzda yürüteceği ilk kez belirtilmiştir.

1990 yılında yapılan düzenleme ile, Başkanın, Bakanlar Kurulu tarafından beş yıl süre ile atanması kabul edilmiştir.

1994 yılında yapılan değişiklikle, Merkez Bankasının Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarına açmış olduğu avans miktarı sınırlandırılmıştır. Merkez Bankasının Hazineye açmış olduğu kısa vadeli avans miktarı, 1994 yılı için cari yıl genel bütçe ödenekleri toplamının bir önceki mali yıl genel bütçe ödenekleri toplamını aşan tutarın yüzde 12'si ile sınırlandırılmıştır. Hazineye açılan kısa vadeli avans miktarı, kademe kademe

azaltılarak 1998 yılı ve takip eden yıllar için yüzde 3'e düşürülmüştür. Ayrıca, Banka tarafından kamu kurum ve kuruluşlarına açılacak iskonto ve avans miktarı toplamı, Hazineye açılan kısa vadeli avans miktarı limitinin yüzde 50'si ile sınırlandırılmıştır."

5 Mayıs 2001 tarihinde yürürlüğe giren 4651 sayılı Kanunla, Avrupa Birliği normları ve dünyada merkez bankacılığı alanındaki son gelişmeler dikkate alınarak 1211 sayılı Kanunun on dört maddesinde değişiklik yapılmış, yedi maddesi yürürlükten kaldırılmış ve yeni bir madde eklenmiştir. Yasal değişikliğin temel amacı, TCMB'nin para politikası uygulaması konusundaki bağımsızlığının güçlendirilmesidir.

Yeni TCMB Kanunu ile getirilen temel değişiklikler şu şekilde özetlenebilir;

"Araç Bağımsızlığı: Bir bağımsızlık ölçütü olarak, Bankanın temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu ve Bankanın para politikasının belirlenmesinde ve uygulanmasında tek yetkili ve sorumlu olduğu hükme bağlanmıştır. Banka araç bağımsızlığını kazanırken, enflasyon hedefini Hükümetle birlikte belirleme görev ve yetkisiyle donatılmıştır.

Hesap Verebilirlik ve Kamuoyunun Bilgilendirilmesi: Bankaya fiyat istikrarını sağlamanın temel amaç olarak verilmesinin ve Bankanın bu amacın gerçekleştirilmesi için para politikalarının belirlenmesi ile uygulanmasında tek yetkili ve sorumlu kılınmasının zorunlu bir sonucu olarak, kamuoyuna karşı hesap verilebilirlik ve şeffaflık ilkelerinin de en üst düzeyde gerçekleştirilmesi benimsenmiştir.

Bu çerçevede, Başkan tarafından, Banka faaliyetleri ile uygulanmış ve uygulanacak olan para politikaları hakkında her yıl Nisan ve Ekim aylarında Bakanlar Kurulu'na rapor sunulması öngörülmüştür. Ayrıca, yılda iki kez Türkiye Büyük Millet Meclisi Plan Bütçe Komisyonunun para politikaları uygulamaları ile ilgili olarak bilgilendirilmesi benimsenmiştir.

Şeffaflığın gerçekleştirilmesi ve kamuoyu denetiminin artırılması için, Bankanın para politikası hedefleri ve uygulamalarına ilişkin olarak dönemsel raporlar hazırlayarak kamuoyuna duyurması, belirlenen hedeflere ilan edilen sürelerde ulaşılmaması ya da ulaşılamama olasılığının ortaya çıkması hallerinde nedenlerinin ve alınması gereken önlemlerin Hükümete yazılı olarak bildirilmesi ve kamuoyuna açıklanması hükmü eklenmiştir. Bankanın işlem ve hesaplarının bağımsız denetim kuruluşları tarafından denetlenmesi yeni Kanunla kararlaştırılmıştır.

Para Politikası Kurulu: Fiyat istikrarının gerçekleştirilmesinde etkinlik sağlanması amacıyla, dünyadaki uygulamalar da göz önüne alınarak Para Politikası Kurulu oluşturulmuştur. Para Politikası Kurulu, Başkanın başkanlığı altında, Başkan Yardımcıları, Banka Meclisince üyeleri arasından seçilecek bir üye ve Başkanın önerisi üzerine müşterek kararla atanacak bir üyeden oluşmaktadır. Kurulun bir üyesinin müşterek kararla atanması öngörülerek, Hükümet politikalarıyla bağlantı sağlanmıştır. Hazine Müsteşarı veya belirleyeceği Müsteşar Yardımcısı toplantılara oy hakkı olmaksızın katılabilmektedir.

Kamu Kesimine Kredi Açılmaması: Bağımsızlığın sağlanması kapsamında Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarına avans verilmesi ve kredi açılması yasaklanmıştır. Bu suretle, karşılıksız para basılması engellenmiş olmaktadır. Bununla da yetinilmeyerek, dolaylı olarak aynı sonucu doğuran, Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarının ihraç ettiği borçlanma araçlarının birincil piyasadan satın alınması yasak kapsamına sokulmuştur.

Son Borç Verme Mercii: Nihai kredi mercii sıfatıyla ödeme sisteminde aksamalara sebep olabilecek geçici likidite sıkışıklıklarını ve finansal piyasaların etkin bir şekilde çalışmasını engelleyebilecek teknik kaynaklı ödeme sorunlarını gidermek amacıyla, Merkez Bankasına sisteme, teminat karşılığında gün içi veya gün sonu kredi sağlama imkanı getirilmiştir.

Finansal Sistemin ve Ödeme Sisteminin Gözetimi: Finansal sistemde istikrarı sağlama görev ve yetkisi kapsamında Bankaya, mali sistemin alt yapısının güçlendirilmesi ve mali sistemin taşıdığı risklerin belirlenmesi amacıyla, sistemi izleme ve değerlendirmeler yapma, mali sistemdeki risklerin sektörün geneline yayılmasını önlemek için gerekli tedbirleri alma yetkileri verilmiştir. Bu nedenle, bankalar, özel finans kurumları ve diğer mali kurumlardan düzenli ve doğru bilgi akışının sağlanması konusunda Bankaya görev verilmiştir.

Banka, makroekonomik dengelerin sağlanması açısından, teknolojik gelişmelerden de yararlanarak etkin ve güvenilir bir ödeme sistemi kurmak ve sürdürmekle görevlendirilmiştir. Bankaya, kendisinin kurduğu ya da diğer kuruluşlarca kurulup işletilen sistemlerin sorunsuz ve kesintisiz çalışabilmesine yönelik müdahalelerde bulunma, gerektiğinde düzenlemelerini yapma, gözetim ve denetimi konusunda görev ve yetki verilmiştir.

Görev Süreleri ve Güvencesi: Başkanın görev süresine paralel olarak, Başkan Yardımcılarının görev süreleri üç yıldan beş yıla çıkarılmıştır. Ayrıca, Başkanda olduğu gibi Başkan Yardımcılarının sürelerinin bitiminden evvel değiştirilmelerinin mümkün olmadığı hükmü getirilerek, görev güvencesi sağlanmıştır. Benzer şekilde, Başkanın önerisi ile müşterek kararla atanan Para Politikası Kurulu üyesinin görev süresi de beş yıl olarak belirlenmiştir.

Bilgi İsteme ve Risklerin Toplanması: Bankanın, istatistiki bilgilerin toplanmasında, kamu kurum ve kuruluşları, Hazine Müsteşarlığı, Türkiye İstatistik Kurumu, diğer ülkelerin istatistiki bilgi toplamaya yetkili makamları ve uluslararası kuruluşlarla işbirliği yapması benimsenmiştir. Fiyat istikrarına yönelik bir para politikasının gerektirdiği analitik ve istatistiksel yeterliliğin artırılması için, Banka, finansal sistemle ilgili tüm istatistiki bilgiler ile ekonomideki gelişmelerin izlenmesinde gerekli görülecek diğer istatistiki bilgileri toplama yetkisine sahip kılınmıştır” (TCMB, 2001 Yıllık Rapor, s.111-114).

2002 yılında “örtük bir enflasyon hedeflemesi” anlamına gelmekte olan “gelecek dönem enflasyonu”na odaklanan bir para politikası uygulanmaya başlanmıştır. 2002 yılının başlarında TCMB tarafından yapılan duyuruda koşullar oluştuğunda açık biçimde enflasyon hedeflemesi politikasına geçileceğinden bahsedilmiştir ve 2002-2005 dönemi boyunca Hükümet ile birlikte enflasyon hedefleri saptanmıştır. Bu çerçevede, kısa vadeli faiz oranları enflasyonla mücadelede etkin olarak kullanılmış, para tabanı da ek bir çapa olarak belirlenerek, enflasyon hedeflerinin güvenilirliğinin artırılması amaçlanmıştır. Geçen süre zarfında, dalgalı kur rejimine uyum artmış ve enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için elverişli bir ortam oluşmasına yönelik önemli mesafeler alınmıştır. Ancak, gerek Türkiye İstatistik Kurumu’nun yayımladığı fiyat endekslerinde yapmış olduğu değişiklikler, gerekse gerçekleştirilen para reformu nedeniyle, TCMB, 2005 yılında da enflasyon hedeflemesi rejimine geçmemiş, bu dönemi enflasyon

hedeflemesi rejimine geçiş için son hazırlık dönemi olarak ilan etmiştir. Bu hazırlık döneminde para politikasının daha da kurumsallaşması yönünde adımlar atılmış, Para Politikası Kurulu toplantıları önceden belirlenen ve kamuoyuna ilan edilen tarih ve saatte yapılmaya ve faiz kararları bu toplantılardan sonra ve toplantıdaki görüşler de dikkate alınarak takip eden işgünü saat 9:00'da açıklanmaya başlanmıştır. Faiz kararlarının ilan edilmesinin ardından ise, Para Politikası Kurulu üyelerinin de görüşlerini içeren ve kararın gerekçesi niteliğinde bir metin gecikmeksizin yayımlanmaya başlanmıştır. Bu metinler sadece mevcut kararı gerekçelendirmekle sınırlı kalmamış, faiz oranlarına ilişkin kararların gelecekte izleyeceği seyre ilişkin sinyaller de vermiştir (TCMB, Enflasyon Hedeflemesi rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası, 2005). Sonuç olarak, 2006 yılında para politikası kurumsallaşma süreci çerçevesinde enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulamasına geçilmiştir.

Mevcut uygulamada, TCMB'nin kullanmakta olduğu üç temel para politikası aracı bulunmaktadır. Bunlar;

- Açık piyasa işlemleri,
- Zorunlu karşılık uygulaması,
- Reeskont penceresi işlemleri ve destek imkanlar.

2.1.1. Açık Piyasa İşlemleri

API, para politikası uygulaması çerçevesinde merkez bankalarının kısa vadeli faiz oranlarının belirlenen düzeylerde oluşmasını sağlamak ve finansal piyasalardaki likiditeyi etkin bir şekilde düzenlemek amacıyla, menkul kıymet alım ve satımı ile para piyasası işlemleri yapmasıdır (TCMB, Düünden Bugüne Merkez Bankacılığı,2008).

1930 tarih ve 1715 sayılı TCMB Kanununun 34. Maddesinin 3. fıkrasında API'ye ilişkin kanuni düzenleme yapılmıştır. Ancak ilgili kanun maddesiyle API'ye miktar sınırlaması getirilmesi aracın kullanılmasını etkisiz kılmıştır (Kızılhisar, 1993, s.52). 1970 tarih ve 1211 sayılı TCMB Kanunu ile

API'nin kapsamında değişikliğe gidilmiş ve 1986 yılında API'ye işlerlik kazandırmak amacıyla 28 Mayıs 1986 tarih ve 3291 Sayılı Kanunla 52. Madde değiştirilmiştir. Söz konusu kanunla, API yapılabilen senetlerin kapsamı genişletilip, işlem sınırlamaları kaldırılırken, Bankanın vadeleri dikkate alınmaksızın söz konusu senetleri, anlaşma süresi 91 günü aşmamak şartıyla repo ve ters repo yapması mümkün kılınmıştır. Bu düzenlemeden sonra TCMB'nin portföyü API için üst sınırı oluşturmuştur. 1987 yılı Şubat ayından itibaren API bir parasal kontrol aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır (Akçay, 1997, s.122-123).

Son olarak 1211 sayılı Kanun, 25 Nisan 2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile değiştirilmiş ve API'nin genel çerçevesi, TCMB Kanunu'nun 52 ve 56'ncı maddelerinde düzenlenmiştir. Bu kapsamda,

“Madde 52- (25.4.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli)

Banka, para politikasının hedefleri çerçevesinde, para arzının ve ekonominin likiditesinin etkin bir şekilde düzenlenmesi amacıyla, Türk Lirası karşılığında menkul kıymet kesin alım satımı, geri alım vaadi ile satım ve geri satım vaadi ile alım işlemleri, menkul kıymetlerin ödünç alınıp verilmesi, Türk Lirası depo alınması ve verilmesi gibi açık piyasa işlemlerini yapabilir ve bu işlemlere aracılık edebilir. Bankaca başvurulacak açık piyasa işlemleri ile bu işlemlerle ilgili usul ve esaslar, açık piyasa işlemlerine konu olacak yüksek likiditeye sahip ve az riskli araçlar Bankaca belirlenir.

Banka, açık piyasa işlemleri çerçevesinde kendi nam ve hesabına vadesi 91 günü aşmayan, ikincil piyasada alınıp satılabilen likidite senetleri ihraç edebilir. Ancak, likidite senetlerinin devamlı bir alternatif yatırım aracı olma niteliği kazanmasının engellenmesi, ihraçlarının sadece açık piyasa işlemlerinin etkinliğinin artırılması amacıyla sınırlı tutulması hususları göz önünde bulundurulur. Bankanın geri alım vaadi ile satım ve geri satım vaadi ile alım işlemleri ile Türk Lirası depo işlemlerinin anlaşma süresi 91 günü aşmaz, sürenin başlangıcı işlemlerin valör tarihidir.

Banka, bu madde kapsamına giren işlemlerle ilgili kurum ve kuruluşları; bankalar ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa göre belirlenen aracı kurumlar arasından işlemin özelliğini göz önünde bulundurarak tespit etmeye yetkilidir.

Açık piyasa işlemleri, yalnızca para politikası amaçları için yürütülür ve Hazineye, kamu kurum ve kuruluşları ile diğer kurum ve kuruluşlara kredi amacıyla yapılamaz.

Madde 56-(25.4.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli)

Banka, Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarına avans veremez ve kredi açamaz, Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarının ihraç ettiği borçlanma araçlarını birincil piyasadan satın alamaz.

Banka, bu Kanunla yetki verilen işlemler dışında avans veremez ve kredi açamaz, vereceği avans ve açacağı kredi teminatsız veya karşılıksız olamaz, her ne şekilde olursa olsun kefil olamaz ve doğrudan kendisi ile ilgili işlemler dışında teminat veremez.”

2.1.1.1. Açık Piyasa İşlem Çeşitleri

TCMB, piyasadaki likidite açığı ya da fazlasının geçici mi kalıcı mı olup olmadığına göre kullanmaya karar verdiği alternatif işlem çeşitlerine sahiptir. Piyasadaki likidite açığının geçici olduğu durumlarda repo, likidite fazlasının geçici olduğu durumlarda ise ters repo işlemlerine başvurulmaktadır. Bu işlemlerin yanı sıra, piyasada kalıcı likidite sıkışıklığının olduğu durumlarda menkul kıymetlerin doğrudan alımı, piyasada kalıcı likidite fazlasının olduğu durumlarda ise doğrudan satımı yapılmakta; ayrıca likidite senetleri ihraç edilebilmektedir. Bankalararası para piyasası işlemleri de API kapsamında değerlendirilmektedir. Para politikası uygulamasında önemli bir işleve sahip olan bu piyasada TCMB, önceden ilan ettiği faiz aralığında işlem yaparak piyasa faizlerinin bu aralıkta seyretmesini sağlamaktadır. Ayrıca, Merkez Bankası bu piyasada gerektiğinde son kredi mercii işlevini yerine getirmektedir.

2.1.1.1.1. Doğrudan (Kesin) Alım İşlemi

Piyasadaki likidite sıkışıklığının kalıcı olduğuna karar verildiği durumlarda kullanılan bir işlem çeşididir. TCMB, bu işlem çeşidinde ihale ya da kotasyon yöntemi ile piyasadan DİBS almakta ve karşılığında piyasaya likidite vermektedir.

2.1.1.1.2. Doğrudan (Kesin) Satım İşlemi

Piyasadaki likidite fazlasının kalıcı olduğuna karar verildiği durumlarda kullanılan bir işlem çeşididir. TCMB, bu işlem çeşidinde ihale ya da kotasyon yöntemi ile piyasaya DİBS satmakta ve karşılığında piyasadan likidite çekmektedir.

2.1.1.1.3. Geri Satım Vaadi İle Alım (Repo)

Piyasadaki likidite sıkışıklığının geçici olduğuna karar verildiği durumlarda kullanılmaktadır. Repo işleminin vadesi 91 günden uzun olamamaktadır. İşlem iki aşamalı olarak gerçekleşmektedir. İşlemin valöründe TCMB, piyasaya likidite vermekte karşılığında piyasadan DİBS

almaktadır. İşlemin vadesinde ise TCMB katılımcının borcunu ödemesi karşılığında katılımcıya DİBS'lerini iade etmektedir. Repo işleminde TCMB, işlem karşılığı aldığı DİBS'lerin yanı sıra, ilave teminat istemektedir. Her türlü DİBS, TCMB likidite senetleri, döviz ve efektif depoları (sadece bankalar için), yabancı devletler ve hazinelerince ihraç edilmiş bono ve tahviller, Hazine Müsteşarlığınca ihraç edilmiş Eurobondlar ilave teminat olarak getirilebilmektedir. Söz konusu teminatlar günlük olarak değerlendirilmekte ve işlem karşılığı teminata açığa düşülmesi sonucu katılımcılardan teminatlarını tamamlanması istenmektedir. Banka ve aracı kurumlar için teminatlara farklı iskonto oranları uygulanmaktadır.

Ayrıca, bankalardan farklı olarak aracı kurumların her türlü açık piyasa işlemlerini gerçekleştirebilmeleri için önceden teminat bulundurmaları gerekmektedir. Açık Piyasa İşlemleri Teminat Hesabındaki, mevcut işlemleri için gerekli "teminat gereği"ni aşan tutarın 10 katı günlük teklif limitlerini oluşturmaktadır (Açık Piyasa İşlemleri Uygulama Talimatı, 2004, s.18).

Bir hafta vadeli repo ihaleleri saat 11:00'de geleneksel ihale yöntemi ile gerçekleştirilmekte ancak, gerekli görüldüğü takdirde, gün içinde likiditenin öngörülmeleyen nedenlerle azalması ve bu durumun para piyasası faiz oranlarında aşırı baskı yaratması halinde, olağan repo ihalesine ilave olarak daha sonra "Gün İçi Repo İhalesi"de açılabilir.

2.1.1.1.4. Geri Alım Vaadi İle Satım (Ters Repo)

Piyasadaki likidite fazlalığının geçici olduğuna karar verildiği durumlarda kullanılmaktadır. Ters repo işleminin vadesi 91 günden uzun olamamaktadır. İşlem iki aşamalı olarak gerçekleşmektedir. İşlemin valöründe TCMB, piyasadan likidite çekmekte karşılığında piyasaya portföyünden DİBS vermektedir. İşlemin vadesinde ise TCMB katılımcıya geri alım bedelini ödemekte böylece işlem karşılığında verdiği DİBS'ler portföyüne geri dönmektedir. Mevcut uygulamada ters repo işleminde TCMB, işlem karşılığı aldığı DİBS'lerin yanı sıra, ilave teminat istememektedir. Ancak uygulama talimatına göre, önceden ilan edilmek kaydıyla ilave teminat istenebilmektedir.

Mevcut uygulamada, İMKB Repo-Ters Repo Pazarında TCMB borçlanma faiz oranından ters repo işlemleri ile gecelik vadede likidite çekilmektedir.

2.1.1.1.5. Likidite Senetleri İhraç ve Erken İtfa İşlemleri

1211 sayılı TCMB Kanunu 52'nci maddesi çerçevesinde, TCMB, para politikası hedefleri çerçevesinde para arzının ve ekonominin likiditesinin etkin bir şekilde düzenlenmesi amacıyla kendi nam ve hesabına, vadesi 91 günü aşmayan, ikincil piyasada alınıp satılabilen likidite senedi ihraç edebilmektedir. TCMB, likidite senetlerine ilişkin usul ve esasları, 5 Ekim 2006 tarih, 26310 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan "Likidite Senetleri Hakkında Tebliğ" ile düzenlemiştir. TCMB, piyasadaki fazla likiditeyi esas olarak bünyesindeki Bankalararası Para Piyasasındaki Türk Lirası depo işlemleri ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Repo-Ters Repo Pazarındaki ters repo işlemleri ile gecelik vadede çekmektedir. Ancak 2007 yılında gecelik vadede çekilen likiditenin miktarının artmasının, likidite yönetiminin esnekliğini ve etkinliğini azaltacağı değerlendirilerek mevcut para politikası araçlarına ilave olarak likidite senetlerinin ihraç edilmesine karar verilmiştir. İlki Temmuz 2007'de olmak üzere 2007 yılında dört kez geleneksel ihale yöntemi ile likidite senedi ihraç edilmiştir. 2008 yılında piyasadaki fazla likiditenin makul düzeylere geri dönmesi sonucu likidite senedi ihracına tekrar başvurulmamıştır.

2.1.1.1.6. Türk Lirası Depo İşlemleri

Bu işlemler, TCMB'nin gün içinde ilan ettiği faiz oranlarından Türk lirası borç almak veya borç vermek isteyen bankaların TCMB ile gerçekleştirdikleri mevduat işlemlerini ifade etmektedir. Söz konusu işlemlere uygulanacak faiz oranı TCMB tarafından belirlenmektedir. Bankalar, Bankalararası Para Piyasasında işlem yapmak üzere tesis edilen limitlerini aşmamak kaydı ve yeterli teminat buldurmak şartıyla TCMB'den borç alabilmektedir. Belirli bir limit sınırlaması olmaksızın, yeterli teminat buldurmak veya EFT sistemi ile para göndermek yoluyla TCMB'ye borç verebilmektedir.

2.1.1.1.7. Türk Lirası Depo Alım İhalesi İşlemleri

TCMB'nin ihale yöntemi ile gerçekleştirdiği depo alım işlemleridir. Esas olarak geleneksel ihale yöntemi ile gerçekleştirilmektedir. Ancak gerekli görülen durumlarda bu yöntemde değişikliğe gidilebilmektedir.

2.1.1.1.8. Gün İçi Limit İşlemleri

Gün İçi Limit işlemleri, bankacılık sisteminde gün içinde oluşan acil fon ihtiyaçlarının karşılanabilmesi ve ödeme sisteminde oluşabilecek tıkanıklıkların giderilebilmesi amacıyla TCMB'ce bankalara, limitleri ve teminatları dahilinde, komisyon karşılığında, gün sonunda geri ödenmek üzere, gün içinde sağlanan borçlanma imkanıdır (Bankalararası Para Piyasası Uygulama Talimatı, Temmuz 2007, s.17).

2.1.2. Zorunlu Karşılık ve Disponibilite Uygulaması

2.1.2.1. Zorunlu Karşılık Uygulaması

Türkiye'de zorunlu karşılık politikası ilk kez, 1936 tarihinde uygulanmaya başlamıştır. Bu dönemde zorunlu karşılık oranı vadeli ve vadesiz mevduat için yüzde 15 olarak belirlenmiş ve karşılık olarak ayrılan tutarla DİBS alınma zorunluluğu getirilmiştir. Zorunlu karşılıkların TCMB'de tutulma zorunluluğu ise 1961 yılında başlamıştır. Zorunlu karşılıklar TCMB Kanunu madde 40'ta şu şekilde düzenlenmiştir :

“Para - kredi konusunda Bankanın görev ve yetkileri

Madde 40-

II- (19.10.2005 tarih, 5411 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli) Bankalar ve elektronik ödeme araçlarını çıkaran kuruluşlar dahil olmak üzere Bankaca uygun görülecek diğer mali kuruluşlar, Banka nezdinde açılacak hesaplarda yükümlülükleri esas alınarak, nakden zorunlu karşılık tesis ederler. Zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin kapsamı, zorunlu karşılıkların oranı, tesis süresi ve bu yükümlülükler için tesis edilen karşılıklara gerektiğinde ödenecek faiz oranı, mevduat veya katılım fonlarından olağanüstü çekilişler ile birleşme, devir ve bölünme hallerinde yapılacak işlemler de dahil olmak üzere uygulamaya yönelik her türlü usul ve esaslar Bankaca belirlenir.

Yukarıda belirtilen kuruluşların taahhütlerine karşı bulunduracakları umumi disponibilitenin nitelik ve oranı, gerektiğinde Bankaca tespit edilir.

Bankaca yapılacak düzenlemeye göre zorunlu karşılıkların Banka nezdindeki hesaplarda bloke olarak tutulmasının istenmesi halinde, bloke hesaplarda tutulan zorunlu karşılıklar, hiçbir amaç ve konunun finansmanı için kullanılamaz, temlik ve haciz edilemez.

Zorunlu karşılıkların ve umumi disponibilitenin süresinde tesis edilmemesi veya eksik tesis edilmesi halinde Banka, belirleyeceği usul ve esaslara göre, eksik kısım için; Banka nezdindeki hesaplarda faizsiz mevduat tutulmasını istemeye veya cezai faiz tahakkuk ettirmeye yetkilidir. Tahakkuk ettirilen cezai faiz alacakları, 6183 sayılı Amme Alacaklarının Tahsil Usulü Hakkında Kanun hükümleri gereğince tahsil edilir. Tahsil edilen cezai faizler Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonuna gelir kaydedilir.”

1965 yılından itibaren TCMB’de tutulan bu hesap, 1975 yılına kadar özel finansman, 1983 yılına kadar ise zirai finansman amacıyla kullanılmıştır. Ancak bloke olması gereken zorunlu karşılıkların finansman kredilerinde kullandırılarak tekrar dolaşıma dönmesi bu aracın etkinliğini azaltmıştır (Keyder, 2002, s.50). Ayrıca, 1985 yılına kadar olan dönemde zorunlu karşılık oranlarının hem çok yüksek olması hem de tesis süresinin çok uzun olması da bu aracın etkinliğini azaltan diğer bir nedendir (Kesriyeli, 1997, s.6). Bu amaçla, Nisan 1986’dan itibaren aylık yerine haftalık karşılık uygulamasına geçilmiş ve tesis süresi dört haftadan iki haftaya indirilmiş; 1 Ocak 1986 tarihinden itibaren mevduat bankalarına zorunlu karşılıklar için faiz ödenmesi durdurulmuş ve 1 Mart 1986 tarihinde zorunlu karşılık oranı yüzde 15’e düşürülmüştür (Kesriyeli, 1997, s.11).

Yıllar itibarıyla zorunlu karşılık oranlarında ve operasyonel çerçevede birtakım değişiklikler yaşanmıştır. Aşağıda 2008 sonu itibarıyla yürürlükte olan tebliğ çerçevesinde zorunlu karşılık uygulamasının genel hatlarından bahsedilecektir.

Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ (2005/1) madde 4’e göre, bankaların tabi oldukları muhasebe standartları ve kayıt düzeni esas alınarak belirlenen yurt içi toplam pasiflerinden, bu maddede belirtilen kalemlere ilişkin hesap bakiyelerinin indirilmesi sonucunda bulunacak tutarlar ile yurt dışındaki şubeleri adına Türkiye’den kabul ettikleri mevduat ile katılım fonu toplamı, bankaların zorunlu karşılığa tabi Türk parası ve yabancı para yükümlülüklerini oluşturmaktadır.

Zorunlu karşılık oranları, Türk parası yükümlülüklerde yüzde 6, yabancı para yükümlülüklerde yüzde 9’dur.

Zorunlu karşılığa tabi yükümlülükler iki haftada bir cuma günleri itibariyle hesaplanmaktadır. Zorunlu karşılıkların tesis süresi 14 gündür. Bu süre yükümlülüklerin hesaplandığı tarihten iki hafta sonraki cuma günü başlamakta ve ikinci haftanın perşembe günü mesai saati bitiminde sona ermektedir.

Türk parası yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların tamamı ile yabancı para yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların 3 puanlık kısmı ortalama olarak tesis edilmektedir. TCMB, ortalama olarak tutulan zorunlu karşılıkların bir kısmının veya tamamının bankalar itibariyle belirli süreler için bloke olarak tutulmasını isteyebilmektedir.

Türk parası zorunlu karşılıklara TCMB'ce tespit ve ilan edilen oranlarda faiz ödenmektedir. 1986 yılında kaldırılan zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulaması; bankaların aracılık maliyetlerinin düşürülmesi yolu ile etkin ve verimli çalışmalarına katkıda bulunmak amacıyla sonradan değiştirilmiştir. 8 Ağustos 2001 tarihinden itibaren Türk lirası zorunlu karşılıklara, 24 Mayıs 2002 tarihinden itibaren de yabancı para zorunlu karşılıklara faiz ödenmeye başlanmıştır. Böylece, TCMB'de tutulan zorunlu karşılıklara ilişkin kaynak maliyeti düşürülmüştür. Türk lirası zorunlu karşılıklara ödenecek faiz oranı, Türk lirası mevduatın ağırlıklı ortalama basit faiz oranlarının yüzde 75'i ile yüzde 80'i aralığında tutulmuş ve bankaların mevduat faiz oranlarının değişimine paralel olarak belirlenmiştir. Yabancı para zorunlu karşılıklara ödenecek faiz oranları ise, bankaların TCMB'de serbest olarak buldukları 2 gün ihbarlı döviz tevdiat hesabı faiz oranları ile aynı düzeyde ve haftalık olarak belirlenmiştir. Türk lirası zorunlu karşılıklara uygulanan faiz oranının tespitinde 4 Ocak 2006 tarihinde bir değişikliğe gidilmiştir. 2006-4 sayılı basın duyurusunda, Avrupa Merkez Bankası ve Avrupa Birliği (AB) üyesi bazı ülkelerin merkez bankalarının, zorunlu karşılıklara nema uygulamasında merkez bankası politika faiz oranları esas alındığı ve ülkemizin AB katılım sürecinde, finansal piyasaların AB uygulamalarına uyumu önem kazandığından, Türk lirası zorunlu karşılıklara uygulanacak faiz oranlarının belirlenmesinde, bankaların Türk lirası mevduatına uyguladıkları faiz oranı yerine, para politikası hedefleri ile

makro ekonomik gelişmeler çerçevesinde belirlenen TCMB gecelik borçlanma faiz oranının esas alınması benimsenmiştir. Bu doğrultuda, Türk lirası zorunlu karşılıklara uygulanacak faiz oranının TCMB gecelik borçlanma faiz oranının yüzde 75'i düzeyinde belirlenmesi kararlaştırılmıştır.

TCMB, Ağustos 2007'de başlayan finansal çalkantının olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla zorunlu karşılık uygulamasında birtakım değişikliklere gitmiştir. Halihazırda yüzde 11 olan yabancı para zorunlu karşılık oranı 2 puan azaltılarak yüzde 9 düzeyine indirilmiştir. Yabancı para zorunlu karşılık oranında yapılan bu indirimle bankacılık sistemine yaklaşık 2,5 milyar ABD doları ek döviz likiditesi sağlanmış bulunmaktadır. Ayrıca ters dolarizasyon sürecini desteklemek ve bu doğrultuda Türk lirası mevduatı ve kredileri teşvik etmek amacıyla yabancı para zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son verilmiş, Türk lirası zorunlu karşılıklara ödenen faiz oranı miktarı ise artırılmıştır. Bu çerçevede, Türk lirası zorunlu karşılıklara ödenen faiz oranı TCMB gecelik borçlanma faiz oranının yüzde 75'i seviyesinden 80'i seviyesine çıkarılmıştır (TCMB, Basın Duyurusu, 2008-63).

2.1.2.2. Disponibilite Uygulaması

Türkiye'de ilk kez, Nisan 1959'da Banka Kredilerini Tanzim Komitesi disponibiliteyi zorunlu hale getirmiş ve oranı yüzde 5 olarak saptamıştır (Keyder, 2002, s.62). Takip eden yıllarda hem oran hem içerik olarak disponibilite uygulamasında çeşitli düzenlemelere gidilmiştir. Hukuki düzenlemesi TCMB Kanunu madde 40/II'de yapılan disponibilite uygulamasında 16 Kasım 2005 tarihli Zorunlu Karşılık ve Umumi Disponibilite Hakkında Tebliğlere ilişkin Basın Duyurusu'nda da belirtildiği üzere, bankaların likidite yönetimlerini etkinleştirmelerine katkı sağlamak amacıyla yeni düzenlemeler yapılmıştır. Bu çerçevede, mevcut hali ile uzun zamandır işlevini yitirmiş olan disponibilite uygulamasına son verilerek bankaların TCMB nezdinde DİBS tutma zorunluluğu kaldırılmış, bankalara kaynaklarını daha esnek kullanma olanağı sağlanmıştır. 2005-52 sayılı basın duyurusunda, 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'nun 46'ncı maddesinde bankaların; TCMB'nin uygun görüşü alınmak suretiyle Bankacılık Düzenleme

ve Denetleme Kurulunca (BDDK) belirlenecek usul ve esaslara göre asgari likidite düzeyini hesaplamak, tutturmak, idame ettirmek ve raporlamak zorunda oldukları hüküm altına alınmakta ve BDDK'ca, TCMB'nin uygun görüşü alınarak kapsamlı bir likidite düzenlemesi yürürlüğe konulacağı belirtilmektedir.

Diğer yandan, AB Komisyonu'nun 9 Kasım 2005 tarihinde açıklanan 2005 yılı Türkiye İlerleme Raporu'nda, bankaların TCMB'de zorunlu olarak DİBS bulundurması uygulamasının "kamunun finansal kuruluşlara imtiyazlı erişiminin engellenmesi" ilkesine aykırılık teşkil ettiği belirtilmektedir. Yürürlükteki işlevini zaten yitirmiş disonibilite düzenlemesinin kaldırılmasıyla, bankaların TCMB'de DİBS tutma zorunluluğu sona erdirilmekte ve böylece AB müktesebatına uyum konusunda da önemli bir adım atılmış olmaktadır (TCMB, Basın Duyurusu, 2005-52).

2.1.3. Reeskont Politikası ve Destek İmkanlar

2.1.3.1. Reeskont Politikası

TCMB, bankaların bankası sıfatıyla nihai kredi mercii olarak tanımlanmaktadır. Reeskont işlemiyle TCMB, piyasayı üç farklı şekilde etkileyebilmektedir. İlk olarak, reeskont talebinde bulunanların talebini kabul veya reddederek kredi tavanı koyabilmekte; ikinci olarak, krediler üzerine uygulayacağı reeskont oranını belirleyerek, para arzını kontrol edebilmekte ve farklı sektörler için farklı reeskont oranları belirleyerek tercih ettiği sektörleri destekleyebilmekte; üçüncü olarak ise kabul edilebilir menkul kıymetlerin türünü belirleyerek bankaların sektörler arası kredi dağılımını etkileyebilmektedir (Keyder, 2002, s.79).

TCMB, İkinci Dünya Savaşından 1989 yılına kadar, reeskont yoluyla orta ve uzun vadeli finansman sağlayarak kalkınmanın finansmanında önemli bir rol oynamıştır. Başka bir deyişle, 1989 yılı sonlarına kadar TCMB kredileri bir para politikası aracı olarak değil, kalkınmanın finansmanı amacıyla selektif kredi politikasının bir aracı olarak kullanmıştır. Banka Meclisinin 26 Ekim 1989 gün, 5728/15327 sayılı Kararı ile, senet üzerine avans şeklinde işleyen

orta vadeli reeskont kredisi uygulaması yürürlükten kaldırılarak, bankacılık sistemine, likidite gereksinimlerini karşılamak amacıyla kısa vadeli reeskont penceresi açılması kararlaştırılmıştır. 7 Aralık 1989 gün ve 5763/15362 sayılı kararı ile de bankacılık kesimine genel bir kısa vadeli reeskont penceresi açılması kararlaştırılmıştır. Böylece reeskont kredileri, selektif kredi politikası aracı olmaktan çıkartılarak, sadece para politikasının yürütülmesi amacıyla kullanılacak bir araç haline gelmiştir (TCMB, 1989 Yıllık Rapor, s.39).

Reeskont uygulaması 2001 yılında tekrar değişikliğe uğramıştır. TCMB Kanunu madde 45'te TCMB'nin hangi nitelikteki senetleri reeskonta kabul edeceği belirtilmektedir. Bu madde hükmünce, TCMB, muteber saydığı asgari üç imzayı taşımak ve vadelerine en çok 120 gün kalmış olmak şartıyla ve kendi belirleyeceği esaslar dahilinde bankalar tarafından verilecek ticari senet ve vesikaları reeskonta kabul edebilmektedir. Reeskonta kabul edilecek ticari senet türleri ve verilecek kredilerin en yüksek sınırı ve kredi türlerine göre limitleri, para politikası ilkeleri göz önünde tutulmak suretiyle TCMB tarafından belirlenmektedir. TCMB reeskonta kabul edebileceği senetler karşılığında avans da verebilmektedir.

2.1.3.2. Destek İmkanlar

2.1.3.2.1. Geç Likidite Penceresi İşlemleri

Geç Likidite Penceresi işlemleri, TCMB'nin gün sonunda, nihai kredi mercii sıfatıyla ödeme sisteminde ortaya çıkabilecek sorunların önlenmesi amacıyla geçici nitelikteki likidite ihtiyaçlarının karşılanması için bankalara sağladığı borçlanma imkanı ile likidite fazlalarını değerlendirebilmeleri için bankalara sağladığı borç verme imkanını kapsamaktadır (Bankalararası Para Piyasası Uygulama Talimatı, 2007, s.13).

Bu işlemlere uygulanacak faiz oranı, TCMB tarafından belirlenmektedir. Katılımcılar, geç likidite penceresi işlemlerine piyasa kapandıktan sonra başvurdukları için borç verme faiz oranı daha yüksek ve borç alma faiz oranı ise daha düşük olarak belirlenmektedir. Bankalar depo işlemlerinin aksine yeterli teminat bulundurmamak kaydıyla limitsiz olarak bu

olanak aracılığıyla borç alabilmektedir. Bu işlemler TCMB'nin nihai kredi mercii sıfatıyla gerçekleştirdiği işlemler olduğundan, bankaların bu imkanı sürekli bir borçlanma kaynağı olarak değil, istisnai bir finansman kaynağı olarak görmeleri istenmektedir. Bu sebeple bu olanaktan borç alınmak istenen tutar bankaların limitlerini aşması durumunda bankaların borçlanma gerekçesini TCMB'ye bildirmeleri istenmektedir. Gerekli görüldüğü durumlarda, bu imkan aracılığıyla borçlanma imkanına sınırlama getirilebilmektedir.

2.1.3.2.2. Piyasa Yapıcılara Tanınan Borçlanma İmkani

TCMB, 2 Eylül 2002 tarihli basın duyurusunda, piyasa yapıcılığı sistemini desteklemek amacıyla piyasa yapıcısı bankalara APİ çerçevesinde Türk lirası likidite imkanı sağlamaya başlayacağını duyurmuştur. Bu çerçevede, piyasa yapıcısı bankalar 22 Temmuz 2002 tarihinden itibaren Hazine Müsteşarlığının ihraçlarından aldıkları/alacakları ve itfa edilmemiş DİBS'lerin belirli bir yüzdesi kadar likidite imkanına sahip bulunmaktadır. Piyasa yapıcılar, söz konusu likidite imkanının tamamını kotasyon yolu ile yapılacak repo işlemleri için kullanılabileceği gibi, söz konusu likidite imkanının en fazla yarısını, Hazine Müsteşarlığınca ölçüt kıymet kabul edilen DİBS'leri TCMB'ye satmak için de kullanabilmektedirler. Piyasa yapıcısı bankaların repo yoluna başvurusu halinde uygulanacak faiz oranı TCMB'nin ilan ettiği borç verme faiz oranının altında bir düzeyden gerçekleşmektedir. Piyasa yapıcısı bankalara uygulanacak faiz oranı da TCMB borç alma ve borç verme faiz oranı gibi aylık olarak düzenlenen Para Politikası Kurulu toplantılarında belirlenmektedir.

2.1.4. Likidite Yönetimi

2.1.4.1. Genel Çerçeve

TCMB, likidite yönetiminin genel çerçevesini bir takım amaçları dikkate alarak belirlemektedir: Bu amaçları şu şekilde sıralamak mümkündür:

- Kısa vadeli faiz oranlarının Kurul tarafından belirlenen düzeyde ya da bu düzey civarında oluşmasının sağlanması,

- Kısa vadeli para piyasası faiz oranlarındaki aşırı oynaklıkların önlenerek para piyasalarının etkin ve istikrarlı çalışmasının sağlanması,
- Ödemeler sisteminin kesintisiz çalışmasının temini,
- Operasyonel yapının piyasalardaki olağanüstü gelişmelere karşı yeterli esnekliğe sahip olması.

Bu amaçlar çerçevesinde piyasadaki likidite durumuna göre genel çerçeve şekillenmektedir. TCMB'nin 2001 yılında Kamu ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) bünyesindeki bankalardan satın aldığı DİBS'ler nedeniyle piyasada oluşan fazla likidite koşulları daha sonraki yıllarda da yoğun döviz alışları nedeniyle devam etmiş ve bu durum Mayıs 2008'e kadar sürmüştür. Mayıs 2008'den sonra ortaya çıkan likidite sıkışıklığı nedeniyle TCMB bir hafta vadeli repo ihaleleri ile piyasayı fonlamaya başlamıştır.

TCMB, fazla likiditeyi temel olarak bünyesinde faaliyet gösteren Bankalararası Para Piyasasındaki Türk lirası depo işlemleri ve İMKB Repo-Ters Repo Pazarındaki ters repo işlemleri ile gecelik vadede çekmektedir. Repo ihalelerine başladıktan sonra da bazı bankaların ikincil piyasada faiz oranları TCMB borçlanma faiz oranının önemli ölçüde üzerine çıkmadığı sürece fazla likiditelerini işlem maliyetleri, vergi farklılıkları gibi faktörlerin de etkisiyle Bankalararası Para Piyasasında TCMB'ye borç vererek değerlendirmeyi tercih etmeleri nedeniyle, TCMB gecelik vadede borçlanmaya devam etmiştir. TCMB'nin bu stratejisi sayesinde ikincil piyasa faiz oranları TCMB borçlanma faiz oranının çok fazla üzerinde oluşmamış ve likidite bankacılık kesimi arasında sağlıklı bir şekilde dağılmıştır.

Mevcut uygulamada TCMB borçlanma faiz oranı, piyasa açısından referans faiz oranı olarak kabul edilmektedir. TCMB, 2008 yılında yayınladığı 2009 yılı Para ve Kur Politikası metninde piyasadaki likidite sıkışıklığının artması ve/veya bu durumun kalıcı olma olasılığının belirginleşmesi durumunda repo ihale faiz oranlarının referans faiz oranı haline gelebileceğinden bahsetmekte ve böyle bir durumun para politikasında istem dışı bir sıkılaşmaya yol açabileceğinden dolayı TCMB'nin teknik faiz indirimine gidebileceğini belirtmektedir. Söz konusu faiz indirimi teknik bir

düzenleme niteliğinde olup para politikasının gevşetilmesi anlamına gelmemektedir.

2.1.4.2. Olağanüstü Durumlarda Kullanılan Para Politikası Araçları ve Likidite Yönetim Stratejileri

Ağustos 2007’de ABD kaynaklı başlayan finansal çalkantı sonrasında TCMB’nin başvurduğu para politikası araçları ve uyguladığı likidite yönetim stratejisi incelenmeden önce 2000 Kasım, 2001 Şubat krizlerinde ve 2006 Mayıs çalkantısı sırasında almış olduğu önlemler ve likidite yönetim stratejileri incelenecektir.

2.1.4.2.1. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizi

Aralık 1999 tarihinde, 2000, 2001 ve 2002 yıllarını kapsayan, 2000 yılında nominal kurları çapa olarak esas alan bir istikrar programı uygulamaya konulmuştur. 9 Aralık 1999 tarihinde kur ve para politikası uygulamasının temel esasları kamuoyuna duyurulmuştur. Bu temel para politikası metninde, TCMB’nin, 2000 yılında, API fonlamasını sınırlı düzeyde tutacağını, bünyesindeki Bankalararası Para Piyasasındaki fonlama ya da likidite çekme işlemlerini en az düzeye indirmek için gün sonunda nihai kredi mercii sıfatıyla ilan edeceği gün sonu borç verme ve borç alma faiz oranlarını piyasa faiz oranlarını dikkate alarak sırasıyla daha yüksek ve daha düşük olarak belirleyeceğini ve bankaların TCMB’nin önceden açıkladığı kurlardan limitsiz olarak, karşılığı Türk lirasını TCMB’ye ödemek şartıyla döviz alabileceğini ya da döviz satarak karşılığı Türk lirasını alabileceğini duyurmuştur. Kasım 2000’e kadar bankalar, Türk lirası likidite ihtiyaçlarını asıl olarak TCMB’ye döviz satarak sağlamış, repo yoluyla sınırlı düzeyde fonlama yapılmış, döviz kurları önceden ilan edilen düzeylerde tutulmuş ve bu çerçevede para piyasası faiz oranları da makul düzeylerde dalgalanmıştır. Ancak, Arjantin kaynaklı başlayan tedirginlikler, Türkiye’nin özelinde sahip olduğu birtakım kırılmalıklardan dolayı yabancı yatırımcıların daha temkinli yaklaşması sonucu döviz arzında azalmaya neden olmuş ve Ekim 2000’den itibaren faizlerde baskı hissedilmeye başlanmıştır. 22 Kasım 2000 tarihinde piyasadaki bankaların birbirlerine olan güvensizliklerinin de etkisiyle ciddi bir

döviz talebi başlamış ve faizler hızla yükselmiştir. Uygulanmakta olan program gereği, TCMB Türk lirası karşılığı döviz talep eden bankalara döviz satmış ancak bu durum piyasadaki Türk lirası likiditesinin azalmasına yol açmıştır. Her ne kadar uygulanan program gereği Net İç Varlıklar ve Net Uluslararası Rezervler hedefinin tutturulması gerekliliğine rağmen, döviz talebi nedeniyle aşırı likidite sıkışıklığı içinde bulunan bazı özel ve kamu bankalarının çok zor durumda kalma ve ülkenin ödeme sisteminin çökme risklerinden dolayı TCMB, ihtiyaç duyulan ilave likiditeyi kontrollü bir şekilde piyasaya sağlamıştır. İlave likidite, temel likidite sağlama aracı olan repo ihalelerinin yanı sıra aşağıda bahsedilen şekillerde piyasaya verilmiştir:

- Bir haftalık ortalama olarak tutulması gereken dispo­nibilite yükümlülüğü altı haftaya çıkartılarak bankacılık sistemine yaklaşık olarak bir milyar ABD doları likidite sağlanmıştır.
- Bankalararası Para Piyasasındaki işlem limitleri artırılarak, güvensizlik sonucu borç bulamayan bankalara kolaylık sağlanmıştır.
- Sistemin faizlere olan duyarlılığını ortadan kaldıran hareketlerin önüne geçmek için, Hazine ile bir koordinasyon içinde geri alım ihaleleri gerçekleştirilerek piyasaya ilave likidite sağlanmıştır.
- Gün sonunda yeterli likidite bulamayan bankalara repo işlemleri ile fonlama yapmıştır.

Yapılan ilave fonlamanın döviz talebine dönüşerek döviz rezervlerini geriletme ihtimalinin ortaya çıkarması üzerine, TCMB, döviz talebini kontrol altına almaya yönelik olarak 30 Kasım 2000'de yaptığı basın duyurusu ile repo ile ilave fonlamanın durdurulduğunu ve sisteme ek likiditenin yine döviz satışı karşılığı sağlanacağını duyurmuş ve 30 Kasım 2000 tarihindeki Net İç Varlıklar büyüklüğünü yeni referans noktası olarak belirlemiştir.

12 Ocak 2001 tarihinde ise mevduat munzam karşılık oranı iki puan düşürülerek yüzde 6 seviyesinden yüzde 4 seviyesine çekilmiştir. Bu değişiklik sonucu oluşan 467 milyar Türk liralık fark ise bankaların serbest kullanımına bırakılmıştır (TCMB, Basın Duyurusu, 2001-3).

Ocak 2001'den itibaren faiz oranları önemli ölçüde gerilemeye başlamış ancak 19 Şubat 2001 tarihinde yaşanan siyasi gelişmelerin tetiklemesi sonucu piyasa katılımcılarının kur çapasına dayalı programın sürdürülebilirliğine ilişkin güvenleri önemli ölçüde azalmış ve Kasım 2000 krizinin aksine yerli yatırımcılar da döviz talep etmeye başlamışlardır.

Şubat 2001 krizinde uygulanan likidite yönetim stratejisine bakıldığında, krizin başlaması ile birlikte, TCMB Türk lirası yaratmamak için düzenli olarak gerçekleştirdiği repo ihalelerine son verdiği ve daha sonraki günlerde repo işlemleri nedeniyle borçlu olan bankaların kamu bankaları ve TMSF bünyesindeki bankalar olduğunu, bunların da döviz talep etmediklerini ve borçlarını geri ödeme imkanları olmadığını göz önüne alarak, bu işlemlerin vadesini uzattığı görülmektedir.

20 Şubat 2001 tarihinde, faizlerin daha da yükselmemesi için Bankalararası Para Piyasasının rutin uygulaması çerçevesinde piyasaya likidite verilmiştir. O tarihte vadesi dolan repo işlemi olmadığından dolayı yeni repo ihalesi açılmamıştır.

21 Şubat 2001'de ise rezerv kaybının iyice artmaması için bankalar sadece Bankalararası Para Piyasasında gecelik vadede nihai kredi mercii sıfatıyla sınırlı tutarda fonlanmış, vadesi gelen repo işlemlerinin ise vadesi uzatılmıştır. Aynı tarihte Hazine, vadesi dolan iç borç geri ödemelerinin tamamını karşılayacak düzeyde piyasadaki borçlanamamış ve Hazine borçlarının ödeyebilmek için TCMB nezdindeki Türk lirası ve döviz hesaplarını da kullanmış ancak, 700 milyon Türk liralık kısmı için kaynak bulamamış ve yükümlülüklerini yerine getirebilmek için TCMB'ye DİBS alması için talepte bulunmuş ve TCMB, Hazineden 700 milyon Türk liralık DİBS olarak gerekli likiditeyi sağlamıştır.

Ancak, bu dönemde Türk lirası likiditesinin kısılması kısa dönem faiz oranlarının hızla yükselmesine yol açmış ve para programının mevcut şekliyle sürdürme çabaları kaybolan güveni yeniden tesis edememiştir. Bu sebeplerden 22 Şubat 2001 tarihinde döviz kurları dalgalanmaya bırakılmıştır (TCMB, Basın Duyurusu, 2001-8).

TCMB, dalgalı kur rejimine geçildiği tarihten itibaren faizlerin kontrol altına alınmasına ve en fazla likidite ihtiyacı yaşayan kamu bankaları ile TMSF bünyesindeki bankaların likidite ihtiyaçlarının doğrudan sağlanmasına yönelmiştir. Bu amaçla kotasyon yolu ile kamu ve TMSF bünyesindeki bankalar fonlanmış ve özellikle 26 Şubat 2001 tarihinden itibaren İMKB Repo-Ters Repo Pazarında gecelik vadede bankalara borç verilmiş böylece gecelik faiz oranlarının süratle makul düzeylere inmesi sağlanmıştır (TCMB, Bilgi Notu, 2003, s.22).

2.1.4.2.2. 2006 Mayıs Çalkantısı

2006 Mayıs ayında uluslararası sermaye koşullarının gelişmekte olan ülkeler aleyhine değişmesi sonucunda Türkiye de dahil birçok gelişmekte olan ülkeden sermaye çıkışları yaşanmıştır. Bu durum Türk lirasının yaklaşık olarak yüzde 30 değer kaybetmesine yol açmıştır. Türk lirasındaki değer kaybı, 2006 yılına özgü kuraklıktan kaynaklanan gıda fiyatlarındaki yükselişle birleşerek enflasyonun yükselmesine ve enflasyon beklentilerinin hedeflerin üzerine çıkmasına neden olmuştur. TCMB, 2006 Mayıs çalkantısı sırasında yaşanan sermaye çıkışının fiyatlama davranışları üzerinde kalıcı etkiler oluşmasını engellemek amacıyla beklenmeyen ve güçlü bir parasal sıkılaştırma tepkisi vermiştir. Bu çerçevede kısa vadeli faiz oranları Haziran ayında 400 baz puan artırılmıştır (Yılmaz, 27 Aralık 2008).

2.1.4.2.3. Ağustos 2007 Finansal Krizi

2008 yılının son çeyreğine gelindiğinde, küresel finans piyasalarındaki güven kaybının derinleşmesi küresel likidite akışını olumsuz etkilemiş ve ABD doları likiditesine olan talep hızla artarak Türk lirasının önemli ölçüde değer kaybetmesine yol açmıştır.

TCMB, Türk lirası likiditesini doğrudan kontrol edebilirken döviz likiditesine ilişkin gelişmelerde ise daha çok dış dünya koşulları belirleyici olduğundan TCMB küresel ekonomideki belirsizliklerin yüksek seviyelerde olduğu bir dönemde döviz rezervlerini öncelikli olarak bankacılık sistemimizin

döviz likiditesini desteklemek amacıyla kullanma stratejisini benimsemiştir. Bu çerçevede TCMB aşağıda açıklanan önlemleri almıştır.

2.1.4.2.3.1. TCMB Likidite Desteği Kredisi

TCMB, 2009 Yılı Para ve Kur Politikası metni 50. maddesinde mevcut para politikası araçlarının olağan dışı zamanlarda dahi etkin likidite yönetimini sağlayacak nitelikte ve yeterlilikte olduğunu vurgulamaktadır. Ancak, aynı maddenin devamında olağanüstü durumlarda kullanabileceği bir borç verme aracının daha olduğu ifade edilmektedir. TCMB Kanununun 40. maddesinin (I) numaralı fıkrasının (c) bendi uyarınca, TCMB'nin, banka sisteminde belirsizlik ve güvensizlik oluşması ve fon çekilişlerinin hızlanması halinde, haklarında belirsizlik ve güvensizlik oluşan bankalara, şartları TCMB tarafından kararlaştırılmak üzere, fon çekilişlerini karşılayacak miktarda kredi verebileceği hükmü bulunmaktadır. Bu çerçevede, 29 Ocak 2009 tarihinde yaptığı bir basın duyurusu ile bankacılık sisteminin dayanıklı yapısı ve mevcut araçların etkinliğini dikkate alarak, bundan sonraki dönemde de söz konusu kredi imkanının kullanılmasına gerek kalmayacağını değerlendirmekle birlikte, her türlü olumsuz koşullara önceden hazırlıklı olmayı, olağanüstü şartlar altında kullanılabilen kredi imkanlarının kullandırma esasları hakkında bankacılık sistemini ve kamuoyunu şeffaf bir şekilde bilgilendirmeyi faydalı görmüş ve söz konusu kredilere ilişkin usul ve esasların belirlendiği yönetmeliği internet sitesinde yayımlamıştır.

Bu yönetmelik hükümleri incelendiğinde, kredinin avans şeklinde verileceği, kredi talebinde bulunan bankaya tanınacak kredi limitinin Banka Meclisince belirleneceği ancak, tahsis edilecek kredi limitinin, kredi talebinde bulunan bankanın aylık dönemler itibarıyla TCMB'ye bildirdiği en son bilanço verilerinde yer alan öz kaynaklarının iki katını aşamayacağı, kredinin en çok bir yıl süreyle ve birer aylık vadelerle kullanılacağı, kullanılan kredi tutarının bankanın toplam fon çekilişlerini aşamayacağı ve krediye, TCMB'nin Bankalararası Para Piyasası gün içi işlemleri için belirlediği gecelik borç verme faiz oranı uygulanacağı hükme bağlanmıştır.

2.1.4.2.3.2. Reeskont İşlemlerinde Yapılan Değişiklik

Yaşanan küresel krizin reel sektör üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla, TCMB'ce ihracatçılara kullanılmak üzere belirlenmiş olan reeskont kredisi limiti 500 milyon ABD doları artırılarak 1 milyar ABD dolarına yükseltilmiş ve bu kredilere kullanım kolaylığı getirilmiştir (TCMB, Basın Duyurusu, 2008-64) .

2.1.4.2.3.3. Döviz Likiditesine Yönelik Alınan Önlemler

Ağustos 2007'de finansal piyasalarda yaşanmaya başlanan çalkantı Eylül 2008'den itibaren derinleşerek pek çok ülke piyasalarında likidite sorunları yaşanmasına neden olmuş ve TCMB de bu dönemde bankacılık kesiminin döviz likiditesini güçlendirmek ve olası sorunların önüne geçmek amacıyla birtakım önlemler almıştır:

2002 yılında son verilen Döviz ve Efektif Piyasaları nezdinde bulunan Döviz Depo Piyasasındaki aracılık faaliyetlerine, döviz piyasasındaki döviz likiditesinin artırılması amacıyla 9 Ekim 2008 tarihinde yeniden başlanmıştır. Böylece bankaların TCMB aracılığıyla birbirlerinden ABD doları ve euro üzerinden borç alıp vermelerine olanak sağlanmıştır. Söz konusu piyasanın varlığı önemli bir güven unsuru oluşturmaktadır.

Bu piyasanın kendinden beklenen amaçları yerine getirmesini teminen bu piyasalarda bankaların işlem yapabilme limitleri 24 Ekim 2008 tarihinde yükseltilmiştir. Ayrıca bu tarihte, döviz piyasasında derinliğin kaybolmasına bağlı olarak oluşan sağlıklı fiyat oluşumunun önüne geçmek amacıyla döviz satım ihalelerine başlanmıştır.

21 Kasım 2008 tarihinde ise bankaların TCMB'den alabilecekleri döviz depolarının vadesi bir haftadan bir aya uzatılmış ve söz konusu piyasada yüzde 10 olarak belirlenmiş borç verme faiz oranları ABD doları için yüzde 7'ye, euro için yüzde 9'a düşürülmüştür (TCMB, Basın Duyurusu, 2008-58).

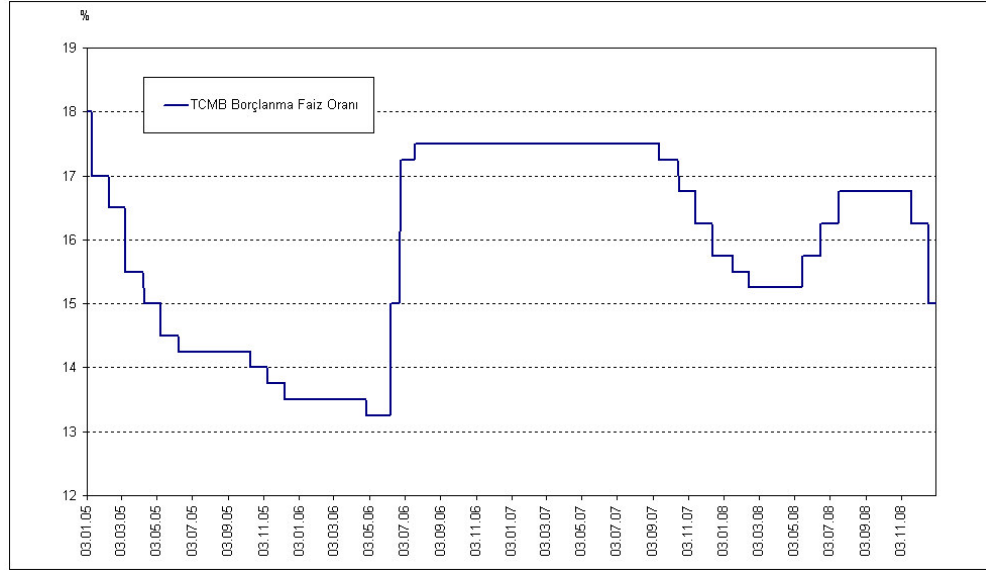
5 Aralık 2008 tarihinde yabancı para zorunlu karşılık oranı yüzde 11'den yüzde 9 düzeyine indirilerek bankacılık sistemine 2,5 milyar ABD doları ek döviz likiditesi sağlanmıştır (TCMB, Basın Duyurusu, 2008-63).

20 Şubat 2009 tarihinde bankaların, TCMB'den alabilecekleri döviz depolarının vadesi bir aydan üç aya, söz konusu piyasada kendi aralarında gerçekleştirdikleri işlemlerde daha önce bir aya kadar olan vade üç aya kadar uzatılmış ve TCMB taraflı işlemlerde borç verme faiz oranı ABD doları için yüzde 7'den yüzde 5,5'e, euro için yüzde 9'dan yüzde 6,5'e düşürülmüştür (TCMB, Basın Duyurusu, 2009-12).

Alınan bu önlemlerin geçici nitelikte olduğu yapılan basın duyurularında ve 2009 Yılı Para ve Kur Politikası metninde yer almaktadır. Uluslararası piyasalardaki gelişmelere bağlı olarak likidite koşullarının iyileşmesi durumunda döviz alım ihalelerine tekrar başlanacağı, Döviz Depo Piyasasındaki aracılık işlevine son verilebileceği ve yabancı para zorunlu karşılık oranlarının artırılabilirliği belirtilmiştir (TCMB, 2009 Yılı Para ve Kur Politikası, s.14).

2.1.4.2.3.4. Faiz İndirimleri

2008 yılının son çeyreğinde, küresel mali krizin şiddetlenmesinin bir sonucu olarak, dünya genelinde finansal koşulların para politikası duruşunun gerektirdiğinin ötesinde ek bir sıkılaşmaya maruz kalması ve benzer gelişmenin ülkemizde de gözlenmesi nedeniyle TCMB finansal koşullardaki ek sıkılaşmayı bertaraf etmek amacıyla kısa vadeli faiz oranlarında önemli düzeyde indirim gitmiştir. 2006 finansal çalkantısına kıyasla 2008 yılında farklı bir iktisadi konjonktürle karşı karşıya kalındığı için verilen politika tepkisi de farklı olmuştur. 2006 yılında yapılan sıkılaşmaya karşılık 2008 de hızlı faiz indirimlerine gidilmiştir (Grafik 2.1.).



Grafik 2.1. Politika Faiz Oranının Gelişimi

Kaynak: TCMB

2.1.4.2.3.5. Alınabilecek Diğer Önlemler

Piyasadaki likidite sıkışıklığının artması ve/veya likidite sıkışıklığının kalıcı olma olasılığının belirginleşmesi halinde TCMB likidite yönetimi operasyonel çerçevesini yeniden düzenleyerek teknik faiz indirimine gideceği ifade edilmiştir (TCMB, 2009 Yılı Para ve Kur Politikası, s.18).

TCMB açısından yeni bir uygulama niteliğinde olan teknik faiz indiriminde, referans faiz oranı temel fonlama aracı olan bir hafta vadeli repo ihale faiz oranları olacak ve TCMB borçlanma ve borç verme faiz oranı repo ihale faizinden 125 baz puan; geç likidite penceresi kapsamında uygulanacak borçlanma ve borç verme faiz oranı ise sırasıyla 400 baz puan daha düşük ve daha yüksek olacaktır. Destek imkanlar kapsamında piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla gecelik ve bir haftalık vadelerde tanınan borçlanma imkanının faiz oranı ise repo ihale faiz oranından 75 baz puan daha yüksek belirlenecektir.

Bu çerçevede düzenlenecek bir hafta vadeli repo ihalelerinin yönteminde de değişikliğe gidilecek. Olağan koşullarda geleneksel yöntemle yapılan repo ihaleleri, miktar ihalesi yöntemine göre düzenlenecektir.

Piyasadaki likidite sıkışıklığının artması ve kalıcı hale gelmesi halinde,

- 91 güne kadar vadeli repo ihaleleri açılması,
- Doğrudan alım ile DİBS'lerin alım işlemleri,
- Türk lirası cinsi zorunlu karşılık oranlarının düşürülmesi

gibi önlemlere başvurulabilecektir.

Uluslararası piyasa koşullarının olumluya dönmesi sonucu fazla likiditenin aşırı düzeyde artması halinde ise,

- 91 güne kadar vadeli TCMB likidite senetleri ihracı,
- Daha önce piyasadan alınmış DİBS'lerin doğrudan satımı,
- Bir, iki ve dört hafta standart vadeli Türk lirası depo alım ihaleleri,
- 91 güne kadar vadeli ters repo ihalelerinin açılması

gibi önlemlere başvurulabilecektir.

2.1.4.3. Değerlendirme

TCMB'nin likidite yönetiminin genel çerçevesi oluşturulurken, kısa vadeli faiz oranlarının Kurul tarafından belirlenen düzeyde ya da bu düzey civarında oluşmasının sağlanması amaçlanmaktadır. Böylece kısa vadeli para piyasası faiz oranlarındaki aşırı oynaklıkların önlenmesi sağlanmaktadır. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinde kur çapasına dayalı bir program uygulandığından dolayı TCMB'nin faizler üzerindeki kontrolünün çok etkin olmadığı faiz oranlarındaki oynaklık seviyesinin oldukça yüksek olduğu görülmektedir.

Dalgalı kur rejimine geçilmesiyle birlikte, kısa vadeli faiz oranlarının Kurul tarafından belirlenen düzeyde ya da bu düzey civarında oluştuğu görülmektedir. Son yaşanan kriz döneminde dahi, TCMB mevcut likidite

yönetimi kapsamında, ikincil piyasa faiz oranlarının politika faiz oranlarına yakın düzeyde gerçekleştiği görülmektedir. Ayrıca, TCMB'nin kullanılmasına henüz gerek olmamakla birlikte gerektiğinde kullanabileceği nitelikte araçlara sahip olduğu bilgisini kamuoyuyla paylaşması ve bu konuda gerekli yasal ve teknik düzenlemeleri tamamlamış olması oldukça olumlu algılanmaktadır.

2.2. Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası

Amerika'da merkez bankacılığının bugünkü anlamda oluşması 1913 yılında FED'in kurulması ile gerçekleşmiştir. Bu tarihten önce 1791 ve 1816 yıllarında merkez bankası görevini gerçekleştirmek üzere kurulan oluşumların ömrü oldukça kısa sürmüştür (Goodman, 1992, s.39). Cumhuriyet Hükümetinin ilk maliye bakanı olan Alexander Hamilton, bir merkez bankasının varlığının gerekli olduğunu savunmuş ve onun gayretleriyle 1791 yılında Birleşik Devletlerin Birinci Bankası kurulmuştur. Bankanın imtiyazları yenilenmediğinden 1811 yılında dağılmış ve varlığını bir eyalet bankası şeklinde devam ettirmiştir. Alexander Hamilton'ın gayretleriyle 1816 yılında Kongre, Birleşik Devletlerin İkinci Bankası'nın kurulmasına karar vermiştir. Ancak Başkan Jackson, merkez bankası teşkilatının ülkede bir monopol oluşturacağını, dolayısıyla bunun Anayasaya da aykırı olduğunu ileri sürerek ikinci Birleşik Devletler Bankası'nın imtiyazlarını veto etmiş ve bu banka da 1836 yılında ortadan kalkmıştır (Yılmaz, 2006, s.82). Bu iki başarısız denemeden sonra, 1873 ve 1907 yılları arasında yaşanmış olan krizler ülke genelinde bir merkez bankası kurulması girişimlerini hızlandırmıştır. Özellikle 1907 yılında çok sayıda bankanın iflasıyla bankacılık sisteminin çökmesi sonucu, merkez bankası kurulması fikrine çok sıcak bakmayan Kongre üyeleri de bu fikri benimsemişlerdir. Ulusal Para Komisyonu tarafından ülkenin bir merkez bankasına ihtiyacı olduğunu gösterir raporun 1908 yılında Kongre onayından geçmesiyle FED'in kurulmasını sağlayan en önemli adım atılmıştır (Oktar,1996, s.34). Kongre'nin merkez bankası kurulması için hazırladığı yasanın Başkan Woodrow Wilson tarafından 1913 yılında imzalanmasıyla ABD'nin merkez bankası görevini yürütecek olan FED kurulmuştur (Yılmaz, 2006, s. 83). Ancak kuruluş tarihini izleyen ilk yıllarda FED gerçek anlamda bir merkez bankası kimliğini kazanamamış, yetki

yönünden yaşanan karmaşa ulusal para politikasının oluşturulması ve uygulanması konusunda merkezi bir otorite boşluğu doğurmuştur. 1916 yılına gelindiğinde sadece 37 devlet bankası ve 6000 ticari bankanın sisteme üyeliği gerçekleştirilebilmiştir. Bu sayı ülke genelindeki banka sayısının yarısından daha azını oluşturmaktaydı (Oktar, 1996, s.34). 1930 bunalımının yaşandığı dönemde FED'in üzerine düşen görevi tam olarak yerine getirememiş olması, çeşitli kesimlerce ciddi anlamda eleştirilmesine yol açmıştır. Yaşanan bu olumsuzluğun ardından 1935 Bankacılık Yasası ile FED'e çok geniş yetkiler verilmiştir (Oktar, 1996, s.35).

FED, Governörler Kurulu, FOMC, Federal Rezerv Bankalar ve Yöneticiler Kurulu olmak üzere dört temel organdan oluşmaktadır.

Governörler Kurulu, ABD başkanınca atanan ve Senato tarafından onanan on dört yıllık görev süresine sahip yedi üyeden oluşmaktadır. FOMC'nin büyük çoğunluğu Kurul üyelerinden oluşmaktadır. Kurul, para politikasının oluşturulmasından sorumludur. Zorunlu karşılıklar Governörler Kurulu tarafından belirlenmektedir. İskonto oranının belirlenmesinden Kurul ve Federal Rezerv Bankaları sorumludur. Governörler Kurulu'nun diğer sorumlulukları arasında bankalarla ilgili düzenleme ve denetleme yapmak, ödeme sisteminin işlemlerini sağlamak, finansal sistemle alakalı kanunların uygulanmasının geliştirilmesine yönelik çalışmalar yapmak yer almaktadır. Kurul normal koşullarda haftada birkaç kez toplanmakta olup toplantıların çoğu halka açık olarak düzenlenmektedir. Kurul, görevini yerine getirirken, hükümet yetkilileri, bankacılık kesimi temsilcileri, diğer ülke merkez bankaları yetkilileri, Kongre üyeleri ve akademisyenler ile rutin olarak görüşmektedir (FED, 2003, Yayınlar).

FED'in diğer organı FOMC'dir. Federal Rezerv Sistemin en önemli karar verme organı olan FOMC, açık piyasa işlemlerinden sorumludur. FOMC, Governörler Kurulu üyelerinden ve beş Federal Rezerv Bankası başkanından oluşmaktadır. New York Federal Rezerv Bankası başkanı FOMC'nin daimi üyesidir. Diğer dört Federal Rezerv Banka başkanı değişimli olarak birer yıllık süre ile görev yapmaktadır. Kanuna göre, FOMC'nin yılda en az dört kez Washington D.C.'de toplanması zorunludur. 1981'den itibaren

FOMC, normal şartlarda yılda sekiz kez önceden belirlenmiş bir takvim doğrultusunda toplanmaktadır. Ancak olağandışı bir durum olması durumunda önceden belirlenmiş takvim dışında da toplanması mümkündür. Toplantılara katılım, toplantıda tartışılan bilgilerin gizliliğinden dolayı sınırlıdır. Toplantılara FOMC üyeleri dışında, üye olmayan Rezerv Bankası başkanları, yetkili personel, açık piyasa sistemi müdürü ve çok az sayıda Kurul ve Rezerv Bankası personeli katılmaktadır. Her toplantı öncesinde, açık piyasa sistemi personeli tarafından hem yurtiçi hem yurtdışı piyasaların değerlendirmesini içeren raporlar hazırlanmakta ve bu raporlar Komite üyelerine ve Komite üyesi olmayan Rezerv Bankası başkanlarına gönderilmektedir. Toplantıda yetkililerce sunum yapılmaktadır. Toplantı tutanakları daha sonra kamuoyuna duyurulmaktadır. Kurul ayrıca yılda iki kez Kongre'ye yazılı bir rapor sunmaktadır (FED, 2003, Yayınlar).

Merkez bankasının operasyonel faaliyetlerinin yürütülmesi amacıyla Federal Rezerv Bankaları, FED'in bir organı olarak Kongre tarafından kurulmuştur. Günlük operasyonların etkinliğinin sağlanabilmesi için ülke on iki Federal Rezerv Bölgeye ayrılmış ve her bölge için bir Federal Rezerv Banka görevlendirilmiştir. Federal Rezerv Bankaları, Washington'da yer alan Güvernörler Kurulu'nun denetimi altında faaliyetlerini sürdürmektedir. Ayrıca, her Federal Rezerv Banka, faaliyetlerinin denetlenmesinden sorumlu dokuz üyeden oluşan bir Yönetim Kurulu'na sahiptir. Federal Rezerv Bankaları kendi gelirlerine sahiptir. Kar amacı gütmeyen bu bankalar, fazla gelirlerini Hazineye aktarmaktadırlar. Federal Rezerv Bankaları, kamunun ihtiyaç duyduğu banknot ve madeni parayı mevduat kuruluşlarına dağıtmakta, merkezi çek takas sistemi olarak hizmet etmekte ve elektronik fon ve menkul kıymet transferinin etkin bir şekilde işlemlerini sağlamaktadır (FED, 2003, Yayınlar).

FED'in son organı Yöneticiler Kurulu'dur. İlgili bölgenin ekonomik ve kredi koşulları konusunda yeterli donanımına sahip dokuz üyeden oluşmaktadır (FED, 2003, Yayınlar).

Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası'nın iki temel amacı; fiyat istikrarı ve tam istihdamın sağlanmasıdır. FED bu amaçlara ulaşmak için

para politikası aracı olarak “Federal Fon Faizi” hedefi belirlemektedir. Federal fon faizi, federal fon piyasası faiz oranıdır ve piyasadaki toplam rezerv arz ve talebine göre belirlenmektedir.

Federal Fon Piyasası, rezerv ihtiyacı olan finansal kuruluşlar ile rezerv fazlası olan finansal kuruluşların bir araya geldikleri ve borç alış-verişinde buldukları piyasadır. Bu piyasadaki işlemler genellikle gecelik vadede gerçekleşir ve teminat alınmaz. Federal fon piyasasında toplam talep, mevduat kuruluşlarının zorunlu karşılık hesapları, sözleşmeye dayalı takas hesapları⁴ ve fazla rezervler toplamından oluşmaktadır. Toplam arz ise, Fed’in menkul kıymet portföyü, iskonto penceresi işlemleri ve otonom faktörlerce şekillenmektedir (Purposes and Functions,1994,s.30-31). Otonom faktörler, FED’in doğrudan kontrolünün olmadığı faktörlerdir. Bu faktörlerin en önemlileri emisyon ve Hazinesinin FED nezdinde tuttuğu hesaptaki değişimlerdir.

FED’in geçmişten günümüze para politikaları uygulamaları incelendiğinde, genel bir istikrar ve tutarlılığın olmadığı görülmektedir. FED’in 1914 yılında para politikası uygulaması anlamında kolay bir başlangıç yapmamış olması, 20. yüzyılın sonlarına kadar etkileri devam edecek özel bir uygulamaya sahip olması ve para politikası bağlamında yeni akademik düşünceleri uygulama eğilimine ve tüm uygulamalarına ilişkin yüksek düzeyde bir şeffaflığa sahip olması para politikası uygulamalarında gösterdiği değişkenliğin temel nedenleri olarak gösterilebilir. FED’in 1914 yılından günümüze kadar uyguladığı para politikası genel çerçevesi şu şekilde gerçekleşmiştir (Bindseil, 2004, s.201-233):

1914 -1923 döneminde, reeskont penceresi baskın olarak kullanılan para politikası aracı olmuştur. 1914’te FED devlet borçlanma senetlerini ilk kez satın almaya başlamış ve 1917’den itibaren savaşın finansmanını

⁴ Sözleşmeye dayalı takas hesapları, mevduat kuruluşlarının zorunlu karşılıkları haricinde merkez bankası nezdinde tuttukları hesaplardır. Bu hesaplar ilgili kuruluşun isteğine bağlı olarak ve zorunlu karşılık uygulamasında olduğu gibi iki haftalık dönemlerde, ortalama esasına göre tutulur. Bu hesaplar için, hesabı tutan kuruluşa üç aylık Hazine bonusu getirisi düzeyinde gelir imkanı (earned credit) sağlanmakta, bu imkanlar sadece FED tarafından sunulan hizmetler için yapılan ödemelerde (çek takas ücretleri, Fedwire transfer ücretleri, vb) kullanılabilir.

sağlamak amacıyla giderek artan miktarda bu kağıtların alımına devam etmiştir. Söz konusu kağıtlar reeskont uygulamasında da yoğun olarak kullanılmış ve bu dönemde artan enflasyonun en önemli nedeni ise iskonto penceresinin yoğun olarak kullanımı olmuştur. 1923 yılında ise Federal Rezerv Bankaları arasındaki koordinasyonu sağlamak amacıyla bugünkü FOMC'nin ilk selefi olan Açık Piyasa Yatırım Komitesi (OMIC) kurulmuştur.

1924-1933 döneminde göze çarpan şey, 1924 resesyonunda API'nin para politikası aracı olarak OMIC tarafından kullanılmaya başlanmış olmasıdır. OMIC, hem kısa vadeli faiz oranlarına hem de iskonto penceresi aracılığıyla verilen kredi tutarına bağlı olarak kredi koşullarını gevşetmeye ya da sıkılaşmaya karar vermektedir. 1930 yılında OMIC, Açık Piyasa Politika Konferansı (OMPC) ile yer değiştirmiştir.

1933-1951 döneminde, gevşek para politikası takip edilmiş ve iskonto oranı yüzde 1'e kadar düşürülmüştür. 1935 yılında OMPC'nin yerine bugünkü FOMC kurulmuştur. Savaş sonrası dönemde yoğun altın girişi bankaların rezervlerinin artmasına yol açmış ve düşük iskonto oranlarının da etkisiyle kısa vadeli piyasa faiz oranları sıfıra yaklaşmıştır.

1951-1969 döneminde, Hazine ile FED arasında para politikası fonksiyonları konusunda FED'e özerklik tanıyan anlaşma 1951 yılında imzalanmıştır. Bu dönemde serbest rezerv hedeflemesine geçilmiştir. Zorunlu karşılıkların otonom faktörlerdeki dalgalanmaların etkisini hafifletmek amacıyla kullanıldığı gözlenmektedir. Ancak günümüz bakış açısından değerlendirildiğinde, faiz ödenmeyen zorunlu karşılıklarda yapılan bir değişikliğin hem rezerv talebinde daha fazla değişikliğe yol açtığı hem de bankaların para yaratma maliyetini etkilediği bilinmektedir. Bu çerçevede o dönemde bu amaçla kullanılan bu aracın amacına çok da hizmet etmediği görülmektedir. Bu dönemde doğrudan para politikası araçlarını da içeren çok sayıda araç kullanılmıştır. Ancak bu araçlar etkileri itibarıyla birbirinden farklı olduğundan ekonomide istenmeyen değişikliklere yol açtığı gözlenmektedir.

1970-1979 döneminde, FED resmi hedefinin parasal büyüklükler olduğunu açıklamış ve temel gösterge oran olarak Federal fon faiz oranı esas

alınmıştır. Yani FOMC, M1 para arzı için büyüme hedeflerini belirlemekte ve seçilen hedeflere ulaşmak için federal fon faiz oranının hangi seviyede oluşması gerektiğini tahmin etmekteydi.

1979-1982 döneminde, kısa vadeli parasal kontrol amaçlandı ve borç alınmayan rezervler operasyonel hedef olarak belirlendi. Borç alınmayan rezerv tutarından kastedilen, bankacılık kesiminin sahip olduğu rezerv toplamından iskonto penceresi aracılığıyla elde ettikleri borçlanma tutarı düşüldükten sonra kalan miktardı. Piyasa katılımcılarının bu dönemde, federal fon faiz oranlarında yapılması olası değişiklikleri tahmin edebilmek için M1'in hareketlerini yakından takip etmeye başladıkları görülmektedir. Ancak borç alınmayan rezerv hedefi ile ekonomik faaliyet ve fiyatlar arasındaki ilişkinin zayıf olması operasyonel prosedürlerin 1983 yılında değişmesine neden olmuştur.

1983-1989 döneminde, operasyonel hedef olarak borç alınan rezerv rakamı esas alınmıştır.

1990'lardan itibaren ise operasyonel hedef olarak federal fon faiz oranına geçilmiştir.

2.2.1. Para Politikası Araçları

2.2.1.1. Açık Piyasa İşlemleri

FED'in para politikası uygulamalarındaki en temel aracı açık piyasa işlemleridir. Teorik olarak APİ, herhangi bir kıymet karşılığında gerçekleştirilebilmektedir. Ancak uygulamaya bakıldığında kolaylıkla alınıp satılabilen, likiditesi yüksek ve işlem hacmi yüksek olan kağıtlar APİ'ye konu olmaktadır. ABD Hazine kağıtları bu kriterleri sağlamaktadır (Purposes and Functions,1994,s.36).

FED'in açık piyasa hesabında (SOMA) bulundurduğu Hazine kıymetlerinin büyüklüğü, Federal Rezervde banknotların büyüme hızına bağlı olarak değişmekte iken tutulan kağıtların vadesi ve miktarı ise FOMC'nin likidite tercihlerine bağlı olarak değişmektedir. Ayrıca portföyde tutulan kıymet

tutarı, söz konusu kıymetlerin vadesi gelmemiş toplam tutarının belli bir yüzdesi kadardır. Portföyün vade ayırımına bakıldığında, son yaşanan finansal kriz öncesinde, kısa vadeli kıymetlerin uzun vadeli kıymetlere nazaran ağırlığının daha yüksek olduğu görülmektedir (Purposes and Functions,1994, s.37). Tablo 2.1.'de görüldüğü üzere 31 Ocak 2007 tarihli bilançoda bir yıl ve daha kısa vadeli kıymetlerin toplam Hazine kıymetlerine oranı yüzde 52 iken, 24 Aralık 2008 tarihi itibarıyla bu oranın yüzde 22 düzeyine düştüğü görülmektedir. Ayrıca kriz döneminde FED, çeşitli araçlar vasıtasıyla borç verme miktarını artırdığından bilançodaki aşırı büyümeyi engellemek için Hazine kıymetleri tutarını ciddi düzeyde azalttığı farkedilmektedir. 31 Ocak 2007 tarihli bilançoda 779 milyar ABD doları olan bu rakam, 24 Aralık 2008 tarihi itibarıyla 476 milyar ABD doları düzeyine gerilemiştir.

TABLO 2.1. FED AÇIK PİYASA HESABINDA (SOMA) TUTULAN HAZİNE KAĞITLARI (MİLYAR ABD DOLARI)

Vadeye Kalan Süre	Bir yıl ve daha kısa vadeli	Bir yıldan uzun beş yıldan kısa vadeli	Beş yıldan uzun on yıldan kısa vadeli	On yıldan daha uzun vadeli	Toplam
31.01.07	405	222	70	82	779
28.02.07	403	229	67	82	781
28.03.07	407	225	67	83	781
25.04.07	407	230	67	83	787
30.05.07	404	230	74	82	790
28.06.07	400	233	75	82	790
25.07.07	401	238	69	82	791
29.08.07	389	234	75	86	785
26.09.07	382	236	75	86	780
24.10.07	382	236	75	86	780
28.11.07	377	232	82	89	780
27.12.07	350	233	82	89	755
31.01.08	314	231	84	89	718
28.02.08	299	231	89	94	713
27.03.08	214	215	89	94	612
24.04.08	172	196	86	94	549
29.05.08	133	171	90	96	491
26.06.08	120	171	90	97	478
31.07.08	120	173	90	97	479
28.08.08	117	170	92	101	480
25.09.08	111	171	93	101	477
29.10.08	107	173	94	101	476
26.11.08	107	171	97	102	476
24.12.08	105	172	97	102	476

Kaynak: <http://www.federalreserve.gov/releases/h41>

APİ ile Hazine kıymetlerinin kalıcı (doğrudan alım/satım) ya da geçici (repo/ters repo) olarak alınıp satılması yoluyla federal fon piyasasındaki rezerv arzını talep seviyesine getirmek, böylece piyasada oluşan federal fon

faizinin belirlenen hedef seviyesinde oluşması amaçlanmaktadır. API'nin kısa dönemli amacı, FOMC tarafından belirlenir ve API için New York Federal Rezerv Bankası görevlendirilmiştir. 1980'li yıllardan itibaren API'nin amacı rezerv miktarının belirlenmesinden federal fon faizlerinin belirlenmesine doğru kademeli olarak kaymıştır. FOMC, 1994 yılından itibaren politika duruşundaki değişiklikleri duyurmaya, 1995 yılından itibaren ise "Federal Fon Faiz Oranı" hedefini açık olarak belirtmeye başlamıştır (Purposes and Functions,1994, s.28-29).

Açık piyasa işlemlerinin çoğu piyasa yapıcı kuruluşlarla yapılmakta iken bazı işlemler, New York FED'de hesabı olan yabancı kuruluşlar ya da uluslararası kuruluşlarla gerçekleştirilmektedir. Piyasa yapıcı kuruluşlar, piyasa yapıcılığı sistemi altında sözleşme imzalayan, Hazine ihalelerine giren, piyasa bilgisi sağlayan, belirli sermaye yeterliliğine sahip 22 finansal kuruluştan oluşmaktadır. API'nin gerçekleştirildiği operasyon birimi "Desk" olarak adlandırılmaktadır. Her gün API yapılıp yapılmayacağına Desk tarafından karar verilmektedir. Bu karar verilirken sabahları Guvernörler Kurulu üyeleri ve FOMC'ye üye bir Federal Rezerv Banka başkanı ile telefon konferansı yapılarak likidite tahminleri ve finansal piyasadaki gelişmeler değerlendirilmekte ve API planı oluşturulmaktadır (Purposes and Functions,1994,s.37).

2.2.1.1.1. Doğrudan Alım Satım İşlemleri

FED, birincil piyasadan doğrudan alım yöntemi ile kıymet satın alamamakta olup SOMA'ya aldığı kıymetleri ikincil piyasadan piyasa yapıcı bankalar aracılığıyla ya da yabancı kuruluşlar veya uluslararası kuruluşlardan almaktadır. Desk, alım işlemine karar verdiğinde, öncelikle fon arzı ve talebi arasındaki uyumsuzluğu ortadan kaldıracak miktarın ne olduğuna karar verilmektedir. Piyasa fiyatlarını çok fazla etkilememek amacıyla, piyasadan almak istediği kıymetleri tek bir seferde almak yerine küçük parçalar halinde almayı tercih etmektedir (Purposes and Functions,1994,s.38).

FED'in doğrudan satım işlemi oldukça nadirdir. Doğrudan alım işlemi ise emisyon talebindeki artış sebebiyle Federal fon piyasasında oluşan

rezerv azalışını karşılamak amacıyla daha sıklıkla yapılmaktadır. Doğrudan alım ihalelerinde hangi vade aralığındaki kıymetlerin alınacağı ilan edilmekte, teklifler için 30 dakika süre verilmektedir. FED'in SOMA'daki kıymetleri erken itfa etme imkanı da mevcuttur (Purposes and Functions,1994,s.39).

2.2.1.1.2. Repo ve Ters Repo İşlemleri

FED, federal fon piyasasına geçici olarak likidite eklemek amacıyla sıklıkla repo işlemi gerçekleştirmektedir. Kısa dönemli repo işlemleri, 14 günden kısa vadeli ve genellikle gecelik vadede yapılan işlemlerdir. Repo ve ters repo işlemlerin vadesi 65 iş gününe kadar uzayabilmektedir (Purposes and Functions,1994,s.39).

Doğrudan alım ve uzun vadeli repo işlemlerinden sonra piyasanın arz ve talebi arasında hala bir dengesizlik var ve bu dengesizlik piyasa faiz oranını hedef orandan çok sapmasına neden olacaksa Desk kısa vadeli repo yapmaya karar vermekte ancak piyasa faizlerinin hedeften çok fazla sapması beklenmiyorsa kısa vadeli repo açılmasına gerek duyulmamaktadır. Otonom faktörlerdeki günlük dalgalanmalardan dolayı federal fon piyasasındaki rezerv seviyesini ayarlamak için kısa vadeli operasyonlar sıklıkla yapılmaktadır. Uzun dönemli repo işlemleri ise 14 gün vadeli olarak, her hafta Perşembe günü sabah yapılan repo işlemleridir.

APİ Desk'i, sistem ve müşteri bağlantılı olarak adlandırılan iki tip repo işlemi düzenlemektedir. Her iki tip repo işleminde de ihaleye teklifi piyasa yapımcılar vermektedir. Piyasa yapımcılar teklifleri kendi adlarına (sistem bağlantılı repo) ya da müşterileri adına (müşteri bağlantılı repo) vermektedirler. Müşteri bağlantılı repo işlemi ilk kez 1974 yılında kullanılmış, Aralık 1996'da bu ihalelerin düzenli olarak gerçekleştirilmeyeceği duyurulmuş ve 1997'den itibaren bu yöntemle repo ihalesi düzenlenmemiştir. İhaleler geleneksel ihale yöntemi ile gerçekleştirilmektedir (Federal Reserve Bulletin, 1997,s.867).

Repo işlemleri için üç çeşit teminat kabul edilmektedir. Bunlar, ABD Hazine kıymetleri, devlet desteğine sahip ipotek kuruluşlarının kıymetleri ve

devlet desteğine sahip ipotek kuruluşlarınca desteklenen ipoteğe dayalı kıymetlerdir. Alınan teminatlara, kıymetin cinsine göre farklı oranlarda iskonto uygulanmakta ve kıymetin değer düşüşüne karşı korunma sağlanmaktadır (Purposes and Functions,1994,s.39).

APİ işlemleri için, ileri valörlü takas yapılabilse de genellikle aynı gün valörlü takas yapılmaktadır. Repo işlemleri takası için üçüncü kişi (triparty) takas yöntemi kullanılmaktadır. Üçüncü kişi takas yönteminde, FED ve repo yapan kuruluş teminat işlemlerinde diğer bir kuruluşu kullanmaktadır. Bu kuruluş, teminat ile ilgili tüm işlemlerden sorumlu olmaktadır. Ters repo işlemlerinde ise teslimat karşılığı ödeme yöntemi kullanılmaktadır.

Açık piyasa işlemleri, “FedTrade” adı verilen elektronik ihale sistemi ile gerçekleştirilmektedir. Yapılacak açık piyasa işlemi ve özelliklerinin ilanını takiben, repo ihalesine teklif için 10 dakika süre verilmekte, sonuçlar ihale kapanışından bir dakika sonra ilan edilmektedir. Teklifler, en iyi rekabetçi fiyat yöntemine göre değerlendirilmektedir.

FED, Federal Rezerv dengesinden para çekmek istediğinde ters repo işlemlerini kullanmaktadır. Repo işlemlerinde olduğu gibi ihale yöntemi ile gerçekleştirilen ters repo işlemleri Hazine'nin ihraç ettiği menkul kıymetler karşılığında gerçekleştirilmektedir. FED, ayrıca yabancı yetkililer ve uluslararası kuruluşlara her gün ters repo düzenlemektedir (Purposes and Functions,1994,s.40).

2.2.1.2. Zorunlu Karşılıklar

Mevduat kuruluşlarının yükümlülüklerinde bulundurdukları belirli mevduat hesapları karşılığında rezervlerinde tutmak zorunda oldukları fon miktarıdır. Kanunda belirtilen sınırlar dahilinde rezerv oranlarını değiştirmeye sadece Governörler Kurulu yetkilidir.

FED, zorunlu karşılık tutarını ya zorunlu karşılık oranını ya da zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin kapsamını değiştirerek etkileme imkanına sahiptir. Zorunlu karşılık tutarındaki değişmelerin para piyasası üzerinde derin etkileri olduğundan, bu miktarın sık sık değiştirilmesi tercih

edilmemektedir. Oran ve miktarda sıklıkla değiştirilmeye gidilmemesi bu aracın etkili olmadığı sonucunu doğurmamaktadır. Bankaların rezerv talebi konusunda bir öngörülebilirlik sağladığından API'nin yönetilmesinde önemli bir yere sahiptir (Purposes and Functions,1994,s.41).

Mevduat kuruluşlarının zorunlu karşılık tutmalarının alternatif maliyeti, söz konusu tutardan elde edebilecekleri faiz geliridir. Dolayısıyla şayet gerekli rezervlere piyasa faiz oranları düzeyinde bir faiz ödenirse rezerv tutmanın alternatif fırsat maliyeti sıfıra yakın olacaktır.

FED, 1960 ve 1970'li yıllarda zorunlu karşılıkları, para ve kredi piyasasındaki genişlemeyi kontrol etmek amacıyla aktif bir para politikası aracı olarak kullanmıştır. Finansal sistemde meydana gelen yenilikler bankalara yeni fonlama kaynakları sunduğundan, FED bu çerçevede ortaya çıkan yeni ürünleri de zorunlu karşılık kapsamına dahil etmiştir. 1970'li yıllara gelindiğinde, rezerv sisteminin mevcut yapısının uygulamanın etkinliği açısından yeterli olmadığı sorunu ortaya çıkmıştır. Zira mevcut uygulamada, sadece Federal Rezerv Sistemi'ne üye olan kuruluşların zorunlu karşılık tutma yükümlülüğü bulunmaktaydı. Bu uygulama, üye kuruluşların üzerindeki maliyet yükünü artırdığından ve rekabette dezavantajlı bir duruma düştüklerinden 1980'de Parasal Kontrol Kanununda zorunlu karşılık sistemine ilişkin olarak bir reforma gidilmiştir. Bu çerçevede, tüm mevduat kuruluşlarına FED'de rezerv bulundurma zorunluluğu getirilmiştir. Gerekli zorunlu karşılık oranı vadesiz mevduatlar için yüzde 8 ila yüzde 14 arasında değişirken, kurumsal vadeli mevduatlar için yüzde 0 ila yüzde 9 arasında değişmekteydi. Governörler Kurulu sadece para politikası uygulamaları amacıyla, zorunlu karşılıklarda değişikliğe gidebilmekteydi (Purposes and Functions,1994,s.42-43).

FED'in mevcut uygulamasına bakıldığında, göreceli olarak küçük mevduat kuruluşların zorunlu karşılık sistemi dolayısıyla katlandıkları yükün daha sınırlı olduğu gözlenmektedir. Aşağıdaki tabloda bu durum açıkça görölmektedir. 1 Ocak 2009'dan itibaren söz konusu miktarlar ve tutulması gereken zorunlu karşılık oranları şöyle belirlenmiştir (Tablo 2.2.):

TABLO 2.2. ZORUNLU KARŞILIK ORANLARI (2009)

Vadesiz Mevduat ve Çek Hesabı Tutarı	Zorunlu Karşılık Oranı (%)
0 - 10.3 milyon ABD doları	0
10.3 - 44.4 milyon ABD doları	3
44.4 milyon ABD dolarından fazla	10

Kaynak: FED

Zorunlu karşılıklar net işlem hesapları (genel olarak toplam vadesiz mevduat kaleminden toplam vadeli mevduat kaleminin düşülmesinden sonra kalan tutar), kurumsal vadeli mevduat ve euro cinsi yükümlülükler için uygulanmakta ve bu hesapların iki haftalık (14 günlük) ortalaması alınarak hesaplanmaktadır. Kurumsal vadeli mevduatlara ve euro cinsi yükümlülüklerle uygulanan rezerv oranı 27 Aralık 1990 tarihinden beri yüzde 0 olarak belirlenmiştir. Zorunlu Karşılık oranları, ilgili mevduat kuruluşunun nezdindeki net işlem hesabına göre değişmekte ve bu miktarlar her yıl zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerdeki artışın yüzde 80'i oranında artırılmaktadır (Purposes and Functions,1994,s.42). Yukarıdaki tablodan da görüldüğü üzere net işlem hesabının 10,3 milyon ABD dolarlık kısmı rezerv hesabına dahil edilmemektedir. Bu tutar indirim kalemi olarak tanımlanmakta ve her yıl 30 Haziran'daki bilançoda yer alan tüm mevduat kuruluşlarının toplam rezerv edilebilir yükümlülüklerindeki artışın yüzde 80'i oranında artırılmaktadır. 2009 için geçerli olan indirim rakamı 10,3 milyon ABD dolarıdır.

Rezerv dengesine ilave olarak herhangi bir kurumun bir Rezerv Bankasında sürdürmeyi taahhüt ettiği sözleşmeli takas hesabı bulunabilmektedir. Takas dengesi, bu dengenin üst sınırına kadar tutulabilmektedir. 1981 yılının başlarında Federal Rezerv Kurulu tüm mevduat kurumlarına sözleşmeli takas hesabı tutabilme olanağı getirmiştir. Bu imkanın kullanımı özellikle 1990'lı yılların başlarında, zorunlu karşılık oranlarında meydana gelen düşme nedeniyle artmıştır. Ancak uygulama sonuçlarına bakıldığında, rezerv oranındaki düşme sonucu tutulması gereken miktar kadar takas hesaplarında bir artış meydana gelmemiştir (Purposes and Functions,1994,s.44).

Bir kuruluşun FED'de sözleşmeli takas hesabı mevcut ise;

Rezerv Dengesi Gereksinimi = Toplam Rezerv Gereksinimi–
Kasadaki Nakit Para

Toplam Denge Gereksinimi = Rezerv Dengesi Gereksinimi+Takas
Dengesi Gereksinimi

Uygulama döneminde eksik tutulan hem rezerv hem de takas dengesi gereksinimi için cezai faiz uygulanması söz konusu olmaktadır. Rezerv dengesi gereksiniminde açığa düşülen tutar için temel kredi oranının (primary credit rate) 100 baz puan fazlası uygulanmakta iken takas gereksinimi açığı için iki farklı oran uygulanmaktadır. Takas dengesi gereksinimi için açığa düşülen tutar, takas dengesi gereksiniminin yüzde 20'si kadar ise yıllık yüzde 2, yüzde 20'sinden daha fazla olan kısmı için yıllık yüzde 4 faiz ödenmektedir (Reserve Maintenance Manual, 2008).

FED'e her hafta ilgili kuruluşlar haftalık raporlarını sunmaktadır. Haftalık takvim, salı günü başlamakta ertesi hafta pazartesi günü sona ermektedir. Rezerv dönemi ise perşembe günü başlamakta ve izleyen ikinci haftanın çarşambası sona ermektedir. Zorunlu karşılıklar mevduat kuruluşlarının kasalarında nakit olarak ya da FED nezdindeki serbest hesaplarında, iki haftalık dönemlerde ve ortalama olarak tutulmaktadır (Purposes and Functions,1994,s.41). FED zorunlu karşılıklar için faiz ödememekteydi. Ekim 2006'da kabul edilen değişiklikle, Ekim 2011 tarihinden itibaren zorunlu karşılıklara faiz ödenmeye başlanacaktı. Ancak Ağustos 2007'de finansal piyasalarda yaşanan çalkantının bir uzantısı olarak FED 6 Ekim 2008'de yaptığı basın duyurusu ile zorunlu karşılıklara ve fazla rezervlere faiz ödemeye başlayacağını duyurmuştur. Zorunlu karşılıklara ödenecek faiz oranını, rezerv dönemi boyunca Komite tarafından belirlenen Federal fon faiz hedefi ortalamasından 10 baz puan daha düşük bir oran olarak belirlemiştir (FED, Basın Duyuruları, Ekim 2008). Bu oran 5 Kasım 2008'de rezerv dönemi boyunca Komite tarafından belirlenen federal fon faiz hedefi ortalaması olarak değiştirilmiştir (FED, Basın Duyuruları, Kasım 2008).

Benzer şekilde fazla rezervlere de 7 Ekim 2008 tarihinden itibaren faiz ödenmeye başlanmıştır. Fazla rezervlere ödenecek faiz oranı, her bir rezerv döneminde Federal fon faiz oranı hedefinin en düşük düzeyinden 75 baz puan daha düşük bir oran olarak belirlenmiştir (FED, Basın Duyuruları, Ekim 2008). Bu oran, 22 Ekim 2008'de rezerv döneminde Federal fon faiz oranı hedefinin en düşük düzeyinden 35 baz puan daha düşük bir oran olarak değiştirilmiştir (FED, Basın Duyuruları, Ekim 2008). 5 Kasım 2008'de ise rezerv dönemi boyunca uygulamada olan Komite tarafından belirlenen en düşük Federal fon faiz hedefi olarak değiştirilmiştir (FED, Basın Duyuruları, Kasım 2008).

2.2.1.3. İskonto Penceresi

Federal Rezerv sistemi 1913 yılında kurulduğunda, iskonto penceresi temel para politikası aracı olarak kullanılmaktaydı. Ancak zamanla temel para politikası aracı olma bağlamında APİ iskonto penceresinin yerini almıştır (Federal Reserve Bulletin,1993,s.479).

İskonto penceresi, Federal Rezerv Bankaların kendi bölgelerindeki ticari bankalar ve diğer mevduat kuruluşlarına sağladığı kredi imkanidir. Bu krediler için uygulanan faiz oranı "iskonto oranı" olarak adlandırılmaktadır. İskonto oranları, Federal Rezerv Bankalarının Direktörler Kurulları tarafından, Guvernörler Kurulu'nun onayı ile belirlenip, 14 günde bir gözden geçirilmektedir. İskonto penceresi dahilinde sağlanan tüm kredi imkanları tam olarak teminat altına alınmaktadır.

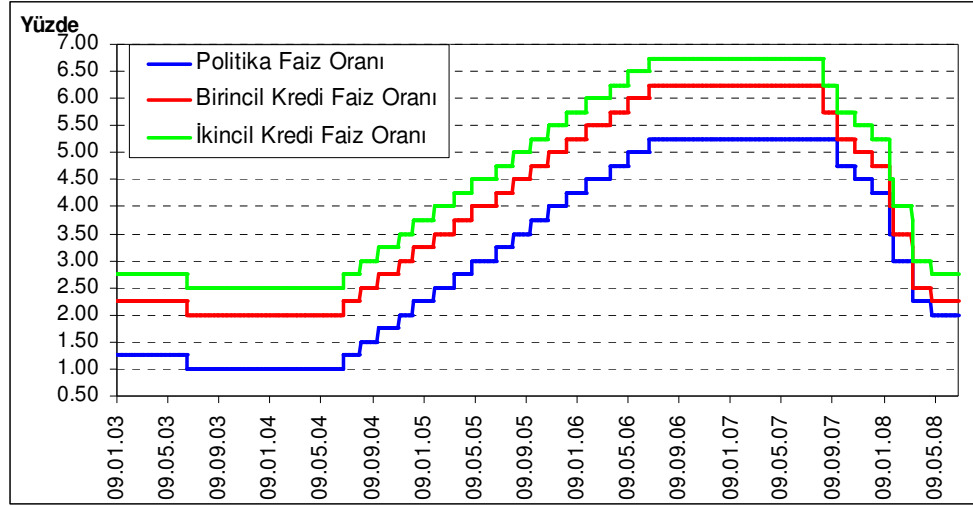
FED'in iskonto penceresinden borç verme imkanının iki temel fonksiyonu bulunmaktadır. Birinci fonksiyonu, olası likidite sıkışıklığı durumunda piyasa faiz oranlarının FED'in belirlediği hedef federal fon oranı düzeyinde gerçekleşmesini sağlamak ikinci fonksiyonu ise, bireysel mevduat kuruluşlarına da likidite desteği sunabilmektedir. İskonto penceresinden borçlanma hacmi her ne kadar küçük olsa da, hedeflenen faiz oranının yukarı gitme baskısını azalttığı için önemli bir role sahiptir. Finansal piyasaların normal işleyişi kesintiye uğradığı zaman (operasyonel problemler, doğal felaket veya terörist saldırı v.s.), iskonto penceresi mevduat kuruluşlarına fon

sağlayan temel kanal olmaktadır. Ayrıca önemli finansal güçlükler içine giren herhangi bir finansal kuruluşa fon sağlayarak, finansal sistemin istikrarının sağlanması açısından da önemli bir araçtır (Purposes and Functions, 1994, s.45).

2.2.1.3.1. Kredi Tipleri

2.2.1.3.1.1. Birincil Kredi

İskonto penceresi imkanı çerçevesinde üç çeşit kredi imkanı sağlanmaktadır. Birincil kredi, çok kısa vadede (genellikle gecelik vadede), mali yapısı güçlü bankalar ve diğer mevduat kuruluşlarına sağlanan, federal faiz oranının üzerinde bir oranda sunulan ve FED'in temel olarak kullandığı kredi imkanidir. Normal şartlarda, borçlanmak isteyen mevduat kuruluşundan herhangi bir açıklama istenmemektedir. Borçlanıcının borçlanmak istediği tutar ve vade hakkında sağladığı bilgi yeterlidir (Purposes and Functions, 1994, s.45). Bu tip krediler için uygulanan faiz oranı, federal fon faiz oranı hedefinin 100 baz puan üzerindedir Ağustos 2007'de finansal piyasalarda yaşanmaya başlayan çalkantının bir sonucu olarak 17 Ağustos 2007 tarihinde birincil kredi imkanı geçici olarak değiştirilmiş, çok kısa vadelerde yararlandırılan bu kredinin vadesi 30 güne kadar uzatılmış ve kredi faizi, federal fon faiz oranı hedefinin 50 baz puan üzerinde belirlenmiştir (FED, Basın Duyuruları, Ağustos 2007). Bu uygulama değişikliği 17 Mart 2008 tarihinde tekrar gözden geçirilerek vadesi 90 güne kadar uzatılmış ve kredi faizi, federal fon faiz oranı hedefinin 25 baz puan üzerinde belirlenmiştir (FED, Basın Duyuruları, Ağustos 2007). Bu düzenleme FED'in piyasa likiditesinde bir sorun kalmadığına karar vereceği ana kadar yürürlükte kalacaktır. Politika faiz oranı, birincil kredi faiz oranı ve ikincil kredi faiz oranı arasındaki ilişkiler aşağıdaki grafikte görülmektedir (Grafik 2.2.).

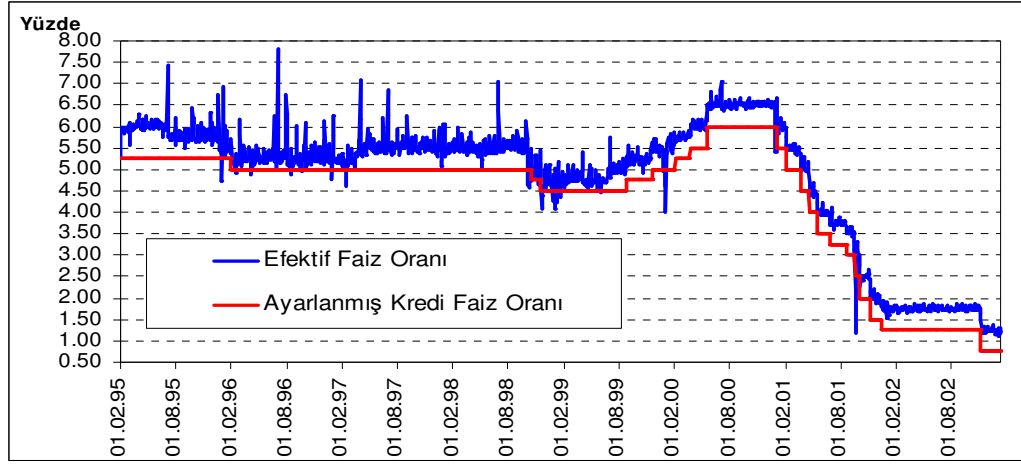


Grafik 2.2 : Politika , Birincil Kredi ve İkincil Kredi Faiz Oranlarının Gelişimi

Kaynak: <http://www.frbdiscountwindow.org>

İskonto penceresi politika ve kuralları zamanla ekonominin ve finans sistemin ihtiyaçlarındaki gelişmelere paralel olarak değişebilmektedir. Nitekim 9 Ocak 2003 tarihinde ayarlanmış ve uzatılmış kredi programı birincil ve ikincil kredi programları ile yer değiştirmiştir. Bankalar ve diğer mevduat kuruluşları ayarlanmış kredi olanağından geleneksel olarak geçici ve beklenmeyen bir şekilde fona ihtiyacı olduğunda kullanmakta ve bu kredilere ödenen faiz, gecelik piyasa faiz oranının (uygulanma dönemine bakıldığında 25 ila 50 baz puan altında uygulanmış olduğu gözlenmektedir) altında bir düzeyde bulunmaktaydı. Faiz oranları arasındaki bu fark ise bu krediyi kullananlara bir arbitraj imkanı sağlayabilmekteydi. Dolayısıyla Federal Bankalar söz konusu kredileri verirken borç almak isteyenlerden makul bir neden talep etmekte ve borç almak isteyenlerin diğer fon kaynaklarına başvurduktan sonra son çare olarak iskonto penceresini kullanmayı düşündüklerini kabul etmekte böylece olası bir arbitrajın da önüne geçilmesi hedeflenmekteydi. Bu düşünce tarzı ise iskonto penceresinden borçlanan bir kurumun finansal durumunda bir zayıflık olduğu şeklinde yorumlanmaktaydı. Piyasa faiz oranlarından daha düşük bir oranda sunulmasına rağmen bahsedilen nedenlerden dolayı bu kredinin kullanılma hacmi son derece sınırlı olmakta ve finansal kuruluşlar son çare olarak bu imkandan yararlanma yoluna gitmekteydi (Purposes and Functions ,1994, s.47).

Aşağıdaki grafikte ayarlanmış kredi faiz oranları ile efektif piyasa faiz oranları arasındaki ilişki görülmektedir (Grafik 2.3.).



Grafik 2.3 : Efektif Piyasa ve Ayarlanmış Kredi Faiz Oranları Gelişimi

Kaynak: <http://www.frbdiscountwindow.org>

2003 yılında yürürlüğe giren yeni program ile iskonto penceresinin kullanımı konusundaki kısıtlamalar minimize edilmiştir. Birincil kredi faiz oranı federal fon faiz oranının üzerinde bir orandan belirlenerek ve birincil krediyi kullanma imkanı sadece finansal açıdan sağlam kuruluşlara tanınarak bu krediyi kullanan kuruluşların finansal sağlamlılığı konusunda bir işaret olarak algılanmasının önüne geçilmiş olmaktadır. Bu programla mevduat kuruluşlarının iskonto penceresinden borç alma konusundaki isteksizliğinin önüne geçilmiş ve bu araç daha etkin olarak kullanılmaya başlanmıştır. Diğer gelişmiş ülke merkez bankaları uygulamalarına bakıldığında da destek imkanlar kapsamında piyasa faiz oranının üzerinde ve teminat karşılığında bu kapsamda borç kredi verdikleri görülmektedir. Bu tür kredilere Lombard krediler de denilmektedir. Lombard krediler genellikle merkez bankası politika faiz oranının ya da para piyasası oranlarının 25 ila 200 puan üzerinde belirlenmektedir. Merkez bankası yetkilileri bu uygulamanın para politikası uygulamalarının ayrılmaz bir parçası olduğunu ve piyasa faiz oranlarının Lombard kredilere uygulanan faiz oranının üzerine çıkmasını engellediğini belirtmektedirler (FED, Discount Window, 2008).

2.2.1.3.1.2. İkincil Kredi

Birincil kredi imkanından yararlanamayan mevduat kuruluşlarına sağlanan bir kredidir. İkincil kredi talep eden borçlanıcının, finansal durumu ve borçlanma ihtiyacının sebebi hakkında FED'i bilgilendirmesi gerekmektedir. İkincil kredi, çok kısa vadede (genellikle gecelik vadede), birincil faiz oranının üzerinde bir oranda sunulan kredi imkanındır. Bu tip krediler için kullanılan faiz oranı birincil kredi faiz oranının 50 baz puan üzerindedir (FED, Discount Window, 2008).

2.2.1.3.1.3. Mevsimsel Kredi

Mevsimsel krediler, fon ihtiyacı yıl içinde döngüsel olarak değişen, genellikle tarımsal ve turistik bölgelerde faaliyet gösteren ve nispeten küçük finansal kuruluşlara sağlanan kredi imkanındır. FED, 1973 yılında reeskont kredisi açmaya başlamıştır. Vadesi dokuz aya kadar uzayabilen bu tip kredilerin faiz oranı değişken piyasa faiz oranıdır (FED, Discount Window, 2008).

2.2.1.3.1.4. Acil Kredi İmkanı

Federal Rezerv Bankaları, olağan dışı ve acil durumlarda, Governörler Kurulunun onayı ile mevduat kuruluşu olmayan bireyler, ortaklıklar ve firmalara da kredi imkanı sağlayabilmektedir.

Mevcut durumda acil kredi imkanı için oluşturulmuş bir faiz oranı bulunmamakta ancak, böyle bir kredi imkanı kullanılacak olursa bu krediye uygulanacak faiz oranının uygulamadaki en yüksek oran olması gerekmektedir.

1930'lu yılların ortalarından 2008 yılına kadar kullanılmamış olan acil kredi imkanı, 2007 yılında başlayan krizin bir uzantısı olarak 2008 yılında yoğun olarak kullanılmıştır (FED, Discount Window, 2008).

2.2.1.4. Menkul Kıymet Borç Verme Programı

Piyasa yapıcılara tanınan gecelik vadede verilen kredi imkanıdır. Bu imkanla borç verilen kredi, fon değil menkul kıymettir. Rekabetçi ihale yöntemi ile günlük olarak New York FED tarafından düzenlenmektedir. Piyasa yapıcılar her ihraç için en çok iki tane talep sunabilmektedir. İhale süreci dışında kredi verilmemektedir. Verilen kredinin rezerv yaratma etkisini engellemek amacıyla menkul kıymet borç verme uygulaması da teminat karşılığında gerçekleştirilmektedir. 50 baz puanlık minimum talep oranı (21 Ağustos 2007 tarihinden önce minimum talep oranı 100 baz puan olarak uygulanmaktaydı) uygulanmakta iken maksimum talep oranı konusunda herhangi bir sınırlama bulunmamaktadır. Talep oranı, katılımcının menkul kıymeti borç almak için ödemeye razı olduğu bir orandır ve repo oranı değildir. Her bir ihalede verilecek kıymetin miktarı, o kıymetin SOMA'daki tutarının yüzde 90'ını⁵ geçmemektedir. Şayet vadesi gelmemiş işlemler ya da ters repo nedeniyle SOMA'da kalan kıymet yüzde 90'dan daha az ise bu durumda kalan tutarın tamamı ihale ile borç verilebilmektedir. Borç verilen kıymetlerin vadesine altı ya da daha çok gün kalması gerekmektedir (New York FED, 2008).

2.2.2. FED'de Olağandışı Durumlarda Uygulanan Para Politikası Araçları ve Likidite Yönetim Stratejileri

İki yüzyıldan uzun bir süredir paranın değerinin korunması ve ödeme sistemleri, kredi ve finans piyasalarındaki istikrarın sağlanması merkez bankalarının iki temel sorumluluğu olmuştur. Normal koşullarda bu iki sorumluluk göreceli olarak birbirinden farklı şekilde düşünülebilmektedir. Ancak, olağandışı durumlarda bu iki sorumluluk arasındaki etkileşim kaçınılmazdır. Dolayısıyla merkez bankalarının, kriz dönemlerinde her iki sorumluluğu yerine getirirken hangi yolu kullanacağını yeniden gözden geçirmesi gerekmektedir.

⁵ 26 Kasım 2007 tarihinde yüzde 65 olan bu oran yüzde 90'a çıkarılmıştır. Ayrıca borç verilen kıymetlerin vadesine kalan sürenin iki hafta ya da daha uzun olma kuralı altı gün ya da daha uzun olmalı şeklinde değiştirilmiş ve her bir piyasa yapıcının ihalede talep edeceği miktar her bir ihraç için maksimum yüzde 20'den yüzde 25'e çıkarılmıştır (New York Fed, Basın Duyurusu, 26 Kasım 2007).

Kısa vadeli bir perspektife sahip olan likidite yönetimi ile orta vadeli bir perspektife sahip olan para politikası duruşunun tanımı tam olarak birbirinden ayrılmalı ve bu ayrım kamuoyuna etkin bir iletişim politikası çerçevesinde anlatılmalıdır.

William Poole (1970), merkez bankası parasına talebin belirsiz olduğu durumlarda, para arzının içsel olarak ayarlanmasına izin vererek, kısa vadeli faiz oranlarına istikrar kazandırılmasının optimal olduğu sonucuna ulaşmıştır. Aslında, 2007 Ağustosundan beri para otoritelerince gerçekleştirilen uygulama bu şekilde olmuştur. Söz konusu dönemde, likidite yönetim stratejileri bağlamında ele aldığımızda euro bölgesi ve ABD tarafından uygulanan stratejiler aşağı yukarı birbirine benzemekle birlikte, para politikaları bu iki ülke arasında farklılık göstermiştir. Bu süreçte, FED politika faiz oranlarını 500 baz puan indirerek yüzde 5,25'ten yüzde 0,25 seviyesine getirirken, ECB faiz oranları seviyesinde 8 Ekim 2008'e kadar herhangi bir değişikliğe gitmemiş Aralık 2008 itibariyle faiz oranlarında yaptığı toplam indirim 225 baz puan olmuştur.

FED likidite yönetimi kapsamında, kısa vadeli faiz oranlarında euro bölgesi ile artan faiz farkını kontrol altına alabilmek için operasyonel çerçevede birtakım değişikliklere gitmiştir. Yeni yaratmış olduğu programlar çerçevesinde kredi imkanlarını genişletmiştir.

Aşağıda FED'in bu süreçte uygulamaya yeni koyduğu borç verme programları hakkında detaylı bilgi verilmektedir.

2.2.2.1. Geçici Vadeli İhale İmkânı (TAF)

Kısa vadeli fon piyasası faiz oranları üzerindeki artan baskılar sonucu, FED Governörler Kurulu, geçici olarak uygulanmak üzere TAF olanağının oluşturulmasına 12 Aralık 2007 tarihinde karar vermiştir (FED, Basın Duyuruları, Aralık 2007).

FED'in olağan açık piyasa işlemleri ile yapmış olduğu fonlamaya ek olarak, TAF işlemleri ile daha fazla sayıda katılımcının daha geniş teminat seçenekleri altında fonlanması mümkün olmaktadır. TAF ile Federal Rezerv

Bankalarınca mali yapıları uygun görülen ve iskonto penceresi çerçevesinde “birincil kredi” kapsamında borçlanabilen tüm bankalar ve mevduat kuruluşları, ihalelere katılma hakkında sahip olmaktadır. TAF’a kabul edilen kıymetler, birincil kredi niteliğindeki avans işlemlerine kabul edilen kıymetler olmaktadır. Söz konusu kıymetler, mevcut APİ işlemlerinde teminat olarak kabul edilen kıymetlere ilave olarak çok geniş bir kıymet sepetini içermektedir. Katılımcılar, ihalelere eyalet merkez bankaları aracılığı ile katılabilmektedir. İhaleye ilişkin yapılacak duyuruda minimum talep oranı ve verilecek fon miktarı yer almaktadır. Minimum talep oranı, katılımcıların federal fon faiz oranına (politika faiz oranı) ilişkin beklentilerinin ortalamasına göre belirlenen Gecelik Vadeye Endekslenen Takas Oranı (OIS)’ndan düşük olmamaktadır. Katılımcılar, ilan edilen ihale tutarının en çok yüzde 10’u kadar talep etme hakkına sahip olmaktadır. Son fiyat ihale yöntemine göre belirlenen faiz oranı, ihale faiz oranı olarak uygulanmakta olup 28 günlük bir vade söz konusudur (FED, Terms and Conditions for TAF, 2008). FED, piyasa likiditesindeki etkinliği artırmak amacıyla 30 Temmuz 2008 tarihinde ilave likidite önlemleri almıştır. Bu çerçevede, 28 günlük vadede uygulanmakta olan TAF uygulamasına ilave olarak 84 günlük ilave TAF uygulaması yürürlüğe girmiştir (FED, Basın Duyuruları, Temmuz 2008).

2.2.2.2. Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme Programı (TSLF)

11 Mart 2008’de uygulanmaya konulan TSLF kapsamında verilen ABD Hazine kağıdı niteliğinde olan krediler, piyasa yapıcılara sunulmaktadır (FED, Basın Duyuruları, Mart 2008). Rekabetçi ihale yöntemi ile günlük olarak New York FED tarafından düzenlenmekte olup ihalenin kesildiği miktardaki fiyat, ihaleye giren tüm piyasa yapıcılar için söz konusu olmaktadır. Piyasa yapıcılar, her ihraç için en çok iki tane talep sunabilmektedir. İhale süreci dışında kredi verilmemektedir. Verilen kredinin rezerv yaratma etkisini engellemek amacıyla menkul kıymet borç verme uygulaması da teminat karşılığında gerçekleştirilmektedir. APİ’ye teminat olarak kabul edilen kıymetlere ilave olarak kamu garantörlüğü dışında kalan AAA/Aaa dereceye sahip kuruluşlarca ihraç edilmiş olan ipoteğe dayalı kıymetler, ticari ipoteğe dayalı kıymetler, devlet desteğine sahip ipotek

kuruluşları garantörlüğünde ihraç edilen ipoteğe dayalı kıymetler ve diğer varlığa dayalı menkul kıymetler, TSLF uygulamasında teminat olarak kabul edilmektedir. Piyasa yapıcı bir kuruluş, ihalede verilen miktarın en çok yüzde 20'sini alabilmektedir. İhalenin vadesi 28 gündür ve ihaleye verilecek teklifler 10 milyon ABD doları ve katları şeklinde olmak zorundadır (New York FED, Terms and Conditions for TSLF, Mart 2008).

TSLF'nin olağan koşullarda düzenlenen menkul kıymet borç verme programından birtakım farkları bulunmaktadır. En temel fark, teminat olarak kabul edilen kıymetlerin kapsamının genişletilmiş olmasıdır. Böylece daha riskli kıymetler de portföye dahil edilmiş bulunmaktadır. Ayrıca TSLF'nin vadesi 28 gün iken olağan dönemlerde gecelik vadede menkul kıymet borç olarak verilmektedir. Son olarak olağan dönemlerde günlük olarak düzenlenen borç verme operasyonu TSLF'de haftada bir kez şeklinde uygulanmaktadır.

Kriz sürecinde, FED'in kabul edilebilir teminat türlerini genişleterek piyasa katılımcılarına geniş likidite imkanı sağlaması, maruz kaldığı kredi riski ve operasyonel riski artırmakla birlikte finansal piyasanın ihtiyaç duyduğu likiditeyi bulabilmek için daha nitelikli teminata ihtiyaç duyması bu uygulamanın işlevsel açıdan önemini göstermektedir.

2.2.2.3. Piyasa Yapıcılara Tanınan Kredi İmkani (PDCF)

FED, 16 Mart 2008 tarihinde piyasa yapıcısı kredi imkanı (PDCF) uygulamasını oluşturmak üzere New York FED'e yetki verdiğini açıklamıştır (FED, Basın Duyuruları, Mart 2008). Operasyonların yürütülmesinden New York FED sorumludur ve operasyonların yapılma sıklığı katılımcının talebine bağlı olarak değişebilmektedir. Bu olanağın yürürlüğe girmesinin nedeni, piyasa yapıcılara ilave likidite olanağı sunarak piyasa yapıcıların fon bulma sıkıntısını gidermektir. 16 Mart 2008'de başlayan uygulamanın minimum altı ay süresince yürürlükte kalması hedeflenmektedir. Ancak piyasa koşulları gerektirdiği takdirde uygulama süresi uzatılabileceği FED tarafından duyurulmuştur (New York FED, Terms and Conditions for TSLF, Mart 2008).

Bu çerçevede FED, 30 Temmuz 2008 tarihinde PDCF ve TSLF imkanını 30 Ocak 2009'a kadar, 2 Aralık 2008 tarihinde ise 30 Nisan 2009'a kadar uzattığını açıklamıştır .

PDCF, gecelik vadede ve tüm piyasa yapıcılara sağlanmaktadır. Bu imkandan yararlanma API ve iskonto penceresinde olduğu gibi teminat karşılığında gerçekleştirilmektedir. Ancak kabul edilecek teminatlar daha geniş kapsamlıdır. Açık piyasa işlemlerinde kabul edilen teminatlara ilave olarak yatırım derecelendirme şirketlerince ve belediyelerce ihraç edilen kıymetler, ipoteğe dayalı kıymetler ve son olarak varlığa dayalı kıymetler teminat olarak kabul edilebilmektedir. Bu kredilere uygulanmakta olan faiz oranı birincil kredi faiz oranına eşittir. Ayrıca, uygulanmaya başladığı dönemden itibaren 120 günlük dönem içerisinde 30 günden fazla kullanım için ilave bir ücret uygulanmaktadır.

Ağustos 2007 çalkantısından sonra para piyasalarındaki tansiyonu düşürmek amacıyla yürürlüğe giren PDCF'nin diğer uygulamalardan bazı farkları bulunmaktadır. TAF uygulaması mevduat kuruluşlarına haftalık ihaleler yoluyla sabit bir kredi sunmakta, TSLF uygulaması API'ye teminat olarak kabul edilen kıymetlerle kamu garantörlüğü dışında kalan AAA/Aaa dereceye sahip kuruluşlarca ihraç edilmiş olan ipoteğe dayalı kıymetler karşılığında Hazine kıymetlerinin sabit miktarlı ihaleyle borç verildiği bir uygulama iken PDCF mevcut birincil kredi faiz oranından piyasa yapıcılara tanınan ve vadesi 120 güne kadar uzatılabilen bir kredi türüdür. PDCF'nin vadesinin 120 gün olması, özel bir teminat kapsamının olması ve kullanılma sıklığına göre ilave bir ücrete tabi olması ve sadece piyasa yapıcılara tanınması bakımından iskonto penceresi altında yer alan birincil kredi uygulamasından farklılaşmaktadır. İskonto penceresinde olduğu gibi PDCF'nin kullanılma hacmine ilişkin veriler her Perşembe kamuoyuna duyurulmaktadır.

2.2.2.4. Varlığa Dayalı Ticari Kıymet Para Piyasası Yatırım Fonu Likidite Olanığı (AMLF)

FED, özelde varlığa dayalı ticari kıymetler piyasasını genelde para piyasası likiditesini güçlendirmek amacıyla mevduat kuruluşlarına ve holding banka şirketlerine yüksek kalitede varlığa dayalı ticari kıymetleri (ABCP) satın almalarını finanse etmek amacıyla oluşturduğu varlığa dayalı ticari kıymet para piyasası yatırım fonu likidite olanağı (AMLF) ile kredi vereceğini 19 Eylül 2008 tarihinde açıklamıştır. AMLF uygulaması, Federal Rezerv Kanunu madde 13/3 kapsamında oluşturulmuş bir kredi olanağıdır. Boston Federal Rezerv tarafından yürütülecek bu uygulama kapsamında tüm Amerikan mevduat kuruluşları, holding banka şirketleri ve yabancı bankaların ABD'deki şubeleri borç alabilmektedir. 19 Eylül 2008 duyurusunda, 31 Ocak 2009'da son verileceği duyurulan bu olanak, 2 Aralık 2008 duyurusu ile 30 Nisan 2009'a kadar uzatılmıştır. Bu uygulama ile uygun borç alıcılar para piyasası yatırım fonlarından varlığa dayalı ticari kıymetleri satın alabilmek için AMLF kapsamında kredi kullanabilmeleri mümkün olmaktadır. Böylece, para piyasası yatırım fonlarının itfaları karşılması ve ABCP piyasasındaki likiditenin artması mümkün olmuştur. AMLF kapsamında kredi kullanan mevduat kuruluşlarının gecelik ila 120 gün arasındaki vadelerde, mevduat kuruluşları dışındaki borç alıcıları için ise gecelik ila 270 gün arasındaki vadelerde kredi kullanılması söz konusu olmaktadır (FED, Discount Window, 2008).

2.2.2.5. Zorunlu Karşılıklara ve Fazla Rezervlere Faiz Ödenmeye Başlanması

Ağustos 2007'de finansal piyasalarda yaşanan çalkantının bir uzantısı olarak FED, 6 Ekim 2008'de yaptığı basın duyurusu ile zorunlu karşılıklara ve fazla rezervlere faiz ödemeye başlayacağını duyurmuştur. Zorunlu karşılıklara ödenecek faiz oranını, rezerv dönemi boyunca Komite tarafından belirlenen federal fon faiz hedefi ortalamasından 10 baz puan daha düşük bir oran olarak belirlemiştir (FED, Basın Duyurusu, Ekim 2008). Bu oran, 5 Kasım 2008'de rezerv dönemi boyunca Komite tarafından belirlenen federal fon faiz hedefi ortalaması olarak değiştirilmiştir (FED, Basın

Duyurusu, Kasım 2008). Benzer şekilde fazla rezervlere de 7 Ekim 2008 tarihinden itibaren faiz ödenmeye başlanmıştır. Fazla rezervlere ödenecek faiz oranı, her bir rezerv döneminde federal fon faiz oranı hedefinin en düşük düzeyinden 75 baz puan daha düşük bir oran olarak belirlenmiştir. Daha sonra bu oran, 22 Ekim 2008'de rezerv döneminde federal fon faiz oranı hedefinin en düşük düzeyinden 35 baz puan daha düşük bir oran olarak değiştirilmiştir (FED, Basın Duyurusu, Ekim 2008). 5 Kasım 2008'de ise rezerv dönemi boyunca uygulamada olan Komite tarafından belirlenen en düşük Federal fon faiz hedefi olarak değiştirilmiştir. Bu düzenleme ile FED zorunlu karşılık uygulamasının finansal kuruluşlar üzerindeki yükünü hafifletmeyi ve borçlanma programlarından finansal kuruluşların daha fazla yararlanmasını amaçlamıştır.

2.2.2.6. Özel Sektör Tahvil Finansman Kolaylığı (CPFF)

FED, kısa vadeli finansman piyasasındaki likidite sıkışıklığını önlemeye yönelik olarak CPFF programını uygulamaya koymuştur. Özellikle uzun vadeli ticari senetlerin satın alınmasında yaşanan isteksizlik bu senetlerin faiz oranlarının ciddi anlamda yükselmesine ve piyasadaki mevcut ticari senet hacminin daralmasına neden olmuştur. Bu gelişmeler sonucunda, senetleri ihraç eden finansal aracılardan hane halkı ve iş alemi sektörünün kredi ihtiyaçlarını karşılayabilme derecesi azalmıştır. Bu gelişmeler sonucu, FED Amerikalı ticari senet ihraççılarına likidite desteği sağlamak ve böylece, kredi piyasalarında yeni talep yaratılmasına yardımcı olmak amacıyla bu uygulamayı yürürlüğe koymuştur. CPFF, 27 Ekim 2008'de uygulanmaya başlanmıştır (New York FED, CPFF, Ekim 2008).

CPFF uygulamasında, Federal Rezerv Kanunu madde 13/3'e göre yetkilendirilmiş özel amaçlı bir şirket (SPV) söz konusudur. New York FED, SPV'ye kredi vermeyi üstlenmiştir. SPV'nin tüm varlıkları New York FED tarafından korunmaktadır. SPV'ye sadece Amerikalı ya da yabancı ortağı bulunan Amerikalı ihraççılar, New York FED piyasa yapıcılarının aracılığıyla üç ay vadeli teminatsız ve varlığa dayalı ticari senet satabilecektir. Her bir ihraççının SPV'ye satabileceği ticari senet tutarına bir sınır getirilmiştir. Bu sınırlamaya göre bir ihraççı 1 Ocak 2008 ila 31 Ağustos 2008 arasında ihraç

ettiği vadesi dolmamış toplam ticari senet hacmini en yüksek tutarından fazla bir tutarda ticari senedi SPV'ye satamamaktadır. SPV'nin fon ihtiyacının New York FED tarafından sağlanacağı ve bu fonlamada uygulanacak faiz oranının hedef federal faiz oranı olacağı belirtilmiştir. CPFF uygulaması Governörler Kurulu aksi bir karar vermediği sürece 30 Nisan 2009'a kadar yürürlükte olacaktır (New York FED, Terms and Conditions for CPFF, Ekim 2008).

2.2.2.7. Para Piyasası Yatırımcısını Destekleme Olanığı (MMIFF)

FED, 21 Ekim 2008 tarihinde para piyasasındaki likiditenin yeniden oluşturulmasına yardımcı olmak amacıyla, MMIFF'yi oluşturduğunu duyurmuştur (FED, Basın Duyuruları, Ekim 2008). MMIFF, FED tarafından tanınmış olan bir kredi olanağıdır. Bu çerçevede özel sektörde oluşturulmuş bir dizi özel amaçlı şirket (SPVs) söz konusu olacaktır. Her bir SPV, MMIFF finansmanını kullanarak ya da ABCP kapsamında varlığa dayalı ticari senetlerini satarak uygun ihraççılardan uygun kıymetleri satın alacaktır. Böylece, ikincil piyasada para piyasası yatırım araçlarının satışı kolaylaşacaktır. SPV'lerin ihtiyaç duyduğu fonlama New York FED tarafından karşılanacaktır. MMIFF uygulaması, Governörler Kurulu uzatmadığı sürece 30 Nisan 2009'a kadar yürürlükte kalacaktır (New York FED, Terms and Conditions for MMIFF, Ekim 2008).

Federal Rezerv Kanunu madde 13/3 kapsamında Kurul tarafından yetkilendirilen New York FED, MMIFF uygulaması kapsamında SPV'lerin satın aldığı para piyasası araçlarını fonlamaya 24 Kasım 2008'de başlamıştır. SPV'ler toplamda 600 milyar ABD doları tutarında varlığı satın alabilmektedir. Bu tutarın yüzde doksanı New York FED tarafından finanse edilmektedir. Yani FED'in finanse ettiği kısım 540 milyar ABD dolarıdır.

2.2.2.8. Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Kredi Olanığı (TALF)

Varlığa dayalı menkul kıymetler (ABS) piyasasında yeni ihraçlar Eylül 2008'de çok hızlı bir şekilde azalmış, Ekim 2008'de ise durma noktasına gelmiştir. Bu kıymetlerin faiz oranları yüksek risk primlerinden dolayı tarihinde görülmemiş seviyelere yükselmiştir. ABS piyasası tüketici kredilerinin ve

küçük işletme yönetimlerinde garanti edilen kredilerin önemli bir kısmını fonladığından, bu piyasalardaki bozulma hane halkı ve küçük işletmelere sunulan kredi olanaklarını ciddi anlamda sınırlamıştır. ABS piyasasındaki bu bozulma ABD ekonomisinin daha da zayıflamasına neden olmuştur. Bu bağlamda FED, daralan kredi piyasalarını desteklemek için TALF'i oluşturduğunu 25 Kasım 2008 tarihinde duyurmuştur (FED, Basın Duyuruları, Kasım 2008). TALF uygulaması da Federal Rezerv Kanunu madde 13/3 kapsamında oluşturulmuş bir kredi olanağıdır. Bu kredi kapsamında New York FED, 200 milyar ABD dolarına kadar olan kredi imkanını üç yıl vadeli olarak (başlangıçta bir yıl vadeli olarak açıklanmıştır) eğitim, otomobil, kredi kartı ve Küçük İşletme İdareleri tarafından garanti edilmiş küçük işletme kredileri ile desteklenen uygun ABS'leri ellerinde tutanlara kullanılabilecektir. FED, TALF kapsamında krediyi aylık bazda sunmaktadır. Her ayın belirli bir günü TALF kapsamında kredi kullanmak isteyenler uygun ABS'leri teminat göstermek suretiyle istedikleri miktarda krediyi sabit ya da değişken faiz oranından piyasa yapımcılar aracılığıyla talep etmektedirler. New York FED'in TALF kapsamında kredi talebini, kısmen ya da tamamen geri çevirme imkanı bulunmaktadır. FED, TALF uygulaması kapsamında New York FED tarafından alınan varlıkların alım ve yönetim işlerini gerçekleştirmek üzere özel amaçlı bir şirket kurmuştur. New York FED'in vereceği 200 milyar ABD dolarlık kredinin yanı sıra ABD Hazine Bakanlığı da bu programa Sorunlu Varlıkları Kurtarma Programı (TARP) kapsamında 20 milyar ABD doları ayırmıştır. TALF uygulaması Güvernörler Kurulu uzatmadığı sürece 31 Aralık 2009'a kadar yürürlükte kalacaktır (New York FED, Terms and Conditions for TALF, Kasım 2008).

2.2.3. FED'in Uygulamaya Koyduğu Yeni Araçların ve Politika Değişikliklerinin Etkinliği

FED'in 2007 Ağustosundan itibaren uygulamaya koyduğu yeni araçların ve politika duruşuna ilişkin yapmış olduğu değişikliklerin fiyat istikrarı ve maksimum istihdama ulaşma konusunda etkili olduğu savunulmaktadır. FED'in temel amaçlarından biri, finansal piyasada

çöküntünün yaşandığı dönemlerde piyasaya bol miktarda likidite sağlamaktır (Mishkin, 15 Şubat 2008).

FED'in 1987, 1998 ve 2007 finansal çalkantılarında piyasada değişen likidite talebine bağlı olarak finansal piyasayı fonlamasının kısa vadeli faiz oranlarındaki yukarı yönlü baskıyı hafiflettiği gözlenmiştir.

FED, piyasayı fonlarken değişik araçlar kullanmıştır. Bu araçların şüphesiz en etkin ve sık kullanılanı açık piyasa işlemleridir. APİ aracılığıyla hem tüm sisteme fon sağlanmakta hem de hedef faiz oranına ulaşma konusunda daha etkili olunmaktadır. Zira iskonto penceresi ile fon sağlanırken, tüm sisteme değil sadece ihtiyacı olan kuruluşlara fon sağlanmaktadır. APİ ve iskonto penceresinden oluşan temel yapı, FED tarihinde piyasanın çalkantıya uğradığı durumlarda dahi likidite baskısını ortadan kaldırmak için yeterli olmuştur. Ancak bu geleneksel yapı, Ağustos 2007 çalkantısında kısa vadeli fon piyasasında oluşan baskıyı hafifletme konusunda yeterli olamamıştır. Özellikle iskonto penceresi uygulaması, bu pencereden faydalanan kuruluşların finansal yapılarının ciddi anlamda bozulduğu sinyali vereceği korkusuyla katılımcılar tarafından çok fazla kullanılamamış ve kendisinden beklenen faydayı gösterememiştir. Bu pencerenin etkinliğini artırmak ve katılımcıların bu pencereyi kullanmalarını özendirmek amacıyla FED birtakım önlemler almıştır. Bu tip krediler için uygulanan faiz oranı olağan koşullarda Federal fon faiz oranı hedefinin 100 baz puan üzerinde bir oran olarak belirlenirken 17 Ağustos 2007 tarihinde birincil kredi imkanı geçici olarak değiştirilmiş, çok kısa vadelerde yararlandırılan bu kredinin vadesi 30 güne kadar uzatılmış ve kredi faizi, federal fon faiz oranı hedefinin 50 baz puan üzerinde belirlenmiştir. 17 Mart 2008 tarihinde bu krediler tekrar gözden geçirilerek vadesi 90 güne kadar uzatılmış ve kredi faizi, federal fon faiz oranı hedefinin 25 baz puan üzerinde belirlenmiştir. Bu kredi, her ne kadar yoğun olarak kullanılsa bile uygulamada olmasının bilinmesi, kuruluşlar açısından her zaman bir güvence kaynağı olmaya devam etmiştir (Bernanke, 13 Mayıs 2008).

FED, Eylül 2007'den itibaren para politikasını gevşetmeye başlamıştır. Ekonominin zayıfladığına dair göstergeler arttıkça FED, gevşek

para politikası uygulamaya devam etmiş ve Aralık 2008 itibarıyla federal fon faiz hedefini 0-0.25 baz puana indirmiştir. FED'in gevşeyen para politikası özellikle kısa vadedeki pek çok borç verme oranının aşağı çekilmesinde etkili olmuştur. Ancak bu etkinin yüzde yüz olmadığı da görülmektedir. Özellikle geleneksel fonlama kaynakları işlemez hale geldiğinden finansal piyasalar fonlama konusunda ciddi sıkıntılarla karşılaşmışlardır. Bu yüzden FED yeni para politikası araçlarını uygulamaya başlamıştır (Bernanke, 13 Ocak 2009).

İskonto penceresinde Ağustos 2007 ortasında yapılan değişikliklere rağmen bu olanağın kendisinden beklenen faydayı gösterememesi ve kısa vadeli fon piyasalarında devam eden baskı neticesinde 12 Aralık 2007 tarihinde TAF uygulamasına geçilmiştir. API'ye benzemekle birlikte TAF'a katılabilen katılımcı genişliği ve bu işlemlere kabul edilen teminatların genişliği açısından API'den farklılaşmaktadır. Ayrıca rekabetçi ihale ile teklif verilmesi ve ihalede verilecek kredi tutarının önceden ilan edilmesi iskonto penceresinde ortaya çıkan damga problemini TAF uygulamasında büyük ölçüde ortadan kaldırmıştır. İlk 11 ihaleye katılan katılımcı sayısına baktığımızda (52 ila 90'dan fazla katılımcı arasında) damga etkisinin ortadan kalkmış olduğu daha net bir şekilde gözlenmiştir. FED'in TAF uygulamasının bilançosu üzerinde herhangi bir genişletici etkisi olmamıştır. Zira TAF ile borç verdiği ölçüde doğrudan alım ya da repo yoluyla elinde bulundurduğu kıymet portföyünü azaltma yoluna gitmiştir. Geçmiş deneyimlerden hareketle FED'in bilançosunun varlık tarafında gerçekleştirilen böyle bir değişimin Federal fon faiz oranı üzerinde reel anlamda ya herhangi bir etkisi bulunmamakta ya da çok az bulunmaktadır (Cecchetti, 2008, s.15). Taylor ve Williams (2008), TAF'ın etkin olmadığını savunurken, McAndrews, Sarkar ve Wang (2008), ihalenin ilan edildiği günle sınırlı olmak üzere etkin olduğunu savunmaktadırlar. TAF'ı yürürlüğe koyan yetkililerin LIBOR ve OIS arasındaki farkı azaltmayı hedefledikleri göz önüne alındığında ise TAF'ın bu anlamda sınırlı bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşmak mümkündür (Grafik 2.4).

Son piyasa çalkantısı, normal koşullarda iskonto penceresi uygulamasından yararlanmayan finansal kuruluşların özellikle piyasa yapımcıların likidite pozisyonlarını etkilemiştir. Piyasa yapımcıların likidite yönetim politikaları ve beklenmedik olaylar karşısındaki planları, tipik olarak

bu kuruluşların ani finansman kaybıyla karşılaşmayacakları varsayımına dayanmaktaydı. Ancak bu inanış piyasanın daima makul düzeyde likit olduğu varsayımına dayanmaktaydı. Son gelişmeler bu varsayımın temelsiz olduğunu ve likidite baskılarından dolayı piyasa yapıcılarının likit olmayan piyasalarda varlık satmak zorunda kaldıklarını bu durum ise varlıkların fiyatlarında aşağı yönlü bir baskı yarattığını göstermektedir. Aslında varlık fiyatlarındaki aşağı yönlü bu baskı Allen ve Gale'in (2007), yangın satışı senaryosunu (fire sale scenario) doğrular niteliktedir.

İpoteğe dayalı varlık piyasasında artan stres sonrasında FED, piyasa yapıcılara yönelik ilave önlemler almıştır. Bunlar vadesi yaklaşık 28 gün olan ve toplam miktarı 100 milyar ABD dolarına kadar olan bir seri tek dilimlik repo ihaleleri ve TSLF uygulamaları olmuştur. TSLF uygulamasına geçişin arkasındaki temel gerekçe, ABD Hazine kağıtlarının piyasada son derece kıt bir konuma gelmesi olmuştur. Aslında FED, 1970'lerden itibaren Hazine kağıtlarını piyasa yapıcılara gecelik vadede borç vermekteydi. TSLF uygulaması mevcut menkul kıymet borç verme programını üç açıdan revize etmiştir. İlk olarak mevcut program gecelik vadede borç vermekte iken TSLF 28 günlük bir vadede borç vermekte; ikinci olarak TSLF'ye kabul edilen teminat kapsamı son derece genişletilmekte, son olarak da FED'in bu kapsamda verdiği kredi miktarı 200 milyar ABD doları tutarına kadar olabilmektedir. Fleming, Hruno ve McAndrews (2008), bu uygulamanın Hazine repo faiz oranının bu uygulamanın ilanından sonra tekrar federal fon faiz oranı seviyesine yükselmesini sağladığını ifade ederek son derece etkili bulmuşlardır.

Ancak, alınan önlemlere rağmen 2008 Mart ortasında kısa vadeli fonlama piyasalarında yeniden baskılar oluşmaya başlamış ve önde gelen yatırım bankalarından Bear Stearns'ün finansal durumunun kötüye gittiği yönündeki söylentiler baskıları daha da şiddetlendirmiştir. Bu gelişmeler üzerine FED kanununda yer alan acil borç verme yetkisini kullanmaya karar vermiş ve Hazineyle varılan mutabakat sonrası JPMorgan Chase aracılığıyla Bear Stearns'e kısa vadeli fonlama sağlamış ve takip eden hafta JPMorgan Chase'in Bear Stearns'ü satın alması konusunda anlaşmaya varılmıştır.

Aslında FED'in 1930'lardan beri kanununda yer alan acil borç verme yetkisini ilk defa kullanıyor olması son derece olağan dışı bir durumdur.

FED bu yetkisini, ikinci defa PDCF uygulamasını yürürlüğe koyarak kullanmıştır. Piyasa yapıcılara sağlanan bu imkanla piyasa yapıcı bankalar daha geniş bir teminat çerçevesinde ticari bankalara sağlanan iskonto penceresine benzer bir uygulama ile FED'den borç alabilme imkanına kavuşmuştur.

FED'in oluşturmuş olduğu yukarıda bahsedilen birinci set para politikası araçları ile finansal kuruluşlara borç verilmesi sağlanmıştır.

ABD'de 2008 yılının Temmuz ayında IndyMac Bank FDIC tarafından devralınmış ve Fannie Mae ile Freddie Mac'in yükümlülüklerine Hazine garantisi getirilmiştir. ABD Hazinesi 200 milyar ABD doları fon sağladığı Fannie Mae ve Freddie Mac'in kontrolünü devralmıştır. Eylül 2008'de Lehman Brothers'in iflas başvurusunun ardından ABD yatırım bankalarının ardı ardına faaliyetlerinin sona ermesi veya şekil değiştirmesi, bu bankaların büyük uluslararası yükümlülükleri nedeniyle krizin diğer ülkelere yayılmasını hızlandırmıştır. 2008 yılının Mart ayında Bear Stearns, JP Morgan; Eylül ayında Merrill Lynch, Bank of America tarafından devralınmıştır. Geriye kalan son iki büyük yatırım bankası olan Goldman Sachs ve Morgan Stanley ise mevduat bankası statüsüne geçmiştir. Diğer taraftan, Avrupa bankalarına büyük tutarlarda garanti sağlamış olan Amerikan sigorta şirketi AIG, FED'in sağladığı özel kredi imkanı ve ABD Hazinesi'nin yaptığı sermaye yatırımı ile iflastan kurtarılmıştır. ABD'nin en büyük 6. bankası konumundaki Washington Mutual'ın Eylül ayındaki iflası ise bu ülke tarihindeki en büyük mevduat bankası iflası olmuştur. ABD mevduat sigorta fonu FDIC tarafından devralınan banka aynı gün JP Morgan'a satılarak bu iflasın maliyetinin vergi mükelleflerine yansması engellenmiştir. Son olarak, 2008 yılı Kasım ayının ikinci yarısında hisse değerinde büyük düşüş yaşanan Citigroup'a ABD Hazinesi tarafından daha önce yaptığı 25 milyar ABD dolarlık imtiyazlı hisse alımına ek olarak 20 milyar ABD doları daha sermaye katkısı yapılmasına ve ayrıca yurtiçi aktiflerinin 306 milyar ABD dolarlık kısmına devlet garantisi verilmesine karar verilmiştir (Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2008).

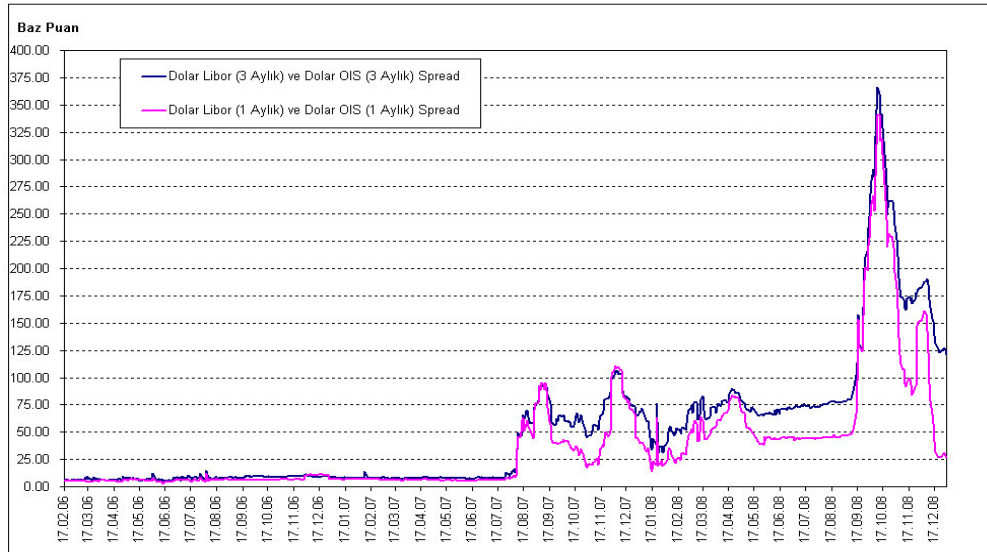
FED, finans piyasalarında yaşanan bu gelişmeler neticesinde, ikinci bir para politikası araçları seti geliştirmiştir. Bu araçlardan ilki, özelde varlığa dayalı ticari kıymetler piyasasını genelde para piyasası likiditesini güçlendirmek amacıyla mevduat kuruluşlarına ve holding banka şirketlerine yüksek kalitede varlığa dayalı ticari kıymetleri satın almalarını finanse etmek amacıyla oluşturduğu AMLF kredi olanağıdır. Daha sonra FED, Amerikalı ticari senet ihraççılarına likidite desteği sağlamak ve böylece, kredi piyasalarında yeni talep yaratılmasına yardımcı olmak amacıyla CPFF'yi oluşturmuştur. Ayrıca New York FED, 200 milyar ABD dolarına kadar olan kredi imkanını üç yıl vadeli olarak eğitim, otomobil, kredi kartı ve Küçük İşletme İdareleri tarafından garanti edilmiş küçük işletme kredileri ile

desteklenen uygun ABS'leri ellerinde tutanlara kullandırmak üzere TALF aracını oluşturmuştur. Oluşturulan bu araçlarla temel kredi piyasalarına doğrudan likidite sağlanması amaçlanmıştır.

Kredi piyasalarının fonksiyonunu desteklemek amacıyla oluşturulan üçüncü set para politikası araçlarıyla uzun vadeli kıymetlerin FED portföyüne alınması söz konusudur. FED 25 Kasım 2008'de devlet destekli kuruluşların (Fannie Mae, Freddie Mac, and the Federal Home Loan Banks-GSEs) konutla bağlantılı yükümlülüklerini ve Fannie Mae, Freddie Mac, and Ginnie Mae tarafından desteklenen ipoteğe dayalı kıymetleri (MBS) portföyüne almaya başlayacağını ve uzun vadeli Hazine kıymetlerini satın almaya başlanacağını duyurmuştur.

FED tarafından alınan tüm bu önlemler finansal koşullar normale döndüğünde sona erecek ve FED'in olağandışı faaliyetlerle likidite sağlamasına gerek olmayacaktır (Bernanke, 13 Mayıs 2008).

FED'in almış olduğu önlemlerin kısa vadeli fon piyasasındaki etkilerini daha net görebilmek için dolar Libor ve OIS (Overnight Indexed Swap) faiz oranlarının bir aylık ve üç aylık vadede karşılaştırması aşağıdaki Grafik 2.4'te gösterilmektedir.



Grafik 2.4 : Libor ve OIS Fark Karşılaştırması

Kaynak: Reuters ve Bloomberg

Bir merkez bankası finansal krizi yatıştırmak için olağan işlemlerine ilave olarak olağan dışı işlemlerle piyasaya likidite sağlayabilmektedir. Ancak bu durumda bir ödünleşim mekanizması ile karşı karşıya kalmaktadır. Yani son kredi verme mercii olarak finansal bir kriz durumunda çok çabuk hareket eden bir merkez bankası ahlaki çöküntüye neden olabilmektedir. Özellikle piyasa katılımcıları merkez bankasının finansal depresyon zamanlarında piyasaya gerekli desteği vereceğinden ne kadar eminse uygun likidite risk yönetim stratejilerini takip etmekten o denli uzaklaşabilmektedir. Ahlaki çöküntünün önüne geçilebilmesi, finansal kuruluşların bir kriz döneminde likidite risklerini etkin bir şeklide yönetebilmesini temin edecek nitelikte yapılacak düzenleme ve denetlemelerle mümkün olabilmektedir (Bernanke, 13 Mayıs 2008).

FED'in operasyonlarındaki bu değişikliklerin etkilerini anlamak için bilançosundaki değişime bakmak faydalı olacaktır. Tablo 2.3., Aralık 2003'ten Aralık 2008'e kadar olan dönemde FED bilançosundaki varlıkların değişimini göstermektedir. Varlık kompozisyonu anlamında ciddi bir değişimin olduğu gözlenmektedir. 2003-2006 döneminde FED bilançosunda doğrudan alımla alınmış Hazine kıymetlerinin toplam varlıklara oranı yüzde 88 civarında iken, kriz döneminde bu oran giderek düşerek 24 Aralık 2008 tarihli bilançoda yüzde 22 seviyesine gerilemiştir. Buna karşılık repo ile alınan kıymet miktarında ciddi bir artış yaşandığı görülmektedir. 24 Aralık 2003 tarihinde 37 milyar ABD doları olan tutar 24 Aralık 2008 tarihinde 80 milyar ABD doları düzeyine yükselmiştir. Ayrıca, Aralık 2007'den önce FED tarafından iskonto penceresi aracılığıyla mevduat kuruluşlarına kullandırılan kredi tutarının son derece önemsiz bir tutar olduğu ancak, Aralık 2008'e gelindiğinde verilen kredi tutarında ciddi bir artış yaşanarak 85 milyar ABD doları düzeyine çıkmış olduğu dikkate değerdir. Bu dönemde FED, yeni uygulamaya koyduğu pek çok programla finansal kesime büyük miktarlarda kredi sağlamıştır. Bu tutarda en büyük paya, TAF aracılığıyla kullandırılan krediler sahiptir. TAF ve uygulamaya konulan diğer yeni kredi olanaklarının toplamının 844 milyar ABD doları olduğu görülmektedir. Toplam varlık tutarına bakıldığında, Eylül 2008 tarihine kadar ciddi bir artış olmadığı ancak, bilançonun kompozisyonunda

ciddi bir değişim yaşıandığı, Aralık 2008 itibariyle ise toplam varlıkların 2003 yılındaki seviyesinin üç katı oranında arttığı gözlenmektedir.

TABLO 2.3. FED'İN ÇEŞİTLİ TARİHLERDEKİ VARLIKLARININ GELİŞİMİ

milyar ABD doları	24.12.03	29.12.04	28.12.05	28.12.06	04.07.07	26.09.07	26.12.07	26.03.08	25.06.08	24.09.08	24.12.08
Doğrudan Alımın Tutulan Kıymetler	666	718	744	779	791	780	755	612	479	487	497
----- Hazine Kıymetleri	666	718	744	779	791	780	755	612	479	477	476
----- Federal Alan	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10	21
Repo ile Alınan Kıymetler	37	33	42	36	30	56	43	107	130	86	80
TAF Kredisi**							20	80	150	150	450
Mevduat Kuruluşlarına Açılan Kred*	0	0	0	0	0	0	5	1	14	39	85
PDCF Kredisi**								37	2	106	38
AMLF Kredisi**										73	24
CPFF**											332
MMFF**											
Toplam Varlıklar	768	812	850	874	880	894	894	895	894	1,213	2,234
* Birinci, İkinci ve Mevsimsel Kredilerin Toplamı											
**Fed'in uygulamaya koyduğu yeni operasyonel araçlar											

Kaynak: <http://www.federalreserve.gov/releases/h41>

2.3. Avrupa Merkez Bankası

Avrupa Para Enstitüsü, 1 Haziran 1998 tarihinde AB'nin merkez bankası görevini yürütecek kurumu olan Avrupa Merkez Bankası için gerekli yapısal ve yasal altyapıyı hazırlama görevini tamamlamıştır. AB'nin para kurumu olarak görev yapacak ECB, 1 Temmuz 1998 tarihinden itibaren resmen görevine başlamıştır.

Avrupa Merkez Bankaları Sistemi (ESCB), ECB ve Avrupa Birliğine üye ülkelerin ulusal merkez bankalarından oluşmaktadır. ESCB, ECB'nin karar alma organlarınınca yönetilmektedir. Bu bağlamda, ECB'nin Yönetim Konseyi, para politikasının oluşturulmasından sorumlu iken, Yönetim Kurulu, Yönetim Konseyi tarafından alınan kararlara ve belirlenen kurallara bağlı olarak para politikasının uygulanmasından sorumludur. Yönetim Konseyi, Eurosystem'in para politikası operasyonlarına ilişkin prosedürleri, kriterleri ve kullanılan para politikası araçlarını istediği takdirde değiştirebilmektedir (The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, Eylül 2006, s.7).

Eurosystem'in temel amacı, fiyat istikrarını sürdürmek ve ayrıca fiyat istikrarı hedefi ile çelişmemek kaydıyla, AB'nin genel ekonomik politikalarını desteklemektir. Eurosystem'de zorunlu karşılık tutmakla yükümlü, finansal olarak sağlam kabul edilen ve gerekli operasyonel kriterlere sahip kuruluşlar, Eurosystem destek imkanlarına erişebilmekte ve standart ihaleler şeklinde

düzenlenen APİ'ye, kuruldukları üye devletin merkez bankası aracılığıyla katılabilmektedir. Bununla birlikte, kuruluşun kuruluş merkezi ya da şubesi birden çok ülkede bulunmakta ise, her bir kuruluş bulunduğu ülke merkez bankalarından yararlanabilmektedir. Ancak, kuruluşlar taleplerini genel merkez ya da şubelerinden biri aracılığıyla da iletebilmektedirler. Gün içi ihale ya da kotasyonda ise işlemin türüne göre katılımcının seçilme kriterleri farklılaşmaktadır. Doğrudan alım/satım işlemlerine katılabilmek için herhangi bir kısıtlama yer almamaktadır. Para politikası amaçları doğrultusunda yürütülen döviz (FX) takaslarına katılabilmek için katılımcının kredibil ve FX piyasasındaki işlem hacminin büyük olması gerekmektedir. İnce ayar operasyonları ve sabit vadeli depo toplama şeklindeki işlemlerde, her bir ulusal merkez bankası, genel kriterleri sağlayan kendi ülkesinde kurulmuş kuruluşlar arasından katılımcılarını seçmektedir (The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, Eylül 2006, s.11-13).

2.3.1. Para Politikası Araçları

2.3.1.1. Açık Piyasa İşlemleri

APİ, faiz oranlarını kontrol etmek, piyasadaki likiditeyi yönetmek ve para politikası duruşu hakkında sinyal vermek amacıyla kullanılmaktadır. Amacı, yapıma sıklığı ve prosedürleri göz önüne alındığında APİ'yi dört kategoriye ayırmak mümkündür; temel fonlama operasyonları, uzun vadeli fonlama operasyonları, ince ayar operasyonları ve yapısal operasyonlar. Söz konusu operasyonlar yürütülürken kullanılan araçlar ise; ters işlemler, doğrudan alım ve satım işlemleri, borç sertifikaları, döviz kuru takas işlemleri ve sabit vadeli depo toplama işlemleri şeklinde sınıflandırılmaktadır. Aşağıdaki Tablo 2.4'te, Eurosystem para politikası operasyonları gösterilmektedir (The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, Eylül 2006, s.14).

TABLO 2.4 : EUROSİSTEM PARA POLİTİKASI OPERASYONLARI

Para Politikası Operasyonları	İşlemin Türü		Vade	İşlemin Sıklığı	Prosedür
	Likidite Sağlayıcı Operasyonlar	Likidite Çekici Operasyonlar			
Açık Piyasa İşlemleri					
Temel Fonlama Operasyonları	Ters İşlemler		Bir hafta	Haftalık	Standart ihalelerle
Uzun Vadeli Fonlama Operasyonları	Ters İşlemler		Üç ay	Aylık	Standart ihalelerle
İnce Ayar Operasyonları	Ters İşlemler	Ters İşlemler			Gün içi ihalelerle
	Yabancı Para Swapları	Sabit Vadeli Mevduat Toplama	Standart değil	Düzenli değil	Kotasyon
		Yabancı Para Swapları			
	Doğrudan Alım	Doğrudan Satım	-	Düzenli değil	Kotasyon
Yapısal Operasyonlar	Ters İşlemler	Borç Sertifikalarının İhracı	Standart / Standart değil	Düzenli / Düzenli Değil	Standart ihalelerle
	Doğrudan Alım	Doğrudan Satım		Düzenli değil	Kotasyon
Gün içi İmkanlar					
Ek Borç Verme İmkânı	Ters İşlemler		Gecelik	Katılımcıların talabına bağlı olarak değişir	
Depo İmkânı		Depolar	Gecelik	Katılımcıların talabına bağlı olarak değişir	

Kaynak: ECB

2.3.1.1.1. Temel Fonlama Operasyonları

Eurosistem tarafından yönetilen en önemli açık piyasa işlemidir. Temel fonlama operasyonları, açık piyasa işlemleri faiz oranlarını kontrol etmek, piyasadaki likiditeyi yönetmek ve para politikası durumu hakkında sinyal vermek işlevleri ile ilgili önemli bir rol oynamaktadır. Bu operasyonların genel özellikleri şu şekilde sıralanabilir:

- Likidite sağlayıcı ters işlemlerdir,
- Düzenli olarak her hafta⁶ salı günü, ulusal merkez bankalarınca, standart ihaleler⁷ şeklinde gerçekleştirilmektedir,
- Normal koşullar altında (herhangi bir tatile gelmediği sürece) vadesi bir haftalıktır (The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, Eylül 2006, s.14).

⁶ Temel ve uzun vadeli fonlama operasyonları, Eurosistem tarafından önceden açıklanan takvim doğrultusunda düzenli olarak gerçekleştirilmektedir. Söz konusu takvim, yıl başından en az üç ay öncesinde açıklanmaktadır. Eurosistem'deki diğer operasyonların yapılma sıklığı düzenli olmadığı için önceden açıklanmış bir takvimi de bulunmamaktadır.

⁷ Eurosistem'de açık piyasa işlemleri normal koşullar altında ihale yöntemi ile gerçekleştirilmektedir. İhaleler ya standart ya da gün içi ihale şeklinde gerçekleştirilmektedir. Temel fonlama, uzun vadeli fonlama ve yapısal operasyonlar standart ihaleler şeklinde gerçekleştirilmektedir. Standart ihalelerin ilanından, ihale sonucunun katılımcılara bildirilmesine kadar geçen süre maksimum 24 saat sürmektedir.

2.3.1.1.2. Uzun Vadeli Fonlama Operasyonları

Uzun vadeli fonlama operasyonları, piyasaya daha uzun vadeli likidite sağlamaya yönelik açık piyasa işlemleridir. Temel fonlama operasyonları ile yapılan standart bir hafta vadeli fonlamaya ek olarak, finansal piyasalara genellikle üç ay vadeli fon sağlama amacı ile, düzenli olarak her ayın son Çarşamba günü yapılan işlemlerdir. Bu işlemler, toplam fonlama işlem hacminin çok küçük bir kısmını oluşturmaktadır. Bu işlemlerde Eurosystem kural olarak piyasaları yönlendirme ve sinyal verme amacı taşımamaktadır. Genellikle çoklu fiyat ihalesi şeklinde gerçekleştirilen uzun vadeli fonlama operasyonları, olağandışı koşullarda tek fiyat ihalesi şeklinde de gerçekleştirilebilmektedir. Bu operasyonların genel özellikleri şu şekilde sıralanabilir:

- Her ay, ulusal merkez bankalarınca gerçekleştirilen likidite sağlayıcı işlemlerdir,
- Normal koşullarda üç ay vadeli olarak standart ihaleler şeklinde düzenlenmektedir (The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, Eylül 2006, s.15).

2.3.1.1.3. İnce Ayar Operasyonları

Piyasadaki likidite durumunu yönetmek, faiz oranlarını yönlendirmek ve özellikle beklenmeyen likidite dalgalanmalarının faiz oranları üzerindeki olumsuz etkilerini gidermek amacıyla ulusal merkez bankaları tarafından gerçekleştirilmektedir. Rezerv döneminin son günü, ortaya çıkan likidite dengesizliklerini gidermek amacıyla bu operasyonlar yapılabilmektedir. Bu operasyonların genel özellikleri şu şekilde sıralanabilir:

- Likidite sağlayıcı ya da azaltıcı olarak düzenlenebilmektedir,
- Piyasada beklenilmeyen gelişmelere yönelik hızlı hareket etme ihtiyacından dolayı, bu operasyonların yüksek esnekliğe sahip olması arzulanmıştır. Bu nedenle operasyonların gerçekleştirilme sıklığı ve vadesi konusunda belirli standartlar yoktur,

- Likidite sağlayıcı ince ayar operasyonları normal koşullarda gün içi ihaleler⁸ şeklinde düzenlenmektedir. Ancak, kotasyon şeklinde gerçekleştirilebilme imkanı da mevcuttur,

- Likidite azaltıcı ince ayar operasyonlarında kural olarak kotasyon yöntemi kullanılmaktadır (The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, Eylül 2006, s.15-16).

2.3.1.1.4. Yapısal Operasyonlar

Eurosistemdeki yapısal likidite uyumsuzluklarını gidermek amacıyla yapılan işlemlerdir. Bu operasyonların genel özellikleri şu şekilde sıralanabilir:

- Likidite sağlayıcı operasyonlardır,
- Yapısal operasyon şeklindeki işlemlerin standart bir vadesi ve gerçekleştirilme sıklığı bulunmamaktadır,
- Ulusal merkez bankaları tarafından standart ihaleler şeklinde gerçekleştirilmektedir (The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, Eylül 2006, s.16).

2.3.1.2. Açık Piyasa İşlem Çeşitleri

2.3.1.2.1. Ters İşlemler

Ters işlemler, uygun olarak kabul edilen varlıkların repo yoluyla alınıp satılmasını veya kredi operasyonlarının yönetilmesini ifade etmektedir. Temel ve uzun vadeli fonlama operasyonlarında kullanılmakla birlikte yapısal ve ince ayar operasyonları için de kullanabilmektedir. Bu operasyonlar için uygulanan faiz oranı basit faiz oranıdır ve 360 gün üzerinden hesaplanmaktadır (The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, Eylül 2006, s.14).

⁸ Gün içi ihaleler sadece ince ayar operasyonlarında kullanılan ihale yöntemidir. İhalenin ilanından ihale sonuçlarının katılımcılara bildirilmesi 90 dakika içerisinde gerçekleştirilmektedir.

2.3.1.2.2. Doğrudan Alım / Satım İşlemleri

Piyasadan uygun varlıkların alınıp satıldığı işlem türüdür. Bu işlem türü sadece yapısal ve ince ayar operasyonları için kullanılmaktadır. Bu işlemler, kotasyon yöntemi ile normal koşullarda ulusal merkez bankaları tarafından gerçekleştirilmektedir. Ancak olağandışı durumlarda, ECB Yönetim Konseyi doğrudan işlemlerle gerçekleştirilen ince ayar operasyonlarının ECB tarafından gerçekleştirilmesi hususuna karar verebilmektedir. Ayrıca bu işlem türünde sadece piyasada işlem gören varlıklar kabul edilmektedir (The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, Eylül 2006, s.16-17).

2.3.1.2.3. Borç Sertifikaları İhracı

ECB, Euro sistemin yapısal likidite durumunu finansal piyasalara göre ayarlamak amacıyla (piyasada likidite açığını ortaya çıkarmak veya mevcut açığı genişletmek amacıyla), borç sertifikaları ihraç edebilmektedir. ECB, sertifikaların el değiştirmesi üzerine herhangi bir sınırlama koyamaz. Sertifikalar en fazla 12 ay vadeli olmakta, ulusal merkez bankaları tarafından standart ihaleler yoluyla ihraç ve takas edilmektedir (The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, Eylül 2006, s.17).

2.3.1.2.4. Döviz Kuru Takasları

Döviz kuru takasları, yabancı para karşılığında Euro cinsinden yapılan spot ve forward işlemlerini kapsamaktadır. Bu işlemler ince ayar operasyonları kapsamında piyasadaki likidite durumunun yönetilmesi ve faiz oranlarının yönlendirilmesi amacıyla gerçekleştirilmektedir.

İşlemler, likidite sağlayıcı veya azaltıcı biçimde yapılabilmektedir. Ayrıca, işlemlerin standart bir sıklığı ve vadesi yoktur. Döviz kuru takasları gün içi ihale ve kotasyon yoluyla yerine getirilmektedir. Normal koşullarda, ulusal merkez bankaları tarafından gerçekleştirilmekte iken olağandışı koşullarda Yönetim Konseyi, işlemlerin ECB tarafından yerine getirilmesine karar verebilmektedir (The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, Eylül 2006, s.18).

2.3.1.2.5. Sabit Vadeli Depo Toplama İşlemleri

Sabit vadeli depo toplama işlemleri sadece ince ayar amaçlı olarak, piyasadan likidite çekmek amacıyla gerçekleştirilir. İşlemlerin yapılma sıklığı ve vadesi konusunda belirli standartlar bulunmamaktadır. Normal koşullarda, ulusal merkez bankaları tarafından kotasyon imkanı saklı kalmak koşuluyla gün içi ihaleler şeklinde gerçekleştirilmektedir. Ancak, olağandışı koşullarda Yönetim Konseyi, işlemlerin ECB tarafından yerine getirilmesine karar verebilmektedir (The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, Eylül 2006, s.19).

2.3.1.2. Destek İmkanları

2.3.1.2.1. Ek Borç Verme İmkanı

Eurosistem zorunlu karşılık sistemine dahil olan kuruluşlar, “ek borç verme imkanı” ile teminat karşılığında ilan edilmiş faiz oranı üzerinden ulusal merkez bankalarından gecelik vadede likidite elde edebilmektedirler. Bu imkanla kuruluşların geçici likidite ihtiyaçları giderilmek istenmektedir. Normal koşullar altında, ek borç verme faiz oranı gecelik piyasa faiz oranlarının tavan seviyesini oluşturmaktadır.

Ek borç verme imkanına ulaşım, Elektronik Fon Transferi (EFT) ve Elektronik Menkul Kıymet Transferi (EMKT) sistemlerinin açık olduğu günlerde gerçekleşmektedir.

Ulusal merkez bankalarının, ek borç verme imkanına yönelik talepleri aynı günde cevaplayabilmesi için katılımcıların, TARGET (Euro Bölgesi Gerçek Zamanlı Ulusal Toptan Ödeme Sistemi Ağı) ödeme sisteminin kapanışından sonra en fazla 30 dakika içinde talepte bulunmaları gerekmektedir. Kural olarak, TARGET sisteminin kapanış saati ECB saati ile 18:00'dir. Eurosistem'de zorunlu karşılık döneminin son iş gününde ek borç verme imkanı başvuru süresi 30 dakika daha uzatılmıştır. Ek borç verme imkanına yönelik talepte bulunulmasında herhangi bir sınırlama bulunmamakla birlikte, uygun nitelikte varlık teminat olarak bildirilmek

zorundadır (The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, Eylül 2006, s.20).

2.3.1.2.2. Depo İmkani

Eurosistem zorunlu karşılık sistemine dahil olan kuruluşlar, “Depo İmkani” ile gecelik vadede fon fazlalarını depo yapma imkanına sahiptirler. Normal koşullar altında, depo faiz oranı gecelik piyasa faiz oranlarının taban seviyesini oluşturur. Kuruluşlara depo olanağı karşılığında herhangi bir teminat verilmemektedir. Ek borç verme imkanına ulaşım için geçerli olan koşullar, depo imkanı için de geçerlidir (The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, Eylül 2006, s.21).

2.3.1.3. Minimum Rezerv Sistemi

ESCB Kanunu Madde 19/1'e göre ECB, üye ülkelerde faaliyet gösteren kredi kuruluşlarından ulusal merkez bankaları hesaplarında minimum rezerv tutmalarını istemektedir. Minimum rezerv oranı ve hukuksal yapı Yönetim Konseyi tarafından belirlenmektedir. Euro bölgesi için geçerli tek bir minimum rezerv sistemi uygulanmaktadır (The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, Eylül 2006, s.58).

Eurosistem minimum rezerv sistemi uygulaması ile;

- Piyasa faiz oranlarına istikrar sağlanmakta,
- Yapısal likidite açığının yaratılması ya da var olan likidite açığının genişletilmesi amaçlanmaktadır.

Minimum rezerv tutmakla yükümlü olanlar, üye devletlerde kurulmuş olan kredi kuruluşlarıdır. Ayrıca, merkezi Euro bölgesi içinde bulunmamakla birlikte şubesi Euro bölgesi içinde yer alan kuruluşlar minimum rezerv uygulamasına tabi iken, Euro bölgesinde kurulan kuruluşların Euro bölgesi dışındaki şubeleri söz konusu uygulamaya tabi tutulmamaktadır (The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, Eylül 2006, s.58).

Zorunlu rezervlere, Eurosystem temel fonlama operasyonlarında uygulanan faiz oranı ortalaması üzerinden faiz ödenmektedir. Fazla tutulan rezervlere faiz ödenmemektedir. Kazanılan faiz ilgili rezerv döneminin son gününü takip eden ikinci iş günü kuruluşlara ödenmektedir (BIS, 23 Nisan 2008,s.21-23).

ECB, Eurosystem minimum rezerv sisteminde yer alan kuruluşların listesini her ayın son iş günü yayınlamaktadır. ECB'nin yayınlamış olduğu liste iki ay sonra başlayacak rezerv dönemi için geçerli olmaktadır. Örneğin, şubat ayının sonunda yayınlanacak liste nisan ayında başlayacak rezerv dönemi için geçerli olmaktadır (The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, Eylül 2006, s.59).

Her bir kuruluşun tutması gereken minimum rezerv miktarı, kuruluşların rezerv tabanına bağlı olarak değişmektedir. Rezerv tabanı, kredi kuruluşunun bilançosundaki veriler esas alınarak hesaplanmaktadır. Kredi kuruluşları, ECB'nin para ve bankacılık istatistikleri raporlama genel çerçevesi doğrultusunda bilanço verilerini ulusal merkez bankalarına raporlamaktadırlar. Örneğin, şubat ayı sonundaki bilanço verileri, nisan ayında başlayacak rezerv dönemi için dikkate alınacak rezerv tabanın hesaplanmasında temel alınmaktadır. ECB'nin para ve bankacılık istatistikleri raporlama genel çerçevesi küçük kurumlar üzerinde ilave raporlama yükü getirdiğinden, küçük kredi kurumları bilanço verilerini üç ayda bir ulusal merkez bankalarına raporlamaktadır. Örneğin, mart sonu itibariyle bildirilen bilanço verileri haziran, temmuz ve ağustos dönemleri rezerv dönemleri için geçerli olmaktadır (The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, Eylül 2006, s.59).

TABLO 2.5. REZERV TABANINA ESAS TEŞKİL EDEN YÜKÜMLÜLÜKLER

A- Pozitif Rezerv Oranı Uygulanan Yükümlülükler
<i>Mevduat</i>
1- Gecelik mevduatlar
2- Vadesi iki yıla kadar olan mevduatlar
3- Vadesi iki yıla kadar olan ihbarlı mevduatlar
<i>İhraç Edilen Borçlanma Araçları</i>
1- Vadesi iki yıla kadar olan borçlanma araçları
B- Sıfır Rezerv Oranı Uygulanan Yükümlülükler
<i>Mevduat</i>
1- Vadesi iki yıldan uzun olan mevduatlar
2- Vadesi iki yıldan uzun olan ihbarlı mevduatlar
3- Repolar
<i>İhraç Edilen Borçlanma Araçları</i>
1- Vadesi iki yıldan uzun olan borçlanma araçları
C- Rezerv Tabanına Dahil Edilmeyen Yükümlülükler
1- Eurosystem rezerv sistemine dahil olan diğer kurumlarda tutulan yükümlülükler
2- ECB ve ulusal merkez bankalarında tutulan yükümlülükler

Kaynak: The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, Eylül 2006

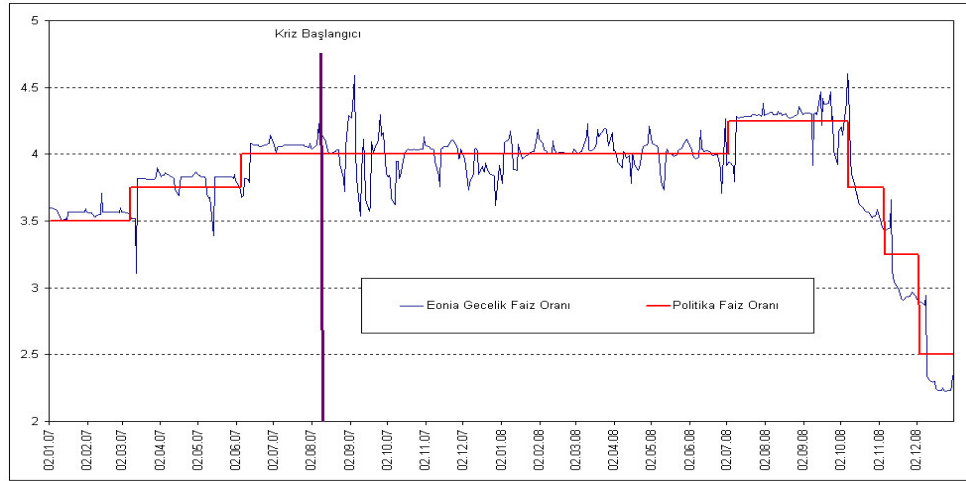
ECB'de yabancı ve yerli para için uygulanan rezerv oranı yüzde 2'dir. Rezerv dönemine ilişkin takvim, yıl başından en az üç ay önce kamuoyuna duyurulmaktadır. Rezerv dönemi ortalama olarak 4-5 hafta sürmektedir. ECB Yönetim Konseyi'nin toplantı tarihine bağlı olarak rezerv dönemi aydan aya farklılık gösterebilmektedir (BIS, 2008, s.21-23).

2.3.2. Eurosystem'de Olağandışı Durumlarda Uygulanan Para Politikası Araçları ve Likidite Yönetim Stratejileri

Ağustos 2007'de başlayan çalkantı sırasında Eurosystem'de uygulanan para politikası araçlarına bakıldığında araç değişikliği anlamında herhangi bir uygulamaya rastlanmamaktadır. Ancak, kullanılan araçların zamanlaması ve işlem hacmi bağlamında farklılıklar gözlemlenmiştir. Genel olarak bakıldığında Eurosystem'in operasyonel çerçevesinin sağlam olduğu ve olağandışı durumlarda herhangi bir yapısal değişikliğe gitmesine gerek olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Eurosystem'de para politikası duruşuna ilişkin karar veren organ Yönetim Konseyi iken, para politikası araçları aracılığıyla bu kararları uygulayan organ Yönetim Kurulu'dur. Dolayısıyla kısa vadeli faiz oranları ile politika faiz oranları arasında kısa vadede direkt bir etkileşim söz

konusu değildir. Rezerv döneminin ortasında Yönetim Konseyi olağanüstü toplanarak kısa vadeli faiz oranlarını değiştirse bile bu faiz oranı takip eden rezerv dönemi için geçerli olmaktadır. Yönetim Konseyi tarafından likidite yönetimine ilişkin alınan kararlar para politikası duruşunda bir değişiklik anlamına gelmemektedir. Para politikası kararları ile likidite yönetimine ilişkin kararları veren organlar arasında net bir ayrımın olmaması olağandışı koşullarda hem kısa vadeli faiz oranlarının çok daha fazla yükselmesine neden olabilmekte hem de para politikası duruşu hakkında piyasa oyuncularına yanlış sinyal verebilmektedir (ECB Monthly Bulletin,2008, s.89).

Normal koşullarda ECB'de borç verme ve borç alma faiz oranları bir koridor görevi görmekte ve gecelik faiz oranları bu koridor içerisinde dalgalanmaktadır. Ayrıca, kredi kuruluşlarının rezerv yükümlülüklerini aylık ortalama şeklinde tutabilme imkanı, bu kuruluşlara rezerv dönemi boyunca gerekli esnekliği sağladığından kısa vadeli faiz oranlarındaki dalgalanmanın önüne geçilebilmektedir. Rezerv döneminin son günü ise dengeli likidite koşullarına rezerv dönemi boyunca ne kadar ulaşıldığına bağlı olarak, gecelik faiz oranları o derece minimum talep oranına yakın gerçekleşmektedir (Grafik 2.5).



Grafik 2.5 : Politika Faiz Oranı ile EONIA⁹ Gecelik Faiz Oranının Karşılaştırılması

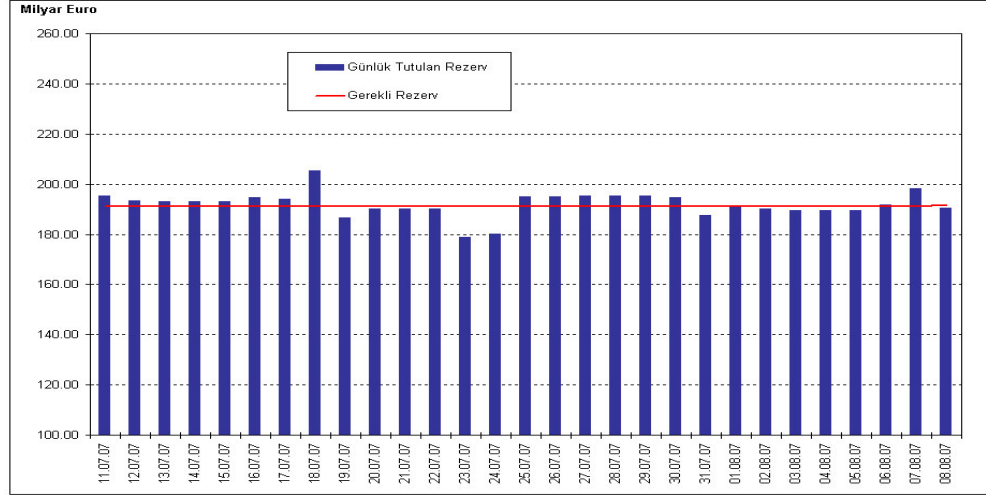
Kaynak: www.ecb.int/stats/monetary/res/html/index.en.html

⁹ EONIA (Gecelik vadeye endekslenen ortalama euro cinsi faiz oranı), Euro Bölgesine 43 katılımcı bankanın, bankalararası para piyasasında gecelik tüm teminatsız borç verme işlemlerinin ağırlıklı ortalaması olarak hesaplanmaktadır.

ECB'nin, haftalık vadede temel fonlama operasyonlarıyla bankacılık sistemine verdiği likidite miktarı genellikle "tahsis edilecek gösterge" olarak ilan ettiği miktara yakın gerçekleşmektedir. ECB, uzun vadeli fonlama operasyonları aracılığıyla bir haftadan daha uzun vadede likidite sağlamaktadır. Bu operasyonlarla piyasaya herhangi bir sinyal verme amacı güdülmemektedir. Dolayısıyla ihalelerde temel fonlama operasyonlarının aksine minimum talep oranını açıklamamaktadır.

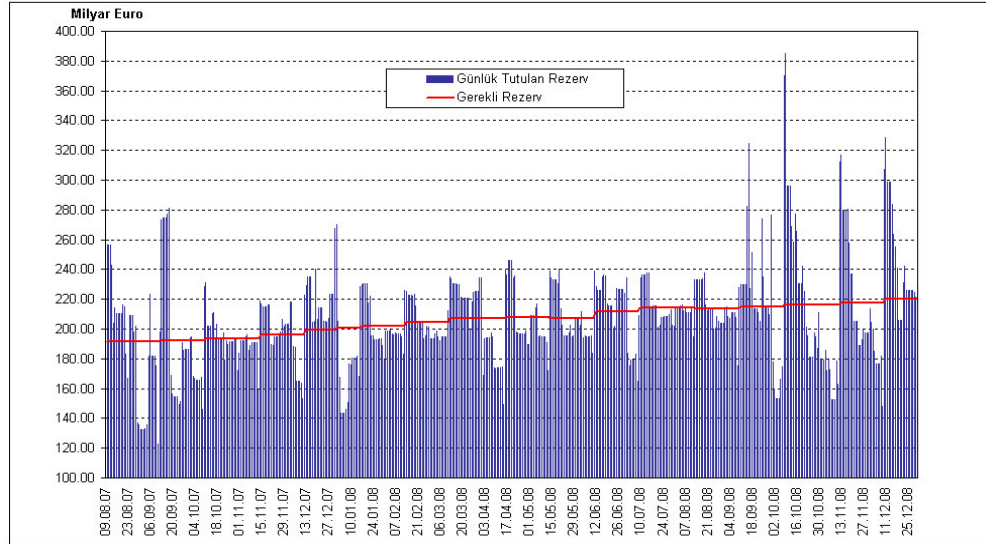
ECB'nin kriz sürecinde uyguladığı politikalar üç döneme ayrılarak incelenebilir. İlk dönem Ağustos 2007 'den Mart 2008'e, ikinci dönem Mart 2008'den Eylül 2008'e ve son dönem ise Eylül 2008'den Aralık 2008'e kadar olan süreçtir (González-Páramo, 2009).

Ağustos 2007'de başlayan ilk dönem boyunca, bankalar tarafından algılanan likidite riskinin Eurosystem'in likidite yönetiminde iki temel etkisi olmuştur. İlk olarak, bankalar gittikçe artan bir oranda Eurosystem'in sağladığı likiditeye bağımlı hale gelmiştir. Bunun sonucu olarak temel ve uzun vadeli fonlama operasyonlarında gerçekleşen faiz oranı aynı vadelerdeki EONIA takas oranlarıyla karşılaştırıldığında kayda değer bir şekilde yükselmiştir. İkinci olarak bankaların likidite talep şekillerinde değişiklik olmuştur. Kriz öncesi dönemde rezerv döneminin başında, ortasında ya da sonunda (yani herhangi bir günde) rezerv tutma konusundaki tercihlerinde farksız olan bankaların, kriz döneminde rezerv döneminin başlarında daha yüksek oranda rezerv tutma eğiliminde oldukları gözlenmiştir (Grafik 2.6. ve Grafik 2.7).



Grafik 2.6 : Normal Koşullarda Rezerv Gereğinin Gerçekleşme Durumu

Kaynak: www.ecb.int/stats/monetary/res/html/index.en.html



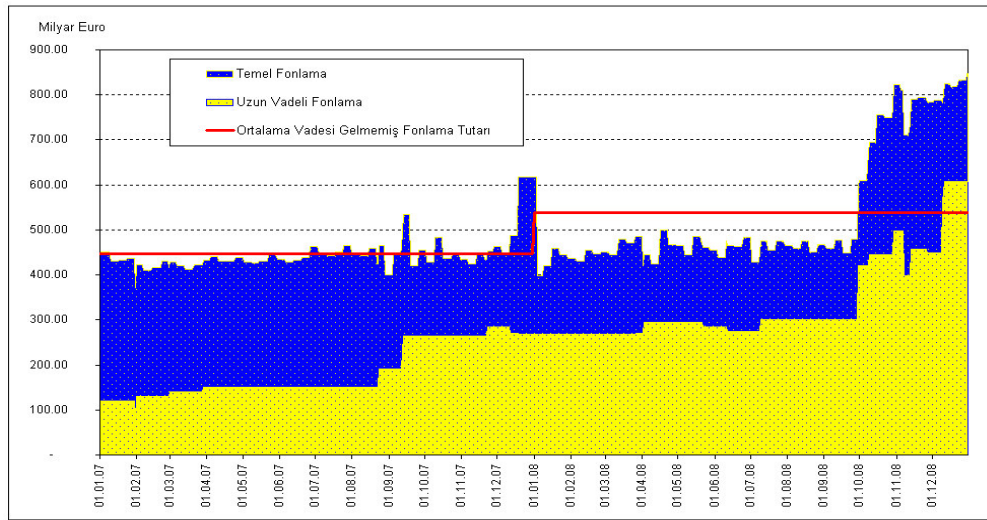
Grafik 2.7 : Finansal Çalkantı Boyunca Rezerv Gereğinin Gerçekleşme Durumu

Kaynak: www.ecb.int/stats/monetary/res/html/index.en.html

Bankaların likidite taleplerinde meydana gelen bu değişikliğe paralel olarak ECB'nin rezerv döneminin başlarında verdiği likidite miktarını artırdığı rezerv döneminin sonlarına doğru verdiği likidite miktarını azalttığı gözlenmiştir. Böylece ortalama olarak verdiği likidite miktarında bir değişme olmamıştır (Grafik 2.6). Daha teknik bir ifade ile ECB rezerv döneminin başlarında ön yükleme¹⁰ ile tahsis edilecek gösterge tutarından çok daha

¹⁰ Ön yükleme, rezerv döneminin başında tahsis edilecek gösterge miktarın çok üzerinde piyasaya likidite verilerek bir yükleme yapılması ve rezerv döneminin sonuna doğru verilen likidite miktarının azaltılması şeklinde tanımlanabilir.

fazla tutarda likidite sağlamıştır. Grafik 2.6'da bu durum açıkça görülmektedir. Zira 2007 yılı boyunca piyasaya verilen net vadesi gelmemiş (outstanding¹¹) tutar ortalama 441 milyar euro düzeyinde gerçekleşirken finansal çalkantının yaşandığı 8-11 Ağustos 2007 rezerv dönemi boyunca gerçekleşen vadesi gelmemiş tutar ise ortalama 449 milyar euro düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu dönemde dikkati çeken bir başka gelişme de ECB'nin temel fonlama operasyonları ile vermiş olduğu likidite miktarını azaltırken uzun vadeli operasyonlar ile vermiş olduğu likidite miktarını artırmış olmasıdır. Bu durum Grafik 2.8'de görülmektedir.

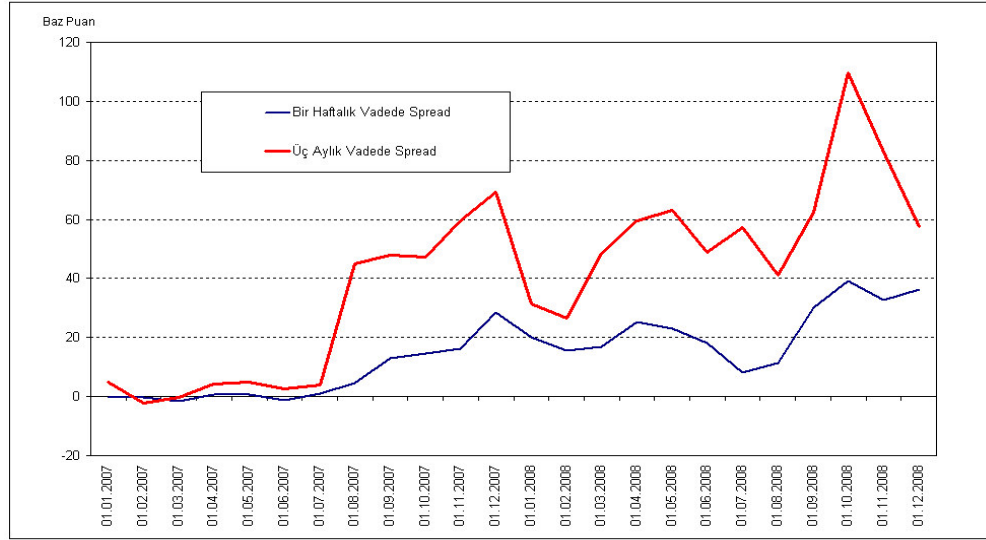


Grafik 2.8 : ECB'nin 2007 Yılında Gerçekleştirdiği Operasyonlarının Dağılımı

Kaynak: www.ecb.int/stats/monetary/res/html/index.en.html

Uzun vadeli likiditeye artan talebin bir sonucu olarak uzun vadeli fonlama operasyonları ağırlıklı ortalama faizi ile EONIA arasındaki farkın, temel fonlama operasyonları ağırlıklı ortalama faizi ile EONIA arasındaki farka göre oldukça yüksek olduğu gözlenmiştir (Grafik 2.9).

¹¹ Outstanding tutar, dönüşü gerçekleşmemiş yani vadesi dolmamış işlem tutarını ifade etmektedir.



Grafik 2.9 : ECB'nin 2007 Yılında Gerçekleştirdiği Temel ve Uzun Vadeli Fonlama Operasyonları ile Aynı Vadedeki Eonia Takas Oranları Arasındaki Farkın Karşılaştırılması

Kaynak: www.ecb.int/stats/monetary/res/html/index.en.html

ECB, kriz başlangıcında bankacılık sistemine likidite sağlarken;

- Normal koşullara nazaran daha sık ince ayar operasyonlarına başvurulmuştur. Bu operasyonlar hem likidite sağlamak hem likidite çekmek amacıyla kullanılmıştır.
- Açık piyasa işlemlerinin ortalama vadesi uzatılmıştır. Bu vade uzatma işlevi temelde ilave olarak yapılan uzun vadeli fonlama operasyonlarıyla gerçekleştirilmiştir¹². Grafik 2.8'de görüldüğü üzere, Ağustos 2007 sonu itibariyle artmaya başlayan vadesi gelmemiş uzun vadeli fonlama tutarı Eylül 2007'de kayda değer bir şekilde artmış ve sonraki önemli artış Ekim 2008'de gerçekleşmiştir. Bu operasyonlar sayesinde katılımcıların gelecek döneme ilişkin likidite ihtiyacı azalmıştır.
- Yapmış olduğu bazı ihalelerde gelen tekliflerin tamamını karşılayacak şekilde özel bir ihale prosedürü uygulamıştır.

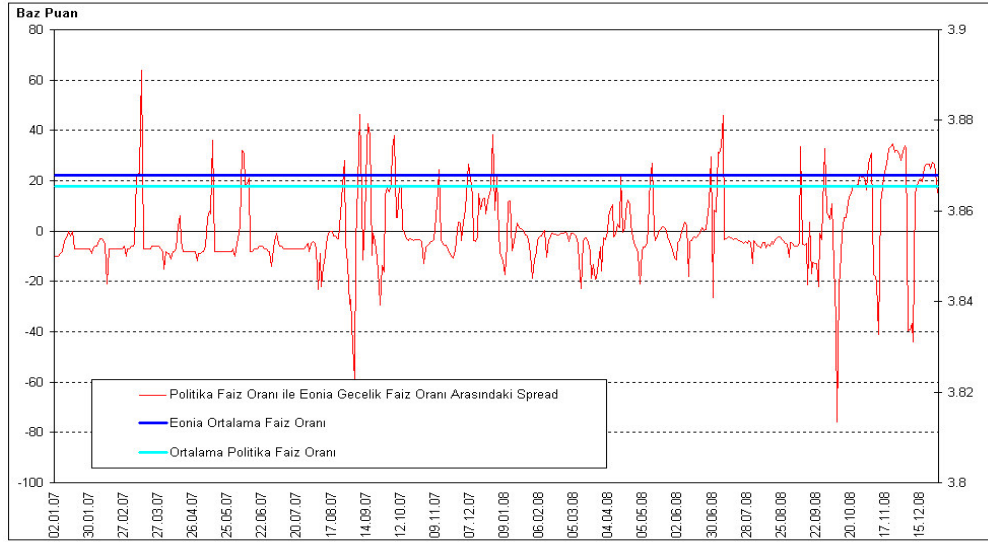
¹² Uzun vadeli fonlama operasyonları olağan koşullarda her ayın son Çarşamba günü yapılmaktadır.

- Uzun vadeli fonlama operasyonlarının bazılarında piyasaya vermeyi düşündüğü likidite miktarını ilan etmemiş böylece piyasanın ne kadar likiditeye ihtiyacı olduğunu saptamaya çalışmıştır.
- Yönetim Konseyi Ağustos ve Eylül 2007 aylarında düzenlenmiş olan iki adet “Uzun Vadeli Likidite Sağlama Operasyonun” vadelerinin yenilenmesine karar vermiştir.
- 19 Aralık 2007 tarihinde düzenlemiş olduğu temel fonlama operasyonunun vadesini standart olan bir haftadan iki haftaya uzatmaya karar vermiştir (Monthly Bulletin, 2008 s.96-104).

Bu önlemlerin hiçbirinde ECB, para politikası uygulamaları bağlamında yapısal bir değişikliğe gitmemiştir. Ayrıca bu dönemde ECB, likidite politikasına ilişkin ne yapmak istediğini piyasa ile paylaşarak ve yapmış olduğu faaliyetler konusunda kamuoyuna bilgi vererek etkili bir iletişim politikası sürdürmüştür.

Ayrıca, piyasalarda oluşan kısa vadeli likidite sıkışıklığını gidermek amacıyla 12 Aralık 2007 tarihinde FED , ECB, BOE, Kanada ve İsviçre Merkez Bankaları koordineli olarak piyasaya müdahale kararı almışlardır. Bu çerçevede, ECB Yönetim Konseyi FED ile ortak bir eylem düzenleyerek Euro Bölgesindeki finansal kuruluşlara ABD doları cinsi fon sağlamaya karar vermiştir. Euro bölgesinde “ABD doları Vadeli İhale” uygulamalarına bağlı olarak iki adet ABD doları fon sağlama operasyonu düzenlenmiştir. İhalelerde sağlanacak ABD doları (20 milyar ABD dolarına kadar) ECB'ye FED tarafından geçici swap hattı ile sağlanmıştır.

Grafik 2.9'da da görüldüğü gibi alınan bu önlemler sonrasında her ne kadar EONIA'nın oynaklık seviyesi normal zamanlara göre yüksek olsa da, ortalama olarak gerçekleştiği seviye minimum talep oranına yakın bir seviyede gerçekleşmiştir (Grafik 2.10).



Grafik 2.10 : Politika Faiz Oranı İle EONIA Gecelik Faiz Oranı Arasındaki Fark

Kaynak: www.ecb.int/stats/monetary/res/html/index.en.html

ECB'nin ilk dönem politika uygulamalarını, likidite yönetiminde operasyonel anlamda önlemler alınması, kamuoyuyla artarak sürdürülen iletişim politikası ve merkez bankaları arasında oluşturulan uluslararası koordinasyon çalışmalarına katılması şeklinde özetlemek mümkündür.

ECB'nin kriz sürecindeki politika uygulamaları açısından ikinci dönemin başlangıcı, Mart 2008'de FED'in desteğiyle JP Morgan tarafından Bear Stearns'ün kurtarılması operasyonudur. Bear Stearns'ün likidite sıkışıklığına girdiğini açıklamasının ardından FED, JP Morgan aracılığıyla şirkete 28 gün vadeli likidite sağlayarak son borç verme mercii görevini mevduat kuruluşu olmayan bir banka için kullanmıştır. Bu dönemde ECB, yurt içi bankalara euro likiditesi sağlamış ve Euro Bölgesindeki bankalara ABD doları sağlayabilmek için FED ile olan işbirliği çabalarını artırmıştır (González-Páramo, Ocak 2009). ECB, euro likiditesi sağlarken operasyonel anlamda vade değişikliğine gitmiştir. Fonlama operasyonlarında kısa vadeli işlem hacimleri azaltılırken uzun vadeli fonlama hacmi artırılmıştır. 28 Mart 2008 tarihinde, üç ay vadeli uzun vadeli fonlama operasyonlarının yanı sıra

altı ay vadeli ilave fonlama operasyonlarına başlayacağını duyuran ECB, bu operasyonlarla euro para piyasasının işlevinin normale dönmesini amaçladığını bildirmiştir (ECB, Basın Duyurusu, 28 Mart 2008). Bu operasyonun hayata geçmesiyle, ECB'nin fonlama operasyonlarının ortalama vade yapısı artmış ve fonlama operasyonlarındaki hacimsel büyüklük Grafik 2.8'de görüldüğü üzere temel fonlama operasyonlarından uzun vadeli fonlama operasyonlarına kaymıştır.

İkinci dönem boyunca ECB ve FED arasındaki swap hattının hacmi ve sıklığı artırılmış ve mevcut bir ay vadeli operasyonların yanı sıra üç ay vadeli ihalelerle ABD dolar likiditesi sağlanmıştır.

Eylül 2008'de Lehman Brothers'ın çökmesiyle finansal kriz daha kritik bir aşamaya girmiştir. Finansal krizin üçüncü döneminde ECB de almış olduğu önlemleri artırmıştır. ECB bu dönemde likidite operasyonlarının yanı sıra politika duruşunda da değişikliğe gitmiştir. Ağustos 2007'den itibaren pek çok merkez bankası politika faiz oranlarını indirme yoluna giderken ECB, politika duruşunu değiştirmemiştir. Bu dönemde faiz oranlarında yapmış olduğu indirim, krizin derinliğini göstermesi açısından önemlidir.

Bu dönemde ECB ihale prosedürlerinde de değişikliğe gitmiştir. Haftalık temel fonlama operasyonlarında değişken faizli ihale türünden sabit oranlı ve tam tahsisli ihale türüne geçmiştir. Ayrıca destek imkan uygulamasında 200 baz puan olan koridor genişliğini 100 baz puana indirmiştir¹³. Bu değişikliğin geçici bir uygulama olup ihtiyaç duyulduğu sürece uygulanacağını belirten ECB, 15 Ekim 2008 tarihli basın duyurusunda, Mart 2009'a kadar yapılacak uzun vadeli fonlama operasyonlarında da sabit oranlı ve tam tahsisli ihale prosedürüne geçildiği, teminat kapsamının genişletildiği ve euro karşılığı İsviçre frangı vermeyi taahhüt eden döviz swap ihalelerine başlayacağını duyurmuştur. Alınan tüm bu önlemler, para piyasalarındaki hem kısa vadede hem de uzun vadede oluşan tansiyonu düşürmeye yönelik olmuştur.

¹³ Bu değişiklik 18 Aralık 2008 tarihine kadar yürürlükte kalmıştır. Bu tarihten sonra koridor tekrar 200 baz puana çıkarılmıştır.

Eylül-Aralık 2008 döneminde de merkez bankalarının yayınladıkları ortak bildirimlerle piyasadaki güveni tahsis etmeye çalıştıkları gözlenmiştir

Eurosistem'in bu dönemde hem euro hem de diğer para cinslerinden artan likidite müdahaleleri ile euro bölgesindeki finansal aracılık faaliyetlerinin arttığı görülmektedir. Kriz öncesi dönemde para politikası duruşunu uygulamak için piyasaya sadece gerektiği kadar likidite veren ECB, kriz sonrası dönemde bozulan para piyasası fonksiyonları nedeniyle bankalar arasındaki likidite akışına aracılık eder hale gelmiştir (González-Páramo, Ocak 2009).

Ağustos 2007'de başlayan ve hala devam eden bu süreçte likidite yönetim stratejileri adına çıkarılacak bazı dersler mevcuttur. Merkez bankaları arasında para politikası uygulamaları anlamında tek bir yol olmadığı konusundaki genel kanaat bu krizle değişmeye başlamıştır. Kriz dönemlerinde merkez bankalarının uygulaması gereken temel operasyonel uygulamalar olduğu görülmektedir (González-Páramo, Ocak 2009). Kriz dönemlerinde bankalararası borç verme fonksiyonu bozulduğundan merkez bankalarının daha geniş sayıda katılımcının daha geniş kapsamlı teminat karşılığında kendisinden borç alabilmesinin önünü açması gerekmektedir. Likiditenin global dağılımında da sıkıntılar yaşandığı bu dönemlerde farklı para birimleri arasında kurulacak swap hatları faydalı olmaktadır. González-Páramo 16 Ocak 2009 tarihinde yaptığı konuşmada merkez bankaları arasında acil durumlarda kullanılacak destek swap hatlarından ve bu işlemlerde kabul edilecek teminatların yabancı para cinsi teminatlar şeklinde olabileceğinden bahsetmektedir.

2.4. İngiltere Merkez Bankası

İngiltere Merkez Bankası, 1694 yılında anonim şirket statüsünde hükümete kredi açmak amacıyla kurulmuştur. 1833 yılında çıkardığı banknotlar için yasal tedavül hakkını elde eden BOE, 1844 yılında çıkarılan yasa sonucu tüm diğer bankaların tedavüle çıkardıkları banknot miktarı sınırlandırılırken, ülkede banknot ihraç tekeline sahip olmuştur. 1854 yılında, çeşitli bankalar arasındaki borç ve alacakların BOE'de tutulan hesaplardan

takasına izin veren planın benimsenmesiyle BOE, “bankaların bankası” kimliğini elde ederek, gerçek bir merkez bankasına dönüşmüştür. BOE finansal kriz dönemlerinde (1873-1890) piyasaya zamanında yaptığı müdahaleyle yaşanan paniği önlemesi sonucunda, kamuoyunda prestijini artırmıştır. 1946 yılında çıkarılan BOE Kanunu ile getirilen yeni düzenlemeler çerçevesinde bankanın tüm sermayesi devlet tarafından sağlanmış ve bankanın başkan, başkan yardımcısı ve diğer altı üyesinin Krallık makamınca atanması genel bir kural olarak benimsenmiştir. Bu düzenlemelerle kamu yönetiminin banka üzerindeki denetim gücü ve nüfuzu da hızla artmıştır (Oktar, 1996, s.26-27). Banka 1997 yılında bağımsız bir statü kazanmıştır (BOE, Aralık 2008).

BOE'nin parasal ve finansal istikrarın sağlanması olmak üzere iki temel amacı bulunmaktadır. Parasal istikrar, fiyat istikrarının sağlanması ve ulusal paraya güvenin sürdürülmesi hedeflerini kapsamaktadır. BOE Kanunu Madde 11'e göre para politikasının amacı, fiyat istikrarını sağlamak ve buna bağlı olarak hükümetin büyüme ve istihdamı da içeren ekonomik politikalarını desteklemektir. BOE, 1992 yılında enflasyon hedeflemesine geçmiştir. Fiyat istikrarı, yüzde 2 enflasyon hedefinin (tüketici fiyat endeksi) tutturulması olarak tanımlanmaktadır. Bu, hükümetin enflasyon hedefidir. Hükümetin enflasyon hedefi her yıl, yıllık bütçe bildirisinde kamuoyuna duyurulur. Yıl sonunda gerçekleşen enflasyon, hedefin yüzde 1 altında ya da üzerinde olursa, BOE Başkanı Maliye Bakanına hedefin gerçekleşmemesinin nedenlerini ve tekrar hedefe ulaşmak için BOE'nin ne yapacağını içeren bir mektup yazmakla yükümlüdür.

Mayıs 1997'de yapılan düzenleme ile hükümet kısa vadeli faiz oranlarına karar vermede BOE'yi yetkilendirmiştir. 1998 yılında yapılan düzenleme ile BOE Kanunu, faiz oranlarının oluşturulmasında BOE'ye bağımsızlık sağlamıştır. Ancak olağanüstü durumlarda, sınırlı bir dönem için hükümetin BOE'ye faiz oranları konusunda direktif verme yetkisi vardır. BOE enflasyon hedefine ulaşmak için kısa vadeli faiz oranlarını kullanmaktadır. Faiz oranlarının seviyesine Para Politikası Kurulu (PPK) karar vermektedir. PPK, beşi BOE tarafından, dördü Maliye Bakanı tarafından atanan toplam dokuz üyeden oluşmaktadır. Ayrıca toplantılara oy hakkı olmaksızın

Hazineden bir temsilci de katılmaktadır. PPK ay boyunca BOE personelinden ekonomi konusunda kapsamlı brifing almaktadır. Ayrıca, Bankalar Birliğinden iş dünyası hakkında bilgi edinmektedir. PPK aylık olarak toplanmakta ve toplantı iki gün sürmektedir. Olağan durumlarda her ayın ilk pazartesi izleyen çarşamba ve perşembe günleri toplantı tarihleridir. Faiz kararları toplantının ikinci günü saat 12:00'de açıklanmaktadır (BOE, Para Politikası Çerçevesi).

BOE, para piyasalarındaki operasyonları ile, PPK'nın aldığı faiz kararlarını uygulamak, piyasadaki likidite ihtiyacına cevap vermek ve tüm bankacılık sisteminin istikrara kavuşmasını sağlamak gibi amaçları gerçekleştirmektedir.

Temel olarak dört hedefi bulunmaktadır :

1. Gecelik vadede faiz oranlarının BOE'nin politika faizleri ile uyumlu hareket etmesi ve yatay bir verim eğrisi oluşması. Bir sonraki PPK toplantısına kadar geçen süre içinde piyasada faizlerin mümkün olduğunca az dalgalanma göstermesi,
2. Normal ve olağandışı hallerde işleyen etkin, güvenilir ve esnek bir bankacılık sistemi likidite yönetim stratejisi,
3. Basit, kolay anlaşılabilir ve şeffaf bir operasyonel çerçeve,
4. Rekabetçi ve adil işleyen sterlin para piyasası (Redbook, 2008).

2.4.1. Para Politikası Araçları

2.4.1.1. Açık Piyasa İşlemleri

BOE, API üyesi olarak, rezerv sistemine dahil olan bankaları, kredi ve mevduat kuruluşlarını (building society) ve Mali Hizmetler ve Piyasalar Yasasıyla sterlin piyasalarında aktif aracı olarak yetkilendirilen diğer banka, kredi ve mevduat kuruluşlarını kabul etmektedir. Ayrıca, bir bankacılık grubuna üye olan ama grubun lideri olmayan ve grubun liderinden teminat mektubu getirmiş bir grup üyesi ile, BOE ile işlem yapma yeterliliğine ve

kapasitesine sahip ve BOE'nin rekabetçi ve adil işleyen sterlin para piyasasına ulaşma amacıyla tutarlı hareket eden kurumlar da API'ye taraf olabilmektedir. BOE, API'yi piyasaya yeterli miktarda likidite sağlamak için kullanmaktadır. API, kısa vadeli repo, uzun vadeli repo ve doğrudan alım işlemlerinden oluşmaktadır. Rutin açık piyasa işlemleri takvimi her yıl yayınlanmaktadır. Eylül 2007 itibarıyla API işlemlerine katılan otuz iki üye bulunmaktadır (Redbook, 2008, s.13-14).

2.4.1.1.1. Kısa Vadeli API

BOE, normal koşullarda perşembe günleri haftalık vadede kısa vadeli API'yi yürütür. İşlemler, sabit oranlı operasyonlarla politika faiz oranından gerçekleşmektedir. Haftalık vadeli API'nin hacmi, emisyon ve diğer otonom faktörlerdeki değişikliklere göre farklılık göstermektedir. PPK'nın faiz kararı alacağı gün, kısa vadeli repo operasyonunda yeni faiz oranının kullanılmasını teminen işlemler saat 12:15'te diğer günler saat 10:00'da aynı gün valörlü gerçekleştirilmektedir. BOE, karşılık tutma döneminin son günü rezerv sistemine üye olan tüm kuruluşların taahhüt ettikleri hedefleri tutturabilmeleri için gecelik vadede ince-ayar açık piyasa operasyonu da düzenlemektedir. Bu operasyonun minimum limiti 50 milyon sterlidir. BOE, aynı gün valörlü bu işlemle, politika faiz oranından ya likidite çekmekte ya da likidite vermektedir. Bir API katılımcısının ihale ile alabileceği maksimum tutar ihale ile verilen tutarın sabit bir oranını geçmemektedir. Mevcut durumda ise bu oran ihalenin yüzde 40'ı olarak belirlenmiştir (Redbook, 2008, s.21-22).

2.4.1.1.2. Uzun Vadeli API

BOE uzun vadeli repo işlemlerini, aylık olarak, genellikle ay ortasında, salı günleri, üç, altı, dokuz ya da on iki ay vadeli ve çoklu fiyat ihalesi ile düzenlemektedir. İşlemler ertesi gün valörlü gerçekleştirilmektedir. Bir API katılımcısının ihale ile alabileceği maksimum tutar ihale ile verilen tutarın sabit bir oranını geçmemektedir. Mevcut durumda ise bu oran ihalenin yüzde 40'ı olarak belirlenmiştir (Redbook, 2008, s.22). Kriz durumlarında API ile ek likidite verilmesi söz konusudur.

2.4.1.1.3. Doğrudan Alım İşlemleri

BOE, geleneksel 'gilts'leri (Birleşik Krallık hükümeti tarafından ihraç edilen sabit oranlı kıymetler) satın almak yoluyla da uzun vadeli finansman sağlamaktadır. Ayrıca, yabancı para birimi cinsinden yüksek kaliteli bonoların satın alınması yoluyla da uzun vadeli finansman sağlanmaktadır (Redbook, 2008, s.23).

Gilt ihaleleri genellikle PPK tutanaklarının ilanını takip eden pazartesi günü saat 14:15 ila 16:15 arasında düzenlenmektedir. Aralık ayı dışında ihaleler her ay yapılmaktadır. Çoklu fiyat ihalesi ile düzenlenen işlemler T+1'de gerçekleşmektedir. Gilts ihalelerine tüm API katılımcıları teklif verebilmektedir. BOE, giltsleri satın alırken her bir vade grubundan en az bir kıymeti satın almaktadır. Mevcut uygulamada her bir vade grubundan iki kıymeti satın almaktadır (Redbook, 2008, s.23-24). Doğrudan alımla, vadesi 21 yıldan uzun ve 3 yıldan kısa olmayan geleneksel olarak ihraç edilmiş ve piyasadaki hacmi 4 milyar sterlinden az olmayan kıymetler satın alınmaktadır (Redbook, 2008, s.28).

2.4.1.2. Destek İmkanlar

BOE, rezerv sistemi üyelerinin rezerv hedeflerini tutturabilmelerine yardımcı olabilmek için bu üyelere gecelik vadede depo ve borçlanma imkanları sağlamaktadır. Ayrıca BOE'de nakit oran hesabı tutan diğer banka, kredi ve mevduat kuruluşları da borç alma ve verme olanaklarından yararlanabilmektedir. BOE, uygun gördüğü tüm kuruluşlarla sözleşme imzalayarak bu imkanlardan faydalanmalarını sağlamak istemektedir. Çünkü piyasada stresin arttığı zamanlarda bu imkanlara birçok kuruluşun erişim imkanının olmasının İngiltere'deki bankacılık sisteminin güçlenmesine katkıda bulunacağı düşünülmektedir. Bu imkanlara bir bankacılık grubu¹⁴ içinden sadece bir üyenin katılmasına izin verilmektedir. Kuruluşlar bu imkanlara İngiltere'deki ya da Avrupa ekonomik bölgesindeki herhangi bir

¹⁴ Bir bankanın ortağı ya da iştiraki olan bütün bankalar ve kuruluşların toplamı bir grup olarak adlandırılmaktadır.

şubelerinden ulaşabilmektedir. BOE kendisine üye olan kuruluşların listesini yayınlamaktadır (Redbook, 2008, s.13-14).

Destek imkanlardan yararlanma hakkına sahip olan üyeler, rezerv tutma döneminin son günü politika faiz oranının 25 baz puan altında depo verme olanağından ve 25 baz puan üstünde borç alma olanağından yararlanabilmektedirler. Rezerv döneminin kalan döneminde ise üyeler bu imkandan yararlanmak isterlerse politika faiz oranının 100 baz puan altında ya da üstünde bir faiz ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Depo verilirken herhangi bir teminat söz konusu değilken, borç alma söz konusu olduğunda katılımcıların uygun teminat getirmeleri gerekmektedir. Katılımcılar bu olanaktan tüm gün ve sınırsız bir şekilde yararlanma hakkına sahiptirler (Redbook, 2008, s.25-26).

Kriz durumlarında BOE borç alma/verme bandını (sıfır genişliğe indirmek de dahil) daraltabilmektedir. Politika faiz oranı, rezerv döneminin son günü 25 baz puanın diğer günler için 100 baz puanın altında ise depo alma faiz oranı negatif faizi engellemek amacıyla sıfır bandı ile sınırlandırılmıştır. Politika faiz oranı rezerv döneminin son günü 25 baz puanın, diğer günler için 100 baz puanın altında ise borç faiz oranı negatif faizi engellemek amacıyla sıfır bandı ile sınırlandırılmıştır. Borç vermeye uygulanacak faiz oranı ise politika faiz oranı rezerv döneminin son günü 25 baz puanın diğer günler için 100 baz puanın altında ise politika faiz oranının iki katıdır ve negatif faizi engellemek amacıyla sıfır ile sınırlandırılmıştır.

Eylül 2007 itibarıyla, bilanço büyüklüğü bakımından İngiltere bankacılık sisteminin yüzde 95'i bu olanaktan yararlanabilmektedir. Elli sekiz üyesi mevcuttur.

2.4.1.3. Rezerv Sistemi

Katılımcılarının her bir rezerv döneminde ne kadar rezerv tutacaklarını serbestçe belirledikleri zorunluluk değil gönüllülük esasına dayalı bir sistemdir. BOE'nin açık piyasa işlemlerinde olduğu gibi rezerv tutma dönemleri de önceden yıllık olarak açıklanmaktadır. Rezerv tutma

dönemi, PPK kararının açıklandığı günden başlayıp, bir sonraki toplantı karar gününün bir gün öncesinde bitmektedir. Rezerv sistemi üyeleri, rezervlerini ortalama olarak, kendi belirledikleri hedefin yüzde +/- 1 içinde tutmakla yükümlüdürler (Redbook, 2008, s.15).

BOE, rezerv dönemi sonunda ortalama olarak rezerv tutan sistem üyelerine, politika faiz oranından faiz ödemektedir. Ancak, sistem üyeleri rezerv dönemi sonunda ortalama olarak tutmaları gereken tutarın yüzde 1 altında ya da üstünde kalmaları durumunda cezai faiz ödemek zorunda kalmaktadırlar. Söz konusu eksik/fazla rezervler, politika faiz oranı üzerinden cezalandırılır ve kuruluşun elde ettiği faiz gelirinden bu ceza düşülerek kuruluşa ödeme yapılır. Mutabakat bankaları ise rezerv döneminin herhangi bir gününde eksiye düşerse politika faiz oranının iki katı oranında bir faizle cezalandırılır ve ertesi iş günündeki hesabından bu faiz tutarı düşürülmektedir. BOE, sistem üyelerinin performansını takip etmekte ve fazla ya da eksik rezerv tutan katılımcılardan gerekli açıklamaları talep etmektedir (Redbook, 2008, s.17).

Sistem üyeleri, rezerv hedefini belirli bir bant içinde (minimum 0 maksimum katılımcıların Sterlin cinsi yükümlülüklerinin yüzde 2'si ya da 1.000.000.000 Sterlinden yüksek olanı) kalmak şartıyla 10 milyon Sterlin ve katları şeklinde serbestçe belirleyebilmektedirler. Belirlenen rezerv hedefinin üyelerin, nakit akışlarındaki belirsizliğin büyüklüğüne bağlı olarak, diğer rezerv döneminde değiştirilmesi mümkündür. BOE, rezerv talebinin çok yüksek olacağını düşünüyorsa bireysel bazda üyeler ve toplam rezerv için bir üst tavan belirleyebilmektedir. EMKT ve EFT üyesi mutabakat bankaları, ödemeler sistemindeki rolleri gereği, rezerv sistemine otomatik olarak katılmakta ve rezervlerini gerçek zamanlı mutabakat hesaplarında tutmaktadırlar. BOE kanunu ile Merkez Bankası nezdinde nakit oran hesabı tutmakla yükümlü olan bazı banka, kredi ve mevduat kuruluşlarının¹⁵ nemalandırılmış rezervlere erişimi bulunmaktadır. Bir bankacılık grubu içinde grupça belirlenen sadece bir kuruluş rezerv sistemine dahil olabilmekte ve

¹⁵ 2000 yılındaki Mali Hizmetler ve Piyasalar yasasına göre ortalama Sterlin yükümlülükleri (temel olarak mevduat) 500 milyon sterlinin altında bulunan kurumların nakit oran mevduatı tutması gerekmemektedir. Bunun dışındaki bankalar ve kredi ve mevduat kuruluşlarının BOE nezdinde faizsiz mevduat tutma yükümlülüğü bulunmaktadır.

bütün grup adına rezerv tutabilmektedir. Rezerv üyesi bir kuruluş rezervlerine İngiltere'den ya da Avrupa ekonomik bölgesine dahil herhangi bir şubesinden erişebilmektedir. BOE'ye üye olan kuruluşlar birbiriyle kıyaslandığında mutabakat bankalarının sayı olarak en az katılımcıya sahip olmakla birlikte BOE'nin borçlanma olanaklarına erişim açısından en fazla imkana sahip olan grup olduğu görülmektedir. Mutabakat bankalarının tümü aynı zamanda rezerv sistemine de üyedir. Rezerv sistemine üye olanlar aynı zamanda destek imkanlara erişim hakkına sahiptir. Destek imkanlardan yararlananlar, sayısı en fazla olan katılımcı grubudur. Ancak bir katılımcı, bu gruplardan hiçbirine dahil olmamakla birlikte API'ye taraf olabilmektedir (Redbook, 2008, s.15-17).

Eylül 2007 itibarıyla, bilanço büyüklüğü bakımından İngiltere bankacılık sisteminin yüzde 90'ı bu olanaktan yararlanabilmektedir. Kırk bir üyesi mevcuttur.

2.4.2. Ağustos 2007 Çalkantısında BOE'nin Likidite Yönetimi

Ağustos 2007'de başlayan ve halen süren finansal çalkantı boyunca BOE de diğer ülke merkez bankaları gibi çeşitli önlemler almıştır. Genel olarak bakıldığında piyasaya verilen likidite miktarının artırıldığı, rezerv sisteminde esnekliklere gidildiği, vadeli fonlamanın artırıldığı, teminat kapsamının genişletildiği ve politika duruşunda gevşemeye gidildiği görülmektedir.

BOE, 5 Eylül 2007 tarihinde yapmış olduğu duyuruda, BOE'de rezerv tutan bankaların yeni rezerv döneminde (6 Eylül-3 Ekim) de normal sürece paralel olarak rezerv hedeflerini serbestçe belirleyebileceklerini ve yeni dönem için toplam rezerv hedefinin yüzde 6 artırılarak 16.560 milyon sterlinden 17.630 milyon sterline yükseltildiğini açıklamıştır. Rezerv dengesindeki bu artışın gecelik borçlanma faiz oranlarındaki baskıyı hafifleteceğini, ancak devam eden dönemde de faiz oranlarındaki artış politika faiz oranının çok üstüne çıkarsa 13 Eylül 2007 tarihinde yapacağı açık piyasa operasyonu çerçevesinde toplam rezerv hedefinin yüzde 25'ine (4,4 milyar Sterlin) kadar ek likidite sağlayacağını duyurmuştur

(BOE, Bildiri, 5 Eylül 2007). 13 Eylül 2007 tarihinde, gecelik faiz oranlarının görece olarak hala yüksek olduğunu belirterek haftalık olarak düzenlediği açık piyasa operasyonu ile normal miktara ek olarak 4,4 milyar sterlin piyasaya verdiğini ve rezerv sistem üyelerinin rezerv dönemi sonunda ortalama olarak tutmaları gereken bandın yüzde 1'den yüzde 37,5'e yükseltildiğini duyurmuştur (BOE, Bildiri, 13 Eylül 2007). Bu değişiklik ile yeni rezerv döneminde, sistem üyelerinin rezerv dönemi sonunda ortalama olarak tutmaları gereken tutarın yüzde 37,5 altında ya da üstünde kalmaları durumunda cezai faiz ödemek zorunda kalacak olmaları sistem üyelerine likidite yönetimleri açısından büyük bir esneklik sağlamıştır. 20 Eylül 2007'de ise sistem üyelerinin rezerv dönemi sonunda ortalama olarak tutmaları gereken bandın yüzde 37,5'ten yüzde 60'a yükseltildiği açıklanmıştır (BOE, Bildiri, 20 Eylül 2007). Tutulması gereken rezerv bandı bu tarihten sonra piyasa koşullarına göre pek çok kere değişikliğe uğramıştır.

BOE, 18 Eylül 2007 tarihinde olağandışı işlemlerle iki gün vadeli 4,4 milyar sterlin ek likidite sağlamıştır. BOE piyasalarda artan tansiyonu düşürmek amacıyla 19 Eylül 2007 tarihinde, uzun vadeli fonlama operasyonlarına ilave olarak ilki 26 Eylül 2007'de olmak üzere art arda dört hafta boyunca üç ay vadeli fonlama yapacağını duyurmuştur. Bu ihalelere rezerv sistemine üye olan ve destek imkanlardan yararlanma hakkına sahip olan banka ve kredi ve mevduat kuruluşları katılabilmektedir. Her bir katılımcının maksimum teklif sayısı beş ile sınırlandırılmıştır. Bu ihalelerde kabul edilen teminat kapsamı da genişletilmiştir (BOE, Bildiri, 21 Eylül 2007).

Bu dönemde yaşanan önemli bir gelişme de Northern Rock bankasına yönelik yapılan operasyondur. Northern Rock bankası güçlü portföyüne karşılık yükümlülük tarafını daha çok kısa vadeli borçlarla finanse ettiğinden finansal çalkantı döneminde kısa vadeli faiz oranlarındaki artış bankanın finansman gücüne girmesine neden olmuştur. Bu çerçevede BOE, Northern Rock bankasına, nihai kredi mercii fonksiyonu çerçevesinde, bankanın geçici likidite sorunları ile karşı karşıya olduğunu göz önünde bulundurarak, teminat karşılığında yaklaşık 25 milyar sterlin tutarında acil likidite desteği sağlamıştır. Söz konusu kredi, nihai kredi mercii fonksiyonu çerçevesinde sağlanması nedeniyle, olağan açık piyasa işlemlerinden daha

uzun vadede, 3 aylık bir vade dilimi için açılmıştır (Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2007). Verilen acil likidite desteği, yasal çerçeve gereği kamuoyuna duyurulmuştur. Ancak bu duyuru, bankadan mevduat çekilişlerini hızlandırmıştır. Bu durumun önüne geçebilmek amacıyla bankadaki mevduatlara 21 Eylül 2007 tarihinde devlet güvencesi getirilmiş 9 Ekim 2007 ve 18 Aralık 2007 tarihlerinde ise getirilen güvencenin kapsamı genişletilmiştir. Milne ve Wood (2008), bankacılık krizlerini önlemede mevduat güvencesinin etkili olduğunu savunmaktadırlar. 17 Şubat 2008 tarihinde ise İngiltere Hazinesi, Northern Rock'ın geçici süreyle kamulaştırıldığını açıklamıştır.

BOE, kriz döneminde geleneksel yöntemlerin yanı sıra geleneksel ama sık kullanmadığı araçlara ve geleneksel olmayan araçlara da başvurmuştur. BOE geleneksel olarak faiz oranını para politikası aracı olarak kullanmaktadır. Ancak bozulan bankacılık sistemi bu aracın etkinliğini azaltmaktadır. Bu yüzden BOE, operasyonel destek imkanlar, özel likidite planı ve iskonto penceresi gibi yeni para politikası araçlarını uygulamaya başlamıştır.

King (20 Ocak 2009) ve Blanchflower (29 Ocak 2009) yapmış oldukları konuşmalarda geleneksel olmayan bazı politika araçlarının uygulanmaya başlayacağından bahsetmektedirler. Bu araçlar kullanılarak bir takım kıymetlerin satın alınması yoluna gidilecektir. Bu satın almalar yoluyla bankaların tutmuş oldukları rezerv miktarının artırılması, firmalara sunulan kredi imkanının genişletilmesi, bozulan kredi piyasasının canlandırılması ve likiditesinin artırılması amaçlanmaktadır (King, 20 Ocak 2009). Blanchflower (29 Ocak 2009), bu araçlar kullanılarak izlenecek politikayı gevşek kredi politikası olarak adlandırmaktadır.

2.4.2.1. Özel Likidite Planı

21 Nisan 2008 tarihinde BOE, FED'teki TSLF uygulamasına benzer bir programı yürürlüğe koymuştur. Bu program çerçevesinde, BOE bankaların yüksek kredi derecesine sahip ipoteğe dayalı ve diğer menkul

kıymetlerini Birleşik Krallık Hazine kıymetleri ile değişim imkanı sunmaktadır (BOE, Basın Duyurusu, 2008).

BOE'nin destek imkanlarından yararlanma hakkına sahip banka ve kredi ve mevduat kuruluşları bu olanaktan yararlanabilmektedir. Banka ve kredi-mevduat kuruluşlarının ellerindeki kıymetler karşılığı para piyasalarından borçlanamamaları sonucu BOE, likit olmayan bu kıymetleri Hazine kıymetleri ile değişim imkanı getirmiştir. Varlık değişimi boyunca bankalar üç ay vadeli Libor ile üç ay vadeli gilt reposu faiz oranı arasındaki fark kadar bir ücret ödemekle yükümlüdürler. Aradaki farkın yirmi baz puandan küçük olması durumunda ücret 20 baz puan olmaktadır. Hazinenin Borç Yönetim Ofisi tarafından BOE'ye gerekli Hazine kıymetleri sağlanmaktadır. Bankaların yeni yükümlülüklerini finanse etmek için bu olanağı kullanmalarını engellemek amacıyla sadece 2007 yıl sonunda bilançolarında bulunan kıymetlerin ilk yıl için yüzde 100'ü, ikinci yıl için üçte ikisi ve üçüncü yıl için ise biri program kapsamında değiştirilebilmektedir. Ayrıca bankalar değişim programında getirdikleri kıymetlerin değerinde bir düşme olması durumunda ilave kıymet getirmekle ve getirilen kıymetlerin kredi notunun düşürülmesi sonucu bu kıymetleri daha yüksek kaliteye sahip kıymetlerle değiştirmekle yükümlüdürler. Değişim işleminin vadesi dolduğunda likit olmayan varlıklar bankalara geri dönmektedir. Böylece BOE, kredi riskini taşımamakta kredi riski bankaların üzerinde kalmaktadır.

2.4.2.2. Teminat Kapsamının Artırılması

BOE, Ekim 2008'de teminat kapsamını genişletme kararı almıştır. Katılımcıların BOE'den daha rahat borçlanabilmelerini teminen yapılan bu değişiklik uzun vadeli sterlin cinsi repoları, bir hafta vadeli dolar cinsi repoları ve özel likidite planı kapsamındaki teminatları içermektedir (BOE, Piyasa Bildirisi, 8 Ekim 2008).

2.4.2.3. Operasyonel Destek İmkanlar

BOE, 20 Ekim 2008 tarihinde iki yeni uygulamaya geçmiştir. Bu uygulamalardan biri mevcut destek imkanların yerini alacak olan operasyonel

destek imkanlar uygulamasıdır. Yeni operasyonel destek imkanlar aracılığıyla gecelik piyasa faiz oranlarının politika faiz oranı seviyesinde gerçekleşmesinin sağlanması amaçlanmaktadır.

Mevcut destek imkanlardan yararlanma hakkına sahip tüm katılımcılar bu imkandan da yararlanabilmektedir. Mevcut uygulamadan farklı olarak operasyonel destek imkanlara uygulanacak faiz oranı, tüm rezerv dönemi boyunca politika faiz oranının 25 baz puan aşağısı ya da yukarısidir. Yani destek imkanların fırsat maliyeti düşürülmüştür. Ayrıca bir rezerv dönemi boyunca kullanılan imkanların her birinin vadesi ve günlük toplam ortalaması takip eden rezerv döneminin üçüncü çarşambası açıklanmaktadır. Sonuç olarak BOE, günlük rezerv verilerinin yayınlanmasını askıya almış ve operasyonel destek imkanlara ve rezerv sistemine erişmek için anlaşma imzalayan kuruluşların listesini yayınlamayı durdurmuştur (BOE, Piyasa Bildirisi, 20 Ekim 2008). Bu değişiklikle destek imkanların damga etkisi ortadan kaldırılmaya çalışılmıştır.

2.4.2.4. İskonto Penceresi Uygulaması

İskonto penceresi uygulamasına başlanmasındaki amaç, bankacılık sistemine likidite sigortası sağlanmasıdır. Bankada nakit oran mevduatı tutmakla yükümlü bulunan banka ve mevduat-kredi kuruluşları bu imkandan yararlanabilmektedir. Bu çerçevede giltsler, uygun teminatlar karşılığı borç verilmektedir. Olağan dışı koşullarda BOE, uygun teminatlar karşılığı nakit sterlin de borç verebilmektedir. BOE, operasyonel destek imkanlardan borç alınmak üzere bu olanağın kullanılmasına izin vermemekte ancak, açık piyasa işlemlerine teminat olmak üzere bu imkanın kullanılmasına izin vermektedir. BOE, bu imkanın sürekli bir likidite kaynağı olarak görülmesini istememektedir. İşlemin vadesi, normal koşullarda 30 gündür. Bu sürenin sonunda BOE'nin de uygun görmesi haline borç yenilenebilmektedir. Bu olanakta kullanılmak üzere dört seviye teminat belirlenmiştir. Her bir seviye için farklı bir ücretlendirme ve iskonto uygulaması mevcuttur (BOE, Piyasa Bildirisi, 20 Ekim 2008).

2.5. Son Krizin Anatomisi

2000 yılının sonlarında dünya ekonomilerinde yavaşlama belirtilerinin ortaya çıkması ile birlikte, başta ABD olmak üzere Avrupa ve Japonya merkez bankaları, uyguladıkları para politikalarında önemli bir gevşemeye giderek faiz oranlarını düşürmüşlerdir. Bu dönemde izlenen gevşek para politikaları, bir yandan varlık fiyatlarında şişme yaratırken, diğer yandan bankaların kısa vadeli ve düşük faizle borçlanarak, başta konut kredisi olmak üzere uzun vadeli kredi plasmanı yapmalarını teşvik etmiştir (Yılmaz, 27 Aralık 2008).

ABD'de 1990'lı yılların sonlarından itibaren özellikle 2001-2005 yılları arasında faiz oranlarının düşük ve risk alma iştahının yüksekliği nedeniyle konut kredileri piyasasında hızlı bir genişleme yaşanmıştır. Aynı dönemde, eşik altı ipotek kredilerinde de artış kaydedilmiştir. ABD'de en riskli müşterilere kullandırılan ipotekli krediler eşik altı olarak tanımlanmaktadır. Dolayısıyla, eşik altı ipotek kredilerinin, temerrüde düşme olasılığı diğer kredilere göre daha yüksektir. Bu risk, özellikle bu tür kredilerin büyük kısmını oluşturan değişken faizli eşik altı ipotek kredi müşterileri için daha da fazladır. 2004 yılı ortalarından itibaren faiz oranlarının yükselmeye başlaması, özellikle değişken faizli eşik altı kredi kullananların durumunda bozulmaya yol açmıştır. Aynı dönemde konut fiyatlarının düşüyor olması da zor duruma düşen müşterilerin konutlarını satıp borçlarını kapatma olasılığını azaltmıştır (Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2007, s.3).

Kredi derecelendirme kuruluşları, eşik altı ipotek kredilerine dayalı olarak çıkartılmış çok sayıda menkul kıymetin kredi derecesini 2007 yılı Haziran ayından itibaren düşürmeye başlamışlardır. 2007 yılının ikinci yarısında krize dönüşen bu süreçte ipotekli konut kredilerinin geri ödemelerinde yaşanan aksaklıklar sistemin tamamını olumsuz etkilemiştir. Bankalar, kredi alacaklarını menkul kıymetleştirme yoluyla yatırım aracı haline çevirdikleri için ve ipotekli konut finansmanı piyasalarının sadece kredi veren ile kredi kullanan arasındaki kredi ilişkisine bağlı bir piyasa olmamasından ötürü tüm finansal sistemin artan faizler karşısında dalgalanma dönemine girmesi kaçınılmaz olmuştur.

2007 yılının ikinci yarısı boyunca, ABD’de eşik altı ipotek kredilerinin performansında görülen bozulma, yapılandırılmış finansal ürünlere karşı bir güven kaybına yol açmış ve ipotek kredileri destekli varlığa dayalı kıymetlerin yeniden fiyatlandırılması problemini gün yüzüne çıkarmıştır. Bankacılık sektörünü olumsuz etkileyen asıl durum, kısa vadeli ABCP piyasalarında yaşanmıştır. ABCP’nin hacminde Temmuz 2007’nin sonundan itibaren ciddi bir düşüş söz konusu olmuştur. 31 Temmuz 2007 tarihinde ABD İpoteğe Dayalı Konut Yatırım Ortaklığı yükümlülüklerini yerine getiremediğini beyan etmiş ve 6 Ağustos’ta iflasını açıklamıştır. 9 Ağustos’ta Fransız BNP Paribas yapılandırılmış ürünlerini değerleyemediğine vurgu yaparak üç yatırım fonunun faaliyetini durdurmuştur. Tüm bu gelişmeler, eşik altı ipotek kredilerine ve yapılandırılmış finansal ürünlere ilişkin zararların ne olduğu konusundaki belirsizliği ve dolayısıyla kredi riskini artırmış ve sonuç olarak ticari bankalar ve diğer para piyasası yatırımcıları likidite yönetimi konusunda oldukça ihtiyatlı bir tutum takınmışlardır.

Bankaların takınmış olduğu bu ihtiyati tutum, merkez bankası rezervlerine taleplerini daha az esnek ve oynak hale getirmiştir. Sonuç olarak, Ağustos 2007 başlarında ABD ve Euro Bölgesi bankalar arası faiz oranlarında yukarı yönlü bir baskı oluşmuştur. Ayrıca Euro Bölgesi ile ABD arasındaki zaman dilimi farklılıkları nedeniyle Euro Bölgesinde gün içinde ABD dolarına olan talepte geniş dalgalanmalar yaşanmıştır. Söz konusu bu zaman dilimi uyumsuzluğu Euro Bölgesinde ABD doları gecelik bankalar arası faiz oranları üzerindeki yukarı yönlü baskıyı daha da artırmıştır.

Para piyasasındaki çalkantılar birkaç dalga halinde meydana gelmiştir. İlk dalga Ağustos 2007’de başlamış Eylül 2007 sonu itibariyle atlatılmış ama yıl sonu fonlama ihtiyaçları nedeniyle, Kasım 2007’den itibaren para piyasasında ikinci bir dalga oluşmuştur. Para piyasasındaki üçüncü dalga ise Mart 2008 başlarında ortaya çıkmıştır. Bu dalgada ise büyük finansal kurumların aktif değerlerindeki azalma, zararlarının tahmin edilenden yüksek çıkacağı ve kredi derecelendirme kuruluşları tarafından kredi notlarının aşağı yönlü revize edileceği beklentileri etkili olmuştur. Para piyasasındaki dördüncü dalga ise Eylül 2008’de başlamıştır.

Piyasalardaki güven kaybının etkisiyle, finans kuruluşlarının pozisyonlarını kapatarak nakde dönmeye çalışmaları kredi koşullarında sert bir sıkılaşmaya neden olmuştur. Eylül 2008'de ABD'nin önde gelen yatırım bankalarından Lehman Brothers'ın iflas başvurusu, her finans kuruluşunun iflasın eşiğine gelebileceğini ve hatta iflas edebileceğini göstermiştir (Yılmaz, 27 Aralık 2008).

2007 yılının ikinci yarısında ortaya çıkan krizle mücadele stratejilerinde gelişmiş ülkelerin, likidite desteğine ilave olarak özellikle 2008 yılının ikinci yarısından itibaren kapsamlı tedbirlere yöneldiği görülmektedir. Bu tedbirlerden ilki, ülke hazineleri tarafından finansal kuruluşlara sermaye enjeksiyonunu öngören acil yardım paketlerinin uygulamaya konması, ikincisi borçlanma piyasalarındaki aksaklıkların ve güvensizlik sorununun giderilmesi amacıyla, değişen derecelerde olmak üzere finansal kuruluşların yükümlülüklerine devlet garantisi getirilmesi, üçüncü tedbir ise maliye ve para politikalarının gevşetilmesidir (Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2008). Gelişmiş ülkelerde bankacılık sistemini kurtarmak için alınan önlemler Tablo 2.6.'da gösterilmektedir. Aralık 2008 sonu itibarıyla çeşitli ülkelerce krizi önlemeye yönelik alınan önlemler ise Tablo 2.7.'de yer almaktadır.

TABLO 2.6. GELİŞMİŞ ÜLKELERİN BANKALARI KURTARMA PLANLARININ UNSURLARI

Ülke	Mevduat Güvencesinin Artırılması	Tüm Yükümlülüklerle Garanti Getirilmesi		Sermaye Enjeksiyonu	Varlık Satın Alma
		Yeni Borç	Eski Borç		
Avustralya	+	+	+		+
Avusturya	+	+		+	
Belçika	+	+			
Kanada		+			+
Danimarka	+	+	+		
Finlandiya	+				
Fransa		+		+	
Almanya	+	+		+	+
Yunanistan	+	+		+	
İrlanda	+	+	+		
İtalya		+		+	
Hollanda	+	+		+	
Yeni Zelanda	+				
Norveç					+
Portekiz	+	+			
İspanya	+	+		+	+
İsveç	+	+		+	
İsviçre				+	+
İngiltere	+	+		+	
ABD	+	+		+	+

Kaynak: BIS, Quarterly Review, Aralık 2008

TABLO 2.7. KRİZ KARŞISINDA ALINAN ÖNLEMLER

	ABD	ECB	Almanya	Arjantin	Avustralya	Brezilya	Çek Cumhuriyeti	Çin	Endonezya	Fransa	Güney Kore	İngiltere	İsviçre	İtalya	İzlanda	Japonya	Macaristan	Meksika	Rusya	Türkiye
Likidite desteği	+	+	#	+	+	+	+	+	#	+	+	+	+	#	+	+	+	+	+	+
Faiz indirimleri	+	+	#	+	+	+	+	+	#	+	+	+	+	#	+	+	+	+	+	+
Yurtiçi piyasalarda likidite imkenine ilişkin düzenlemeler	+	+	#	+	+	+	+	+	#	+	+	+	+	#	+	+	+	+	+	+
Yabancı para swap işlemleri başlatılması ya da artırılması	+	+	#		+	+			+	#	+	+	+	#	+	+		+	+	+
Teminat Sıkılaşmaları	+	+	+		+					+	+	+	+	+	+	+				
Banka borçlarına tam kapsamlı garanti	+	+	+		+				+	+	+	+	+	+	+	+				+
Likit olmayan varlıkların doğrudan ya da dolaylı şekilde alım	+	+	+		+													+		
Sermaye enjeksiyonu	+	+	+						+		+	+	+	+	+	+				+
Kamulaştırma	+	*																		
Açığa satışlara getirilen kısıtlama	+		+		+				+	+	+	+	+	+	+	+				+
Mevduat güvencesinin artırılması	+	+	+		+		+		+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	*
IMF ile Standby anlaşması															+		+			
(+) Uygulanmış ya da uygulanmakta olan önlemleri göstermektedir.																				
(*) Önemliye ilişkin niyet belirtilmiştir.																				
(#) ECB kararı geçerlidir.																				

Kaynak: Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2008

2.5.1. Merkez Bankaları Müdahaleleri

Walter Bagehot'un bir likidite krizi ile karşılaşıldığında yapılmasını önerdiği şey "yüksek fiyattan, iyi teminat karşılığı serbestçe borç vermek" şeklindedir (Chailloux, Gray, Klüh ve diğerleri, 2008, s.7). Ağustos 2007'de başlayan finansal krizin ilk dönemlerinde merkez bankalarının bu geleneksel tavsiyeye göre hareket ettikleri görülmektedir.

Merkez bankaları, bankalararası para piyasasında ortaya çıkan bu bunalımı aşmak amacıyla çeşitli piyasa operasyonlarıyla tepki vermiştir. Aşağıdaki Tablo 2.8.'de merkez bankalarının operasyonel anlamda ne gibi değişikliklere gittiği görülmektedir.

TABLO 2.8. FİNANSAL ÇALKANTI DÖNEMİNDE ALINAN ÖNLEMLER(*)

	AU	CA	EA	JP	CH	GB	US
Olağan dışı ince ayar operasyonları	+	+	+	+	+	+	+
Olağan dışı uzun vadeli APİ	+	+	+	+	+	+	+
Rezerv dönemi başlarında ön yükleme yapılması	.	.	+	-	+	-	-
Rezerv gereksinimi ve hedeflerinde değişiklik	.	.	-	-	-	+	-
Destek imkanlarda değişiklik	-	-	-	-	-	-	+
Teminatların genişletilmesi	+	+			+	+	+
Katılımcı portföyünün genişletilmesi	-	-	-	-	-	+	+
Menkul kıymet borç verme programının genişletilmesi ya da bu programa geçilmesi	-	-	-	-	-	+	+
AU: Avustralya, CA: Kanada, EA: Euro bölgesi, JP: Japonya, CH: İsviçre, GB: İngiltere, US: ABD							
(*) Nisan 2008 sonu itibarıyla							
(+) uygulandı, (-) uygulanmadı, (.) mevcut değil							

Kaynak: CGFS Papers

Merkez bankaları almış oldukları önlemlerle; kısa vadeli faiz oranlarının politika faiz oranlarına yakın bir seviyede gerçekleşmesine çalışmışlar; vadeli para piyasalarında ve repo piyasalarında artan tansiyonu düşürmeyi hedeflemişler; merkez bankaları başlangıçta piyasa gelişmelerini koordineli takip ederek ve iletişimlerini güçlendirerek daha sonrada koordineli ortak eylem planları hazırlayarak birlikte hareket etme çabalarını artırmışlar; likidite yönetiminde daha proaktif, yenilikçi ve işbirlikçi olabilme amacına paralel olarak bazı merkez bankaları para politikası duruşunda ayarlamalara gitmişlerdir (CGFS Papers, s.5). Ayrıca, merkez bankaları yeni para politikası araçları uygulamaya koyarak ve ülke Hazineleleriyle ortak programlar hazırlayarak kredi piyasalarını canlandırmayı hedeflemişlerdir.

Merkez bankaları, kısa vadeli faiz oranlarının politika faiz oranlarına yakın bir seviyede gerçekleşmesine yönelik aldıkları önlemlerinin yanı sıra vadeli para piyasası faiz oranları üzerindeki baskıyı hafifletmek için hem dolaylı hem de doğrudan girişimlerde bulunmuşlardır. Merkez bankaları finansal kuruluşlara gecelik vadede yeterli düzeyde fon arz ederek bu kurumların uzun vadede birbirlerine borç vermelerini özendirme çabaları ve

destek imkanlarının cazibesini artırmaya çalışması vadeli para piyasası faiz oranları üzerindeki baskıyı hafifletmeye yönelik dolaylı girişimleridir. Ayrıca, doğrudan piyasa operasyonları aracılığıyla da vadeli fon sağlanması amaçlanmıştır. Örneğin, ECB Ağustos 2007'de ilave üç aylık fonlama operasyonları düzenlemeye başlamış ayrıca Mart 2008 çalkantısının üçüncü dalgasında Nisan ve Temmuz'da düzenlenecek iki ayrı altı aylık finansman sağlayacağını duyurmuştur. İsviçre Merkez Bankası ise 13 Eylül 2007 tarihinde ilk kez üç aylık repo gerçekleştirmiş ve devam eden aylarda ihtiyaç duyulması halinde diğer vadeli işlemleri sunacağını bildirmiştir. Avustralya, Japonya, ABD ve İngiltere merkez bankaları ise mevcut uzun vadeli operasyonlarının hacimlerini genişletmişlerdir. Ayrıca, FED'in TAF operasyonları da bu kapsamda yürürlüğe konulmuş olan yeni bir uygulamadır (CGFS Papers, s.6)

Önemli bir tamamlayıcı gelişme de bazı merkez bankalarının geçici ya da sürekli olarak teminata kabul edilecek kıymet portföyünü ve katılımcı yelpazesini genişletmeleri olmuştur. Örneğin, Kanada Merkez Bankası Ağustos 2007'de yapacağı operasyonlara geçici olarak destek imkanlara kabul ettiği teminatları kabul edeceğini bildirmiş ve Aralık 2007 ve 2008'in başında gerçekleştirdiği vadeli repo operasyonları için mevcut teminat kapsamını genişletme yoluna gitmiştir. Avustralya Merkez Bankası ise Eylül 2007'den itibaren düzenli repo işlemlerine kabul ettiği teminat kapsamını genişletirken, gecelik vadedeki repo işlemleri için katılımcı yelpazesini genişletmiştir. Eylül ve Ekim 2007'de İngiltere Merkez Bankası ise olağan operasyonlarının dışında piyasaya dört adet üç aylık vadede fon arz etmiş ve bu operasyonlara kabul ettiği katılımcı ve teminat kapsamını genişletmiştir. Bu önlemler dışında finansal sektörün daha geniş kapsamda likiditeye ulaşmasını sağlamak için de ilave önlemler alınmıştır. FED, Mart 2008 ortasında piyasa yapıcılara iki yeni olanak sunmuştur. Birinci olanak olan TSLF kapsamında, piyasa yapıcılara ABD Hazine kağıdı niteliğinde olan krediler sunulmuştur. API'ye teminat olarak kabul edilen kıymetlere ilave olarak kamu garantörlüğü dışında kalan AAA/Aaa dereceye sahip kuruluşlarca ihraç edilmiş olan ipoteğe dayalı kıymetler, ticari ipoteğe dayalı kıymetler, devlet desteğine sahip ipotek kuruluşları garantörlüğünde ihraç

edilen ipoteğe dayalı kıymetler ve diğer varlığa dayalı menkul kıymetler TSLF uygulamasında teminat olarak kabul edilmiştir. İkinci olanak olan PDCF kapsamında, piyasa yapıcılara ilave likidite imkanı sunularak piyasa yapıcılarının fon bulma sıkıntısının giderilmesi amaçlanmıştır. Gecelik vadede ve tüm piyasa yapıcılara sağlanmakta olan bu imkanda açık piyasa işlemlerinde kabul edilen teminatlara ilave olarak yatırım derecelendirme şirketlerince ve belediyelerce ihraç edilen kıymetlerin, ipoteğe dayalı kıymetlerin ve son olarak varlığa dayalı kıymetlerin teminat olarak kabul edilmesi kararlaştırılmıştır. Bu kapsamda Nisan 2008 tarihinde, İngiltere Merkez Bankası da “özel likidite planı” açıklamıştır. Bu plan çerçevesinde bankalara, ellerinde bulundurdukları yüksek kaliteye sahip ama likit olmayan kıymetleri İngiltere Hazine kağıtları ile değiştirme imkanı sunulmuştur.

Finansal piyasalarda yaşanan söz konusu çalkantı merkez bankalarının piyasa operasyonlarının teknik boyutlarını ve piyasa gelişmelerinin daha detaylı bir şekilde tartışmaları için uygun bir zemin hazırlamıştır. Karşılıklı yürütülen fikir alış verişi ikili olabildiği gibi pek çok merkez bankasının da katıldığı toplantılar şeklinde de gerçekleşmiştir. Bununla birlikte, merkez bankalarının daha somut anlamda ortak eylemde buldukları da görülmektedir. Bu anlamda ilk girişim, 12 Aralık 2007 tarihinde, Kanada, Avrupa, İsviçre, Amerika ve İngiltere merkez bankalarının ortak yayınlamış oldukları bildiridir. Bu bildiride, vadeli fon sağlamak için merkez bankalarının hangi önlemleri alacağı yer almaktadır. Somut bir eylemde bulunmamış olsalar da Japonya ve İsveç merkez bankaları da alınan önlemlere desteklerini göstermek için bildiriye katılmışlardır. Bu bildiride dikkat çeken diğer bir gelişme ise FED ile Avrupa ve İsviçre merkez bankaları arasında dolar likiditesi sağlanması amacıyla bir swap hattının kurulmuş olmasıdır. Kurulan swap hattı aracılığıyla zaman dilimi farklılıklarından kaynaklanan sıkıntıların önlenmesi ve FED'in TAF operasyonlarını tamamlayıcı nitelikte olması amaçlanmıştır. Bir merkez bankası, ya kendi rezervlerini kullanarak, ya piyasadan borç aldığı döviz kullanarak ya da başka bir merkez bankasından borç aldığı döviz kullanarak piyasaya döviz arz etmektedir. Son yaşanan krizde merkez bankalarının

daha çok birinci ve üçüncü yöntemi kullandıkları göze çarpmaktadır (BIS, Quarterly Review, Aralık 2008, s.14).

Aralık bildirisini yayımlayan merkez bankaları ikinci bildirimlerini 11 Mart 2008 tarihinde yayımlamışlardır. Bu bildiri ile Aralık ayında kurulan swap hattının hem hacmi artırılmış hem de süresi uzatılmıştır (CGFS Papers, s.8). Ayrıca 18 Eylül 2008 tarihli bildirimlerinde swap hattı hacminin 180 milyar ABD dolarına artırıldığı, 24 Eylül 2008 tarihinde ise Avustralya, Danimarka, Norveç ve İsveç merkez bankaları ile swap hattı kurulduğu duyurulmuştur. Devam eden süreçte piyasadaki tansiyon arttıkça swap hattının hacmi artırılarak ortak bildirimler yayımlanmaya devam etmiştir. 28 Ekim 2008 tarihinde Yeni Zelanda ile 29 Ekim 2008 tarihinde Brezilya, Meksika, Kore ve Singapur merkez bankaları ile swap hattı oluşturulmuştur (FED, Basın Duyurusu, 28 Ekim 2008). Ayrıca ABD doları cinsinden kurulan bu swap hatlarının dışında başka para birimleri cinsinden de swap hatları kurulmuştur. Kurulan swap hatları Tablo 2.9.'da yer almaktadır.

TABLO 2.9. MERKEZ BANKALARI ARASINDA KURULAN SWAP HATLARI (21 KASIM 2008 İTİBARIYLA)

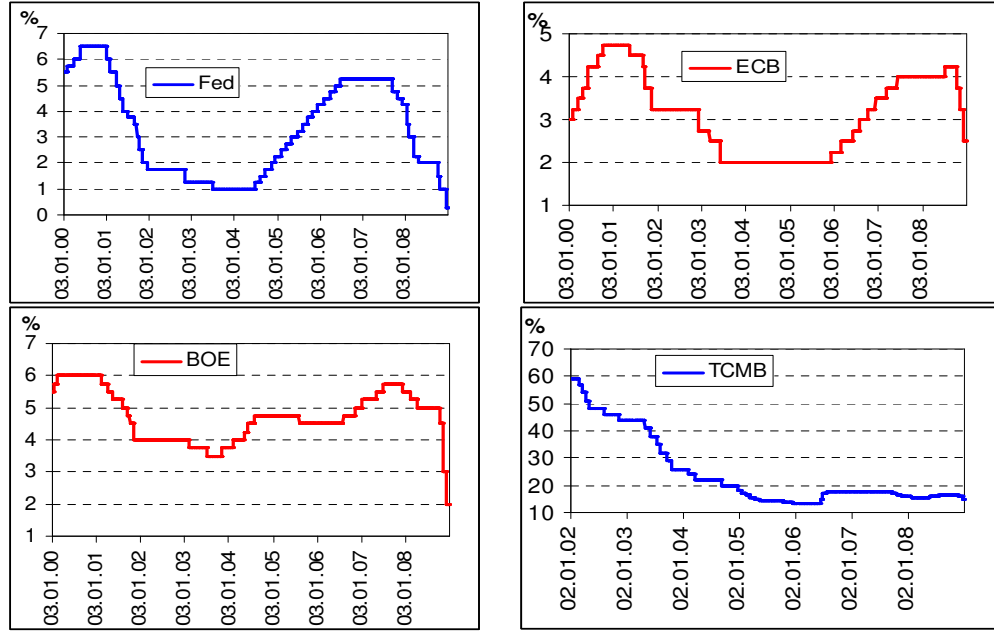
Katılımcılar	Başlangıç Tarihi
Fed'in ABD doları sağladığı Swap Hatları	
İsviçre Merkez Bankası	12 Aralık 2007
ECB	12 Aralık 2007
İngiltere Merkez Bankası	18 Eylül 2008
Japonya Merkez Bankası	18 Eylül 2008
Kanada Merkez Bankası	18 Eylül 2008
Avustralya Merkez Bankası	24 Eylül 2008
İsveç Merkez Bankası	24 Eylül 2008
Danimarka Merkez Bankası	24 Eylül 2008
Norveç Merkez Bankası	24 Eylül 2008
Yeni Zelanda Merkez Bankası	29 Ekim 2008
Brezilya Merkez Bankası	29 Ekim 2008
Meksika Merkez Bankası	29 Ekim 2008
Kore Merkez Bankası	29 Ekim 2008
Singapur Merkez Bankası	29 Ekim 2008
İsviçre'nin İsviçre frangı sağladığı Swap Hatları	
ECB	15 Ekim 2008
Polonya Merkez Bankası	07 Kasım 2008
ECB'nin euro sağladığı Swap Hatları	
Macaristan Merkez Bankası	16 Ekim 2008
Danimarka Merkez Bankası	27 Ekim 2008
Polonya Merkez Bankası	21 Kasım 2008
Kuzey Avrupa Merkez Bankalarının euro sağladığı Swap Hatları	
İzlanda Merkez Bankası	16 Mayıs 2008

Kaynak: BIS, Quarterly Review, Aralık 2008

Ağustos 2007'de başlayan finansal çalkantı döneminde yapılan uzun vadeli operasyonlar piyasa faiz oranlarını etkilemek amacıyla gerçekleştirilmiştir. Ancak, bu operasyonlarda hedeflenen politika duruşu hakkında bir sinyal vermek değil, bozulan finansal piyasalardaki likidite eksikliğini gidermek olmuştur. Birkaç merkez bankası Aralık 2007 ortasından itibaren koordineli olarak bu çabaları kuvvetlendirmiştir (Chailloux, Gray, Klüh ve diğerleri, 2008, s.29). Merkez bankaları vadeli operasyonlarını artırırken para politikası duruşu hakkında yanlış algılamayı önlemek için oldukça dikkatli davranmışlardır. Gerek operasyonel önlemlerle gerekse iletişim politikası ile yanlış algılamayı bertaraf etmeye çalışmışlardır. İlk olarak, vadeli finansmandaki sıkıntının getiri eğrisi üzerindeki olumsuz etkisi vadeli operasyonlarla giderilmeye çalışılmıştır. TAF gibi bazı operasyonlarda minimum talep oranı belirlenmiş olsa da fiyat, esas olarak ihaleler aracılığıyla piyasa tarafından belirlenmiştir. Merkez bankaları başlangıçta rezerv paranın genişlemesinden ziyade bilançolarındaki varlıkları yeniden yapılandırma yoluna gitmişlerdir. Orta vadeli borç vermenin payı artırılırken, ya kısa vadeli borç verme azaltılmış ya da Hazine kıymetlerinin doğrudan alımı azaltılmıştır. İkinci olarak, merkez bankaları açık iletişim politikası aracılığıyla niyetlerinin politika duruşu hakkında bir sinyal vermek olmadığını amaçlarının bozulan finansal piyasaları iyileştirmek ve kısa vadeli faiz oranlarının hedeflenen faiz oranı düzeyine çekmek olduğunu belirtmişlerdir.

Finansal çalkantı döneminde merkez bankalarının politika duruşları ile likidite yönetimleri arasındaki çizgiyi korumaya çalıştıkları görülmektedir. Örneğin, ECB ekonomik görünümündeki artan belirsizlik nedeniyle krizin başlangıcında politika faiz oranlarında herhangi bir değişikliğe gitmezken, FED, 17 Ağustos 2007 tarihinde yaptığı açıklamada büyümede aşağı yönlü risklerin arttığını vurgulamış ve Eylül ayındaki toplantısında faiz oranlarını 50 baz puan indirmiştir. Takip eden aylarda da politika faiz oranlarını indirmeye devam etmiştir. Bununla birlikte ortak eylem planına katılan diğer merkez bankalarından Avustralya Merkez Bankası finansal piyasada yaşanan çalkantıya rağmen para politikasında bir gevşemeye gitmemiş aksine krizin başlarında politika faiz oranlarını artırmaya devam etmiştir. Ancak finansal piyasalar ile reel ekonomi arasında derinleşen etkileşimin etkisiyle, finansal

piyasalarda başlayan bozulma ekonomilerin durgunluğa girmelerine yol açmış ve merkez bankaları kredi piyasalarını ve dolayısıyla ekonomiyi canlandırmak amacıyla para politikasını 2008 yılında gevşetme yoluna gitmişlerdir (Chailloux, Gray, Klüh ve diğerleri, 2008, s.29-34). 8 Ekim 2008 tarihinde derinleşen güven krizini durdurmak amacıyla aralarında FED, ECB ve BOE'nin de yer aldığı altı merkez bankası ilk kez faiz oranlarını koordineli olarak 50 baz puan indirme yoluna gitmişlerdir. Grafik 2.11.'de merkez bankaları politika faiz oranlarının gelişimi yer almaktadır.



Grafik 2.11 : Politika Faiz Oranları Gelişimi

Kaynak: Bloomberg

2.5.2. Merkez Bankalarının Müdahaleleri Konusunda Öneriler

Merkez bankalarının çalkantı döneminde yaşamış olduğu deneyimlerden hareketle merkez bankalarına birtakım öneriler oluşturmak mümkündür.

2.5.2.1. Likidite Yönetimi

Merkez bankaları çalkantı döneminde iki önemli zorlukla karşı karşıya kalmışlardır. Birinci zorluk, merkez bankası fonlarına olan toplam talebin tahmin edilmesinde ikincisi ise verilen geniş miktarlı kredinin merkez

bankasının politika hedefi ile tutarlı bir arz olup olmadığı konusunda yaşanmıştır.

Merkez bankaları piyasaya yeterli miktarda likidite vererek ya da piyasadan gerekli likiditeyi çekerek günlük likidite yönetimlerini gerçekleştirmektedir. Olağan zamanlarda, piyasaya verilecek ya da piyasadan çekilecek likiditenin miktarı konusunda merkez bankaları makul öngörülerde bulunabilmektedir. Ancak olağan dışı zamanlarda talebin miktarı konusunda tam bir bilgiye sahip olamamaktadırlar. Uygulamada pek çok merkez bankası likidite öngörülerini otonom faktörlere göre şekillendirmektedir. Ancak olağan dışı zamanlarda bankaların merkez bankasında tutmak zorunda oldukları rezervin tahmini de önemli hale gelmektedir. Kriz durumlarında piyasaya ihtiyacından az likidite sunmak fazla likidite sunmaktan daha kötü sonuçlar doğurabilmektedir. Piyasaya verilen fazla likiditenin olası olumsuz sonuçlarını bertaraf etmek için merkez bankaları depo alma şeklinde destek imkanını kullanabilirler. Zorunlu karşılık uygulamasında sağlanan esneklikler de piyasaya sunulan fazla likiditenin olumsuz etkilerini ortadan kaldıracaktır (Chailloux, Gray, Klüh ve diğerleri, 2008, s.10).

Merkez bankalarının kriz dönemlerinde gecelik faiz oranları üzerinde daha sıkı bir şekilde kontrolü sürdürmesi için gerekli önlemleri alarak bankalar arası para piyasasını desteklemesi hatta gerekirse bankalar arası para piyasasının fonksiyonlarını geçici bir süre için üstlenmesi gerekebilmektedir. Bu doğrultuda operasyon sıklığının artırılması (günde birkaç defa), politika faiz oranı etrafında oluşturulmuş bir koridor uygulaması mevcut ise bu koridorun daraltılması ve zorunlu karşılık uygulaması çerçevesinde tutulan mevduatlara politika faiz oranı üzerinden faiz ödenerek kısa vadeli faiz oranları üzerinde istikrar sağlanması yoluna gidilebilir. Zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi, bankaların merkez bankasında yeterli miktarda rezerv tutmaya sevk edeceğinden kriz dönemlerinde bankaların likidite yönetimlerini kolaylaştıracaktır. BOE'nin rezerv modeli, kriz döneminde sunmuş olduğu esnekliklerden dolayı diğer ülke merkez bankalarınınca model olarak alınabilir (Chailloux, Gray, Klüh ve diğerleri, 2008, s.44).

Finansal çalkantı dönemlerinde, merkez bankasının kısa vadeli fonlamasının yanı sıra uzun vadeli fonlamasına da ihtiyaç duyulmaktadır. Bu fonlamanın miktarı ve vade uzunluklarının ne olması gerektiği de merkez bankalarının cevaplanması gereken sorulardandır.

Ayrıca merkez bankalarının çalkantı dönemlerinde piyasaya vermiş oldukları aşırı likiditeyi gerektiğinde çekebilecek nitelikte araçlara da sahip olması gerekmektedir. Bu çerçevede, merkez bankalarının likidite senedi ihraç edebilme imkanına sahip olması veya piyasadaki fazla likiditeyi ters repo ya da doğrudan satım ile çekebilecek miktarda bir portföyünün olması gerekmektedir (CFGs Papers, s.16).

Finansal çalkantı dönemlerinde, uluslararası likiditenin dağılımı da bozulmuş olabilir. Bu durumda merkez bankaları kendi aralarında swap hatları kurmalı ya da mevcut hatların hacimlerini artırarak devam ettirmelidir. Ayrıca yabancı paraya endekli kıymetleri operasyonlarında teminat olarak kabul etme yoluna gitmelidirler. Bunun için gerekli teknik alt yapı ve prosedürel yenilikler tamamlanmalıdır (CFGs Papers, s.18).

Özellikle finansal çalkantı dönemlerinde damga etkisinden dolayı finansal kurumlar destek imkanları kullanmada isteksiz davranabilmekte dolayısıyla bu imkan kendisinden beklenen faydayı sağlayamamaktadır. Bu yüzden merkez bankalarının damga etkisini azaltacak girişimlerde bulunmalı ya da damga etkisi yaratmayacak yeni imkanlar tasarlamalıdır (CFGs Papers, s.20).

2.5.2.2. Katılımcı Sayısı

Merkez bankası operasyonlarına taraf olan katılımcı sayısı,ülkeler arasında farklılık göstermektedir. Genellikle destek imkanlardan faydalanan katılımcı sayısının API'ye katılan katılımcı sayısına nazaran daha fazla olduğu görülmektedir. FED rneğinde, API'ye taraf 20 piyasa yapıcı banka bulunmaktadır. Olağan zamanlarda piyasa yapıcılar aracılığıyla likidite tüm piyasaya kolayca dağılabilmektedir. Ancak kriz durumlarında beklenen dağılım gerçekleşememektedir. Dolayısıyla işleme taraf katılımcı sayısının

artmasının piyasada likiditenin dağılımında etkinliği sağlamada ve piyasadaki tansiyonu düşürmede yararlı olabilecektir. FED'in TAF uygulamasında katılımcı sayısını artırması üzerine ihaleye katılan kurum sayısına bakıldığında 20 ile sınırlı piyasa yapıcı banka sayısının oldukça üzerine çıktığı görülmektedir. Ancak, piyasadaki tüm finansal kuruluşlar düşünüldüğünde katılım oranının yine de çok yüksek olmadığı görülmektedir. Bu durum iki olası açıklamayı beraberinde getirmektedir. Krizin niteliğinden dolayı finansmana daha çok ihtiyaç duyanlar büyük finansal kuruluşlardır dolayısıyla küçük kuruluşlar göreceli olarak daha iyi konumdadırlar veya bankacılık sisteminin yapısı gereği katılımcı sayısı az olmakla birlikte bu katılımcılar piyasanın önemli bir oranını temsil ediyordur (Chailloux, Gray, Klüh ve diğerleri, 2008, s.20-23).

Sonuç olarak, merkez bankalarının kriz dönemlerinde sağladığı likiditenin piyasada dengeli bir şekilde dağılması için katılımcı yelpazesini artırması gerekebilmektedir.

2.5.2.3. Teminat

Merkez bankalarının piyasaya likidite sağladığı operasyonlarında teminat almaları standart bir uygulamadır. Kredibilitesi yüksek kuruluşlarla uygun teminat karşılığı işlem yapmak kredi riskini azaltmaktadır. Merkez bankaları, işlem karşılığı aldıkları teminatı operasyon vadesi boyunca yeniden kullanma amacı taşımamakta ve teminatın likiditesinden ziyade değeri konusuna odaklanmaktadır. Ancak, borç alanın borcunu ödeyememesi durumunda likidite riski ön plana çıkmaktadır. Dolayısıyla likiditesi düşük kıymetlerin merkez bankası bilançosuna alınması merkez bankasının bilanço riskini artırmaktadır. Uygulamaya bakıldığında, teminata alınan kıymetlerin çeşitliliği, APİ, destek imkanlar ve gün içi kredi karşılığında aynı teminatların kullanılıp kullanılmadığı ve fiyatlama farklılıklarının olup olmadığı merkez bankaları arasında farklılık göstermektedir (Chailloux, Gray, Klüh ve diğerleri, 2008, s.12).

FED'in, APİ için daha dar kapsamlı destek imkanlar için daha geniş kapsamlı teminat tanımı bulunurken BOE'de, bu iki operasyon için aynı

kapsamdaki kıymetleri kabul etmektedir. Destek imkanlara genellikle olağan dışı durumlarda başvurulduğu ve olağan dışı durumlarda da yüksek kalitedeki teminatlara erişimin zorluğu nedeniyle bu imkan karşılığı getirilecek teminatın kapsamı API'ye göre daha geniş kapsamlıdır. Ayrıca API'ye uygulanan faiz oranı genellikle piyasa faiz oranıyken, destek imkanlara uygulanan faiz oranı piyasa faiz oranlarının üzerinde bir faiz oranıdır. Dolayısıyla fırsat maliyeti daha yüksek bu imkan için daha geniş kapsamlı teminat havuzu söz konusu olmaktadır (Chailloux, Gray, Klüh ve diğerleri, 2008, s.16).

Merkez bankalarının kriz döneminde teminat yelpazesini genişlettikleri ve daha riskli varlıkları bilançolarına aldıkları gözlenmiştir. Merkez bankası operasyonlarında kabul edeceği teminatların kapsamını genişletmesi bankaların merkez bankası parasına ulaşmasını kolaylaştırarak, merkez bankası katılımcı sayısının artmasını sağlayacak ve daha likit varlıkların bankalararası para piyasasında kullanılmasını temin edecektir. Dolayısıyla merkez bankalarının bir krizle yüzleşmeden önce teminat kapsamı konusunda gerekli ayarlamaları yapması gerekmektedir (Gray, Klüh ve diğerleri, 2008, s.45-46).

2.5.2.4. İletişim Politikası

Piyasada tansiyonun arttığı zamanlarda merkez bankası faaliyetlerinin yanlış yorumlanması oldukça maliyetli olabilmektedir. Bu yüzden merkez bankalarının özellikle bu dönemlerde gerek piyasa oyuncuları gerekse medya ile olan iletişimini güçlendirmesi gerekmektedir.

Merkez bankalarının olağan dışı durumlarda yapmış olduğu olağan dışı faaliyetler, politika duruşunun değiştirileceği yönünde algılanabilmekte veya mevcut finansal yapının ya da bazı finansal kuruluşların durumlarının daha da kötüleşebileceği şeklinde yorumlanabilmektedir. Merkez bankası eylemlerinin yanlış yorumlanmasına bazen de ülkeler arasındaki operasyonel çerçevede görülen farklılıklar neden olabilmektedir. Bu yanlış anlaşılmalara ortadan kaldırmanın en etkili yolu ise dikkatli bir iletişim politikasının sürdürülmesidir.

Ayrıca, çalkantı dönemlerinde piyasaların her türlü veriye olan hassasiyeti had safhadadır. Bu yüzden yapılacak API'nin miktarını etkileyecek faktörlerin neler olabileceği piyasayla paylaşılmalı ve piyasanın bu bilgiyi doğru biçimde kullanabilmesi için merkez bankalarının normal zamanlarda da bu verileri açıklamaları gerekmektedir (CFGGS Papers, s.19).

2.5.2.5. Ahlaki Çöküntü

Merkez bankalarının piyasanın kötü işlemesi sonucu yapmış olduğu müdahaleler bazen finansal kuruluşların kendi likidite yönetimleri konusundaki güdülerini zayıflatarak ahlaki çöküntüye neden olabilmektedir. Bu yüzden merkez bankaları piyasanın normalleşmesi adına çeşitli önlemler alırken iyi bir fayda maliyet analizi yapmalıdırlar (CFGGS Papers, s.21).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE İÇİN UYGULAMA

Merkez bankaları para politikasının etkinliğini artırmak için kamuoyu ile iletişim politikasında şeffaflık ilkesini benimsemektedirler. Para politikası duruşuna ilişkin verilen sinyaller hayati öneme sahiptir. Sinyal mekanizmasının gelişmiş ülkelerde oldukça etkin işlediği görülürken, gelişmekte olan ülkelerde daha az etkin işlediği gözlenmektedir (Bhattacharyya ve Sensarma, 2007).

Uygulama kısmında TCMB'nin kullandığı alternatif para politikası araçlarının etkinliği üzerinde bir çalışma yapılacaktır. Bu çalışmada SVAR modeli kullanılarak, TCMB'nin aktif olarak kullandığı para politikası araçlarındaki değişikliklerin mali piyasalar üzerindeki etkisi incelenecektir.

Para politikası ile mali piyasalar arasındaki etkileşimi inceleyen ampirik çalışmaların çoğunun gelişmiş ülke ekonomilerine yönelik olduğu görülmektedir. Bu çalışmanın, gelişmekte olan ülkeler kategorisi içinde sayılan Türkiye'ye ait verilerden hareketle yapıldığı ve aktif olarak kullanılan para politikası araçlarının etkinliğinin ölçülmesine yönelik olduğundan para politikası uygulayıcılarına yol gösterici özellikte olabileceği düşünülmektedir.

Bu bölümde, ilk olarak, mali piyasaların para politikasındaki değişikliklere tepkisini ölçmeye yönelik olarak yapılmış olan ampirik çalışmalardan bahsedilecektir. İkinci olarak, Türkiye'de 2002 öncesi ve sonrasında para politikasının uygulanma sürecine özet bir şekilde değinilecektir. Üçüncü olarak, para politikası araçlarındaki değişikliklere mali piyasaların nasıl tepki verdiğini ölçmek amacıyla bir model oluşturulacaktır. Son olarak da bulunan temel sonuçlar özetlenecektir.

3.1. Literatür İncelemesi

Mali piyasaların, para politikasına ilişkin reaksiyonlarının ölçülmesine yönelik yapılan ilk çalışmalardan biri Cook ve Hahn (1989)'a aittir. Cook ve Hahn (1989), 1974-1979 arası dönemde federal fon faiz hedefindeki değişikliklerin tahvil piyasasındaki bir günlük etkilerini incelemişler ve tüm vadelerde etkinin pozitif ve anlamlı olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

1987-1995 dönemi için, Roley ve Sellon (1995)'un yaptıkları çalışmada, federal fon faiz oranı hedefinin artacağı beklentisinin tahvil faiz oranlarının yükselmesine yol açarken, ilişkinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Benzer şekilde sonuçlara Radecki ve Reinhart (1994), 1989 – 1992 dönemi için ulaşmışlardır.

FED'in politika değişikliklerine mali piyasaların tepkisini ölçmeye yönelik pek çok ekonometrik model kullanılmıştır. Edelberg ve Marshall (1996), VAR çerçevesinde, politika şoklarına bono piyasasının tahvil piyasasına göre oldukça anlamlı tepki verdiğini tespit etmişlerdir. Para piyasaları bağlamında, Lewis (1995) ve Eichenbaum ve Evans (1995), para politikası şoklarına döviz kurunun ilk tepkisinin zayıf ve anlamsız ancak bu tepkinin birkaç ay sonra güçlü olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Demiralp ve Jorda (1999), ardışık bağımlı koşullu değişen varyans (ARCH) modelini kullanarak, faiz oranları tepkisinden hareketle FED'in ne zaman faiz oranlarında değişikliğe gideceğini tahmin etmeye çalışmışlardır. Kuttner (2001), FED'in öngörülen faiz oranı değişikliklerinin tahvil faiz oranları üzerinde etkisinin küçük, öngörülmeyen faiz oranı değişikliklerinin tahvil faiz oranları üzerinde etkisinin oldukça büyük ve anlamlı olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Para politikası kararlarının piyasalar üzerindeki etkisi ile ilgili olarak, son zamanlarda literatürde tartışılan bir konu da para politikası kararlarında yapılan değişikliklere piyasanın asimetrik tepki vermesidir. Faiz oranlarının gevşetilmesine nazaran faiz oranlarının artırılmasına piyasanın daha sert tepki verdiğine yönelik Vahamaa (2004) ve Lobo, Darrat ve Ramchander (2006) çalışmaları mevcuttur.

Bhattacharyya ve Sensarma (2007), Hindistan'a yönelik yapmış oldukları çalışmada koridor uygulaması öncesi ve sonrası şeklinde iki farklı dönem için kullanılan para politikası araçlarından hangisinin daha etkin olduğunu tespit etmeye çalışmışlardır. Bu çalışmada, koridor uygulamasına geçilmeden önce, Banka Oranı olarak adlandırılan repo faiz oranı Hindistan Merkez Bankasınınca temel sinyal aracı olarak belirlenmekte olmasına rağmen zorunlu karşılık oranlarındaki değişikliklerin mali piyasalar üzerinde daha etkili olduğu sonucuna ulaşılrken, koridor uygulamasına geçildikten sonra ters repo faiz oranının mali piyasalar üzerinde etkili en önemli araç haline geldiği sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca bu araçların para, döviz ve tahvil piyasaları üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılırken hisse senedi piyasası üzerinde çok da etkili olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Türkiye'ye dönük çalışmalara bakıldığında yapılan çalışmaların daha çok parasal aktarım mekanizmaları ile reel sektör arasındaki ilişkileri ölçmeye yönelik olduğu görülmektedir. Para politikası araçlarının mali piyasalar üzerindeki etkisini inceleyen çalışma sayısı oldukça sınırlı olduğu görülmektedir.

İnal (2006), TCMB politika faiz oranlarındaki değişikliklerin gövrelı uzun vadeli faizler üzerindeki etkisini tahmin etmeye çalışmış ve çalışmasının sonucunda, tahminlerin rasyonel bekleyişler hipotezi ile uyumlu olduğunu gözlemlemiş ve para politikası sürprizlerini gösteren katsayıların büyük ve istatıksel olarak anlamlı oldukları, para politikasının beklenen kısmını gösteren katsayıların ise küçük ve istatıksel olarak anlamlı olmadıklarını bulmuştur. Ayrıca, DİBS'lerin vadeleri uzadıkça para politikası sürprizlerine verilen tepkinin küçüldüğü gözlemlenmiştir. Sonuç olarak, kısa vadeli faizler ile uzun dönemli faizler arasında daha güçlü bir ilişkinin oluşmaya başladığını tespit etmiştir.

Aydın (2007), Türkiye'de faiz oranlarının geçişkenliği üzerine yaptığı çalışmada, para politikası borç verme faiz oranlarındaki değişikliklerin ticari, konut, ihtiyaç ve otomobil kredi faiz oranları üzerindeki etkisini incelemiş ve politika faiz oranındaki değişikliklere ticari kredi faiz oranının duyarlı olmadığı,

ihtiyaç ve otomobil kredisi faiz oranlarının duyarlı olduğu ve konut kredisi faiz oranlarının ise aşırı duyarlı olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Kasapoğlu (2007), Türkiye’de para politikası-reel ekonomi etkileşimini ve parasal aktarım kanallarından hangilerinin etkin olarak çalıştığını incelediği çalışmada, faiz oranlarına verilen şoka döviz kuru ve enflasyonun artarak tepki verdiğini, döviz kuru kanalının üretim seviyesi üzerinde belirleyici olmadığını, ancak fiyatlar genel seviyesini önemli ölçüde etkilediği ve hisse senedi fiyatları ve kredi kanalının çalıştığına dair bulguların olmadığını tespit etmiştir.

Aktaş, Alp ve diğerleri (2008), Türkiye’de para politikasının mali piyasalara etkisi üzerine yaptıkları çalışmada, politika faiz oranındaki değişikliklerinin mali piyasalarda, özellikle bono-tahvil faizleri üzerinde etkili olduğunu, ancak, hisse senedi fiyatlarının para politikası sürprizlerine istatistiksel olarak anlamlı bir tepki vermediği, döviz kuru tepkisinin ise küçük olduğunu bulmuşlardır.

3.2. Türkiye’de Para Politikası Uygulanma Süreci

TCMB’nin 1996-2008 döneminde APİ çerçevesinde gerçekleştirdiği işlem çeşitlerine baktığımızda repo, ters repo ve depo alımlarının daha ağırlıklı olarak kullanılan işlemler olduğu görülmektedir. APİ kapsamındaki doğrudan alım ve satım işlemlerine uzun zamandır başvurulmamıştır. Doğrudan satım işlemleri en son 1996 yılında, doğrudan alım işlemlerine ise en son 2000 yılında gerçekleştirilmiştir. 19 Şubat 2001 tarihine kadar repo işlemleri sıkça yapılmakta iken bu tarihten sonra Mayıs 2008 kadar olan dönemde fazla likidite koşulları nedeniyle repo işlemlerinin fazla kullanılmadığı, 19 Şubat 2001 ile 25 Şubat 2005 arasındaki dönemde ihale ile gerçekleştirilen hiçbir repo işlemi olmadığı görülmektedir.

TCMB, APİ’yi gerçekleştirirken esas itibarıyla kotasyon ya da ihale yöntemini tercih etmektedir. TCMB, 2001 yılında Kamu ve TMSF bünyesindeki bankalardan satın aldığı DİBS’ler, daha sonraki yıllarda ise yoğun sermaye girişleri nedeniyle yapmış olduğu döviz alım ihaleleri

nedeniyle piyasada oluşan fazla likiditeyi asıl olarak bünyesinde faaliyet gösteren Bankalararası Para Piyasasındaki Türk lirası depo işlemleri ve İMKB Repo-Ters Repo Pazarındaki ters repo işlemleri ile gecelik vadede çekmektedir¹⁶. Fazla likidite koşulları Mayıs 2008'e kadar sürmüştü, bu tarihten itibaren piyasada likidite sıkışıklığı oluşmuş ve bu durum yılın kalan döneminde de devam etmiştir. TCMB, piyasanın ihtiyaç duyduğu likiditeyi düzenli olarak gerçekleştirdiği bir hafta vadeli repo ihaleleri ile sağlamaya başlamıştır. Mayıs 2008 sonrası döneme bakıldığında, bazı bankaların ikincil piyasada faiz oranları TCMB borçlanma faiz oranının önemli ölçüde üzerine çıkmadığı sürece fazla likiditelerini işlem maliyetleri, vergi farklılıkları gibi faktörlerin de etkisiyle Bankalararası Para Piyasasında borç vererek değerlendirmeyi tercih etmelerinin etkisiyle TCMB'nin gecelik vadede borçlanmaya devam ettiği görülmektedir. Yani TCMB, bir yandan piyasayı bir hafta vadeli fonlarken, diğer yandan gecelik vadede borçlanmaktadır. Bu durumun bir sonucu olarak, ikincil piyasa gecelik faiz oranları TCMB borçlanma faiz oranının belirgin şekilde üzerine çıkmamış ve likiditenin bankacılık sisteminde daha dengeli dağılması sağlanmıştır.

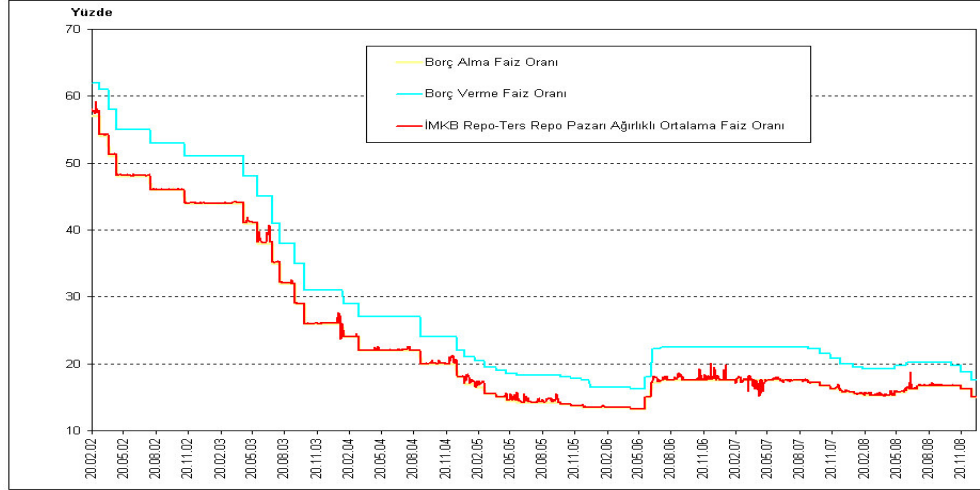
1996-2008 dönemini, TCMB'nin mevcut uygulamada devam eden koridor uygulaması açısından 1996-2001 ve 2002-2008 şeklinde iki alt döneme ayırmamız mümkündür. Para piyasalarında kurumsal bir boşluğu doldurarak TCMB bünyesinde faaliyete başlayan ve bankaların TCMB aracılığı ile birbirini tanımadan borç verdikleri ya da aldıkları Bankalararası Para Piyasası 2 Nisan 1986 tarihinde kurulmuştur (1987 Yıllık Rapor, s.58). 29 Şubat 1988 tarihinde, likiditeyi çekmek ve para arzını daha iyi kontrol edebilmek için bankalararası para piyasasında alt ve üst limitler uygulanmaya başlanmış, 21 Mart 1988 tarihinde ise çift yönlü kotasyon sistemi yürürlüğe girmiştir. Ancak, 1988 yılında başlanılan alt ve üst limit uygulamasının günümüzdeki uygulamadan farklılaştığı görülmektedir. 2002 yılına kadar TCMB'nin açıkladığı resmi bir borç alma ve borç verme faiz oranı

¹⁶ Mevcut uygulamada ters repo işlemleri esas itibarıyla İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda gerçekleştirilmektedir. Saat 10:00 – 14:00 arasında TCMB borçlanma faiz oranı Repo – Ters Repo Pazarı'na kotasyon olarak girilmek suretiyle işlemler gerçekleştirilmektedir. İhale yöntemi kullanılarak en son 23 Mayıs 2001 tarihinde ters repo işlemi gerçekleştirilmiştir.

bulunmamaktadır. Günümüz uygulamasında piyasa katılımcıları faizlerin TCMB'nin ilan ettiği borç alma faiz oranının altına inmeyeceğini, borç verme faiz oranının ise üzerine çıkmayacağını bilmektedir. Önceki uygulamada ise bir alt-üst limit uygulaması olmakla birlikte Merkez Bankasının faizlerin hangi seviyenin altına inmeyeceği ya da üstüne çıkmayacağı şeklinde bir taahhüdü yoktu. Bununla birlikte, Bankalararası Para Piyasasında gerçekleştirilen gecelik vadeli işlemlerin ağırlıklı ortalama faiz oranı, para politikası açısından gösterge olabilecek nitelikte olduğu düşünülmektedir. Bu sebeple, 2002 yılı öncesinde para politikası uygulamalarının etkisi bu faiz oranı kullanılarak incelenmiştir.

1996 – 2008 döneminde para politikası araçlarından Türk lirası zorunlu karşılık oranlarında çok fazla değişikliğe gidilmemiştir. 1996 – 2001 arası dönemde Türk lirası zorunlu karşılık oranları iki kez değiştirilirken 2002 – 2008 arası dönemde sadece bir kez değiştirilmiştir.

Likidite yönetiminde koridor uygulamasının etkisini, mali piyasa davranışına bakarak elde etmek mümkündür. 2001 yılından sonra likidite yönetiminin fazla likiditenin yönetilmesine odaklandığı görülmektedir. Sonuç olarak, İMKB Repo Ters Repo pazarında gerçekleşen ağırlıklı ortalama faiz oranındaki oynaklığın 2002 yılı öncesine nazaran oldukça azalmış olduğu dikkatleri çeken bir gelişme olmuştur. Fazla likidite koşulları nedeniyle ikincil piyasa faiz oranının TCMB borç alma faiz oranına çok yakın düzeyde gerçekleştiği Grafik 3.1'de görülmektedir.



Grafik 3.1 : İkincil Piyasa Faiz Oranları

Kaynak: TCMB, İMKB

3.3. Model

VAR modeller, ekonomik değişkenler arasındaki ilişkileri incelemekte kullanılmaktadır. VAR modellerinden elde edilen etki tepki fonksiyonları, sıklıkla, sistemdeki değişkenlerden birisine gelen şokun, sistemdeki diğer değişkenler üzerindeki etkilerini incelemek için kullanılır. Standart VAR modellerinde ayırt etme genellikle Cholesky ayrıştırmasına göre yapılırken yapısal VAR modellerinde ayırt etme ekonomi teorisine göre yapılmaktadır.

Türkiye’de kullanılan para politikası araçlarının etkinliğini ölçmeye yönelik olarak yapılan bu çalışma, 1996:12-2008:12 dönemi aylık verileri esas alınarak yapılmıştır. Bu dönem boyunca zorunlu karşılık oranı, repo ve ters repo faiz oranlarının TCMB tarafından kullanılan araçlar olduğu görülmektedir. Tüm veri seti Aralık 1996 - Aralık 2008 dönemi aylık ortalamalar şeklinde hesaplanmıştır.

Modelde, yapısal şokların çok değişkenli zaman serilerine etkisini belirlemek amacıyla yapısal VAR modeli kullanılmıştır. Finansal piyasalar arasında ayarlama hızı oldukça yüksek olduğu için Amisano ve Gianini (1997) yöntemi kullanılarak kısa dönem kısıtlar empoze edilerek ayırt etme koşulları sağlanmıştır. Bu yöntemle göre, modelde politika değişkenlerinin piyasa değişkenlerinden etkilenmediği ancak piyasa değişkenlerini etkilediği varsayımıyla hareket edilmiştir. Para politikası değişkenlerinin aktarım

mekanizmasından beklendiği şekilde sırasıyla para, döviz, tahvil-bono ve hisse senedi piyasasını etkilediği kabul edilmiştir.

SVAR modeli, hem Aralık 1996 - Aralık 2001 (Birinci Dönem) hem de Ocak 2002 - Aralık 2008 (İkinci Dönem) dönemleri için tahmin edilmiştir. Modelin Birinci Dönem ve İkinci Dönem için ayrı ayrı tahmin edilmesinin, TCMB'nin 2002 yılından sonra uygulamaya başladığı koridor uygulamasının etkinliğini test etmesi açısından faydalı olacağı düşünülmektedir.

Bu çalışmanın temel amacı, alternatif para politikası araçlarının para, döviz, tahvil-bono ve hisse senedi piyasası üzerindeki etkilerini incelemektir. Para politikası değişkenlerinin etkilediği değişkenler olarak İMKB Repo-Ters Repo Pazarı ağırlıklı ortalama faiz oranı (REPO2), İMKB Ulusal 100 Endeksi ağırlıklı ortalaması (ENDEKS), Merkez Bankasının ilan ettiği ABD doları alım kuru (KURA), DİBS'lerden göstere niteliğindeki kıymetin faizi (DİBS) temel değişkenler olarak kabul edilmiştir. Söz konusu mali göstergeler üzerinde etkisi incelenecek para politikası araçları ise zorunlu karşılık oranları, Merkez Bankası borç alma ve borç verme faiz oranı ve Bankalararası Para Piyasasında gerçekleştirilen gecelik vadeli işlemlerin ağırlıklı ortalama faiz oranıdır. TCMB, 2002'den itibaren gecelik vadede borç alma (ters repo faiz oranı) ve borç verme (repo faiz oranı) faiz oranlarını ilan etmeye başlamıştır. Bu yüzden, 2002 öncesi dönem ve tüm dönem incelenirken, repo ve ters repo faiz oranı yerine Bankalararası Para Piyasasında gerçekleştirilen gecelik vadeli işlemlerin ağırlıklı ortalama faiz oranı politika değişkeni olarak kabul edilmiştir. Değişkenler arasında paralelliğin sağlanması amacıyla, KURA ve ENDEKS değişkeninin logaritması alınarak LKURA ve LENDEKS haline getirilmiştir.

Modelde kullanılan değişkenlerin durağanlığı tespiti için Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) testi kullanılmıştır. Değişkenlerin optimum gecikme uzunluğu Akaike bilgi kriterine göre belirlenmiştir. Birinci ve ikinci dönemler için ADF test sonuçları, Eklerde raporlanmıştır. ADF test sonuçlarına göre her iki dönemde de değişkenlerin tamamının düzeyde durağan olmadığı

görülmektedir. Bu nedenle, SVAR modelleri oluşturulurken değişkenlerin hem düzey hem de birinci farkları kullanılarak ayrı ayrı modeller oluşturulmuştur¹⁷.

Literatürde, uygun gecikme uzunluğunun belirlenmesinde genellikle, Akaike Bilgi Kriteri (AIC), Schwarz Bilgi Kriteri (SC) ve Hannan-Quinn Bilgi Kriteri (HQ) kullanılmaktadır. Söz konusu sonuçlar Eklerde yer almaktadır.

Çalışmada yapılan tüm testler ve tahminler Eviews 5.1 paket programı kullanılarak yapılmıştır.

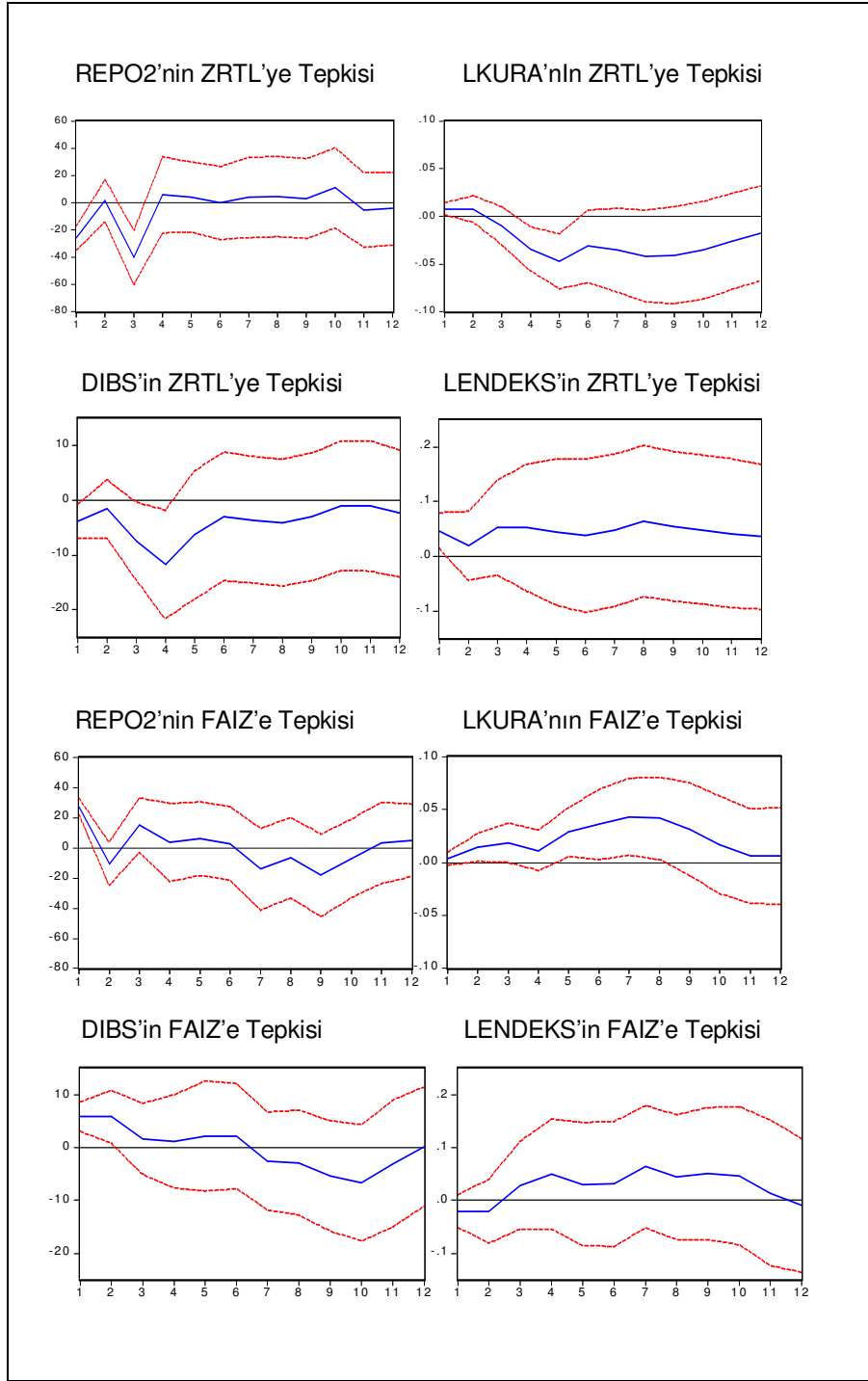
3.3.1. Birinci Dönem (1996 – 2001)

Bu dönemde zorunlu karşılık oranları ve Bankalararası Para Piyasasında gerçekleştirilen işlemlerin ağırlıklı ortalama faiz oranındaki değişikliklerin mali piyasalar üzerindeki etkisi incelenmiştir. Yapısal VAR çerçevesinde değişkenlerin sıralaması (ZRTL, FAIZ, REPO2, LKURA, DIBS, LENDEKS) şeklindedir. VAR sisteminde, etki-tepki fonksiyonları ve öngörü hatasının varyans ayrıştırması, oluşturulan modeldeki değişken sıralamasına duyarlıdır. Bu çerçevede, değişkenlerin sıralaması ekonomi teorisinden hareketle belirlenmiştir.

Hata terimleri arasında otokorelasyona yol açmayacak gecikme uzunluğunun yapılan LM testleri sonucunda birinci dönem için oluşturulan modelde beş ay olduğu tespit edilmiştir.

Çalışmanın bu kısmında tahmin edilen modelin detaylı sonuçları verilmeyecek sadece etki-tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırması sonuçları üzerinde durulacaktır. Ayrıca ilerleyen kısımda bahsedilecek olan zorunlu karşılık oranlarındaki değişikliklere piyasanın asimetrik tepki verip vermediğini ölçmeye yönelik sonuçlar da Eklerde raporlanacaktır. Grafik 3.2.'de etki-tepki fonksiyonları yer almaktadır.

¹⁷Brooks (2002), SVAR modelinde değişkenlerin farklarının alınarak durağan hale getirilmesine, bilgi kaybına yol açacağı gerekçesiyle karşı çıkmaktadır. Sims, Stock ve Watson (1990) durağan olmayan serilerin tahmin edicinin etkinliğinde kayıplara yol açtığını ancak tutarlılık özelliğini koruduğunu ortaya koymaktadır. Tahmin edicinin etkinliğinde kayıplara yol açsa bile, Sims (1980), VAR analizinin amacının değişkenlerin birbirleri arasındaki ilişkilerin belirlenmesi olduğunu belirterek değişkenlerin farkının alınmasına karşı çıkmıştır.

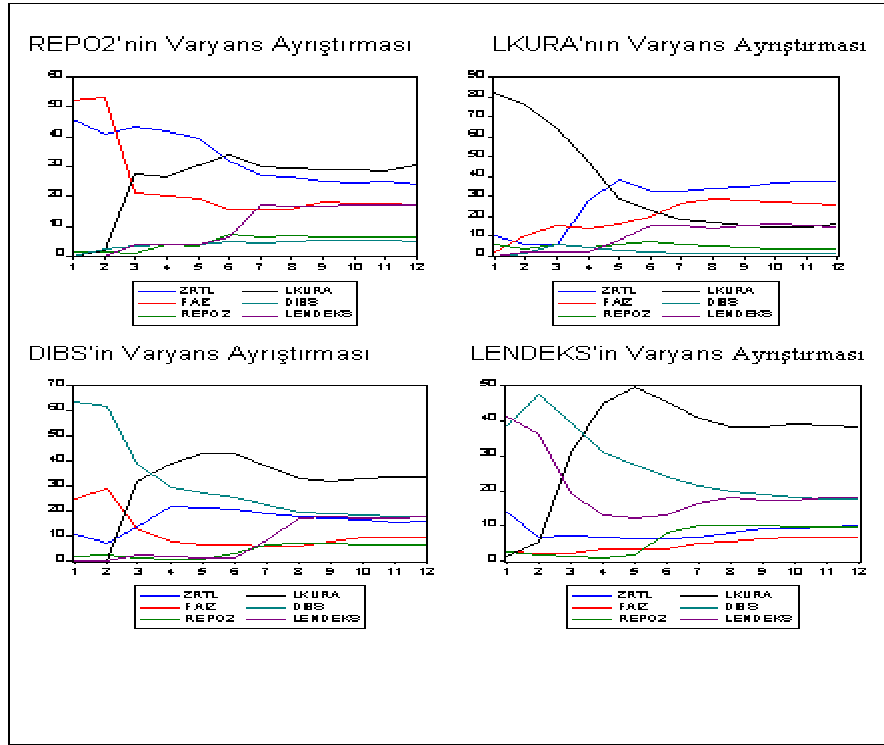


Grafik 3.2 : Politika Değişkenlerine Verilen Şoka Diğer Değişkenlerin Tepkisi

Zorunlu karşılık oranlarından verilen şok, ikincil piyasa faiz oranlarını negatif etkilemekte ve bu etki dört ay sürmektedir. Şokun kur üzerindeki etkisi ise negatiftir ve yaklaşık on iki ay sürmektedir. Bu sermaye girişleriyle Türk

lirasının değ erleneceğ i beklentisini yansıtıyor olabilir. Ő okun DİBS faiz oranı üzerindeki etkisi negatiftir. Dördüncü ayda en yüksek seviyeye ulaştıktan sonra yaklaşık on ay sonra etki ortadan kalkmaktadır. Ő okun endeksi pozitif etkilediğ i ancak bu etkinin çok önemli düzeyde olmadığı görölmektedir.

Faiz oranlarına verilen Ő okun, ikincil piyasa faiz oranlarına etkisinin çok anlamlı olmadığı görölmektedir. Kuru pozitif etkilemekte ve etki en belirgin yedinci ayda ortaya çıkmakta ve bu etki ilerleyen aylarda giderek ortadan kaybolmaktadır. DİBS faizlerine etkisi onuncu aya kadar sürmektedir. Faizdeki değ işikliğ in endeksi pozitif etkilediğ i ve yaklaşık on bir ayda etkinin ortadan kalktığ ı gözlenmektedir.



Grafik 3.3 : Öngörü Hata Varyans Ayrıştırması

Öngörü hata varyans ayrıştırması analizinde, REPO2'deki değ işiklikler sırasıyla en çok LKURA, FAİZ, ZRTL, REPO2, LENDEKS ve DİBS tarafından, LKURA'daki değ işiklikler sırasıyla en çok LKURA, ZRTL, FAİZ, LENDEKS, REPO2 ve DİBS tarafından, DİBS'teki değ işiklikler sırasıyla en çok DİBS, LKURA, ZRTL, FAİZ, LENDEKS ve REPO2 tarafından ve LENDEKS'teki değ işiklikler sırasıyla en çok LKURA, DİBS, LENDEKS,

ZRTL, REPO2 ve FAIZ tarafından açıklanmıştır. Böylece, ZRTL'nin FAIZ ile kıyaslandığında daha baskın olduğu görülmektedir.

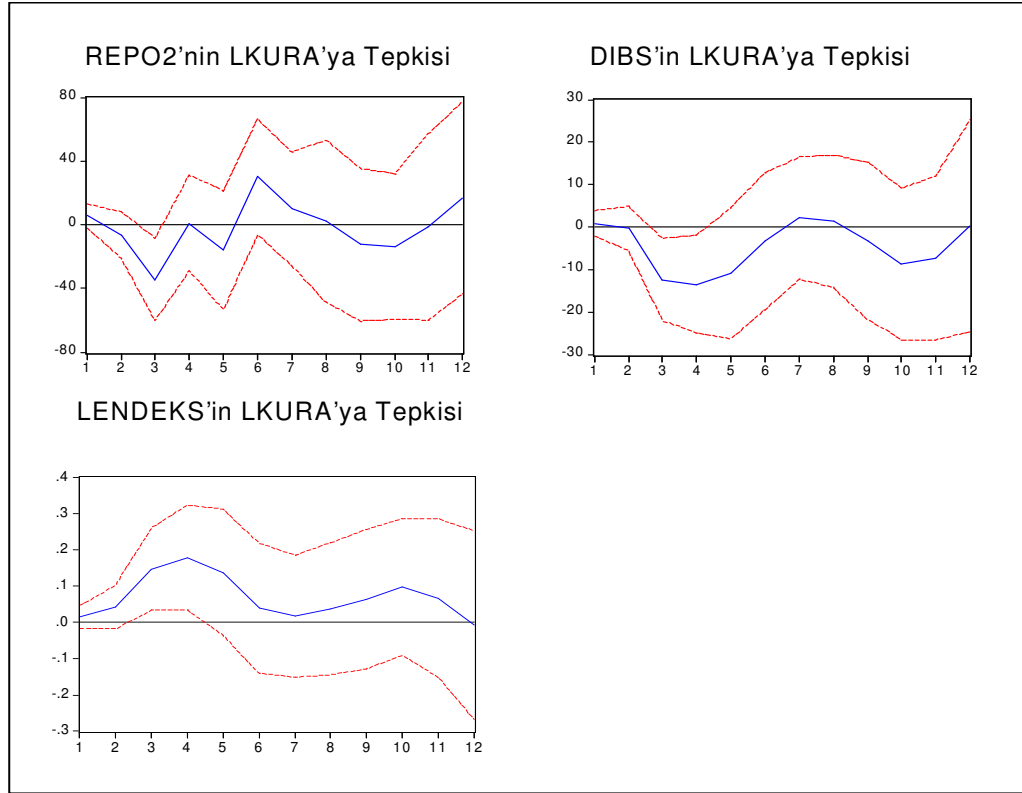
Birim kök test sonuçlarına göre birinci dönemde değişkenlerin tamamının düzeyde durağan olmadığı görülmektedir. Bu nedenle, değişkenlerin farkları kullanılarak da SVAR modeli oluşturulmuş ve genel yapının değişmediği sonucuna ulaşılmıştır.

Yukarıdaki modele, para politikasının genişletici olduğu dönem boyunca bir değerini alan bir kukla değişken eklenerek para politikasının genişletici ve daraltıcı olduğu dönemde mali piyasaların tepkisi test edilmiştir. Ancak elde edilen sonuçlar genişletici ve daraltıcı para politikası dönemlerinin istatistiki olarak farklı olmadığını göstermektedir¹⁸.

Ayrıca, birinci dönemde döviz kurunun para politikası aracı olarak kullanılmasından dolayı SVAR modelinde sıralama (ZRTL, LKURA, FAIZ, REPO2, DIBS, LENDEKS) şeklinde yapılarak, yani kur da politika değişkeni haline getirilerek model yeniden tahmin edilmiştir. Bu çerçevede, zorunlu karşılık oranından ve faizden verilen şoka mali piyasalar ilk oluşturulan modelle aynı tepkiyi vermiştir.

Kurdan verilen şokun, ikincil piyasa faiz oranları üzerindeki etkisi istatistiki olarak anlamlı gözükmemektedir. Şok, gösterge kıymet faiz oranlarını negatif etkilemekte ve etkinin sadece üçüncü dönemde anlamlı olduğu görülmektedir. Yani Türk lirasının değer kazanması, gösterge kıymet faiz oranlarında aşağı yönlü harekete neden olmaktadır. Şokun endeks üzerindeki etkisinin beşinci dönemde anlamlı ve aynı yönlü olduğu görülmektedir. Türk lirasının değer kazanması endeksin yükselmesini sağlamaktadır. Endeks üzerindeki etki, beşinci dönemden sonra ortadan kaybolmaktadır (Grafik 3.4.).

¹⁸ Bu çerçevede, zorunlu karşılık oranlarında bir indirim olduğunda bir değerini diğer durumlarda sıfır değerini alan DUMZR kukla değişkeni oluşturulmuştur. Daha sonra bu kukla değişken ZRTL değişkeni ile çarpılarak DUMZRY değişkeni oluşturulmuştur. Tahmin edilen model sonuçları Eklere raporlanmıştır.

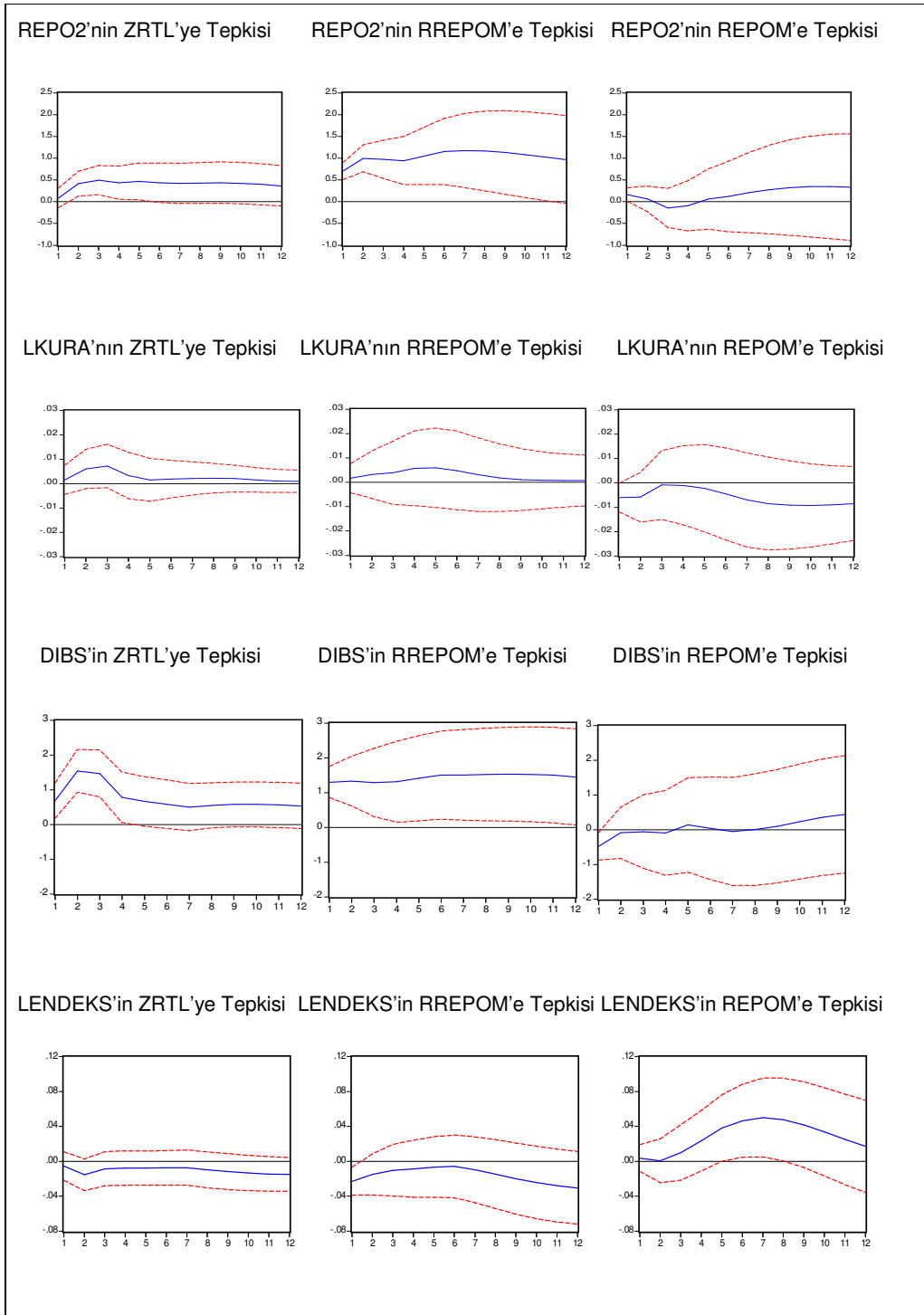


Grafik 3.4: Kordan Verilen Şoka Diğer Değişkenlerin Tepkisi

3.3.2. İkinci Dönem (2002 – 2008)

Bu dönemde TCMB, koridor uygulamasına geçmiştir bu nedenle çalışmanın bu kısmında zorunlu karşılık oranları ve TCMB borç alma ve borç verme faiz oranlarındaki değişikliklerin mali piyasalar üzerindeki etkisi incelenmektedir. Yapısal VAR çerçevesinde değişkenlerin sıralaması (ZRTL, RREPOM, REPOM, REPO2, LKURA, DIBS, LENDEKS) şeklindedir. VAR sisteminde, etki-tepki fonksiyonları ve öngörü hatasının varyans ayrıştırması, oluşturulan modeldeki değişken sıralamasına duyarlıdır. Bu çerçevede, değişkenlerin sıralaması ekonomi teorisinden hareketle belirlenmiştir. Hata terimleri arasında otokorelasyona yol açmayacak gecikme uzunluğunun yapılan LM testleri sonucunda, ikinci dönem için oluşturulan modelde üç ay olduğu tespit edilmiştir.¹⁹ Grafik 3.4.'te etki-tepki fonksiyonları grafikleri yer almaktadır.

¹⁹ İkinci dönemde esas alınan dönem yeterince uzun olmadığından yapılan otokorelasyon testlerinde yüzde dört anlamlılık düzeyinde yedinci ve sekizinci sıra otokorelasyon mevcuttur.



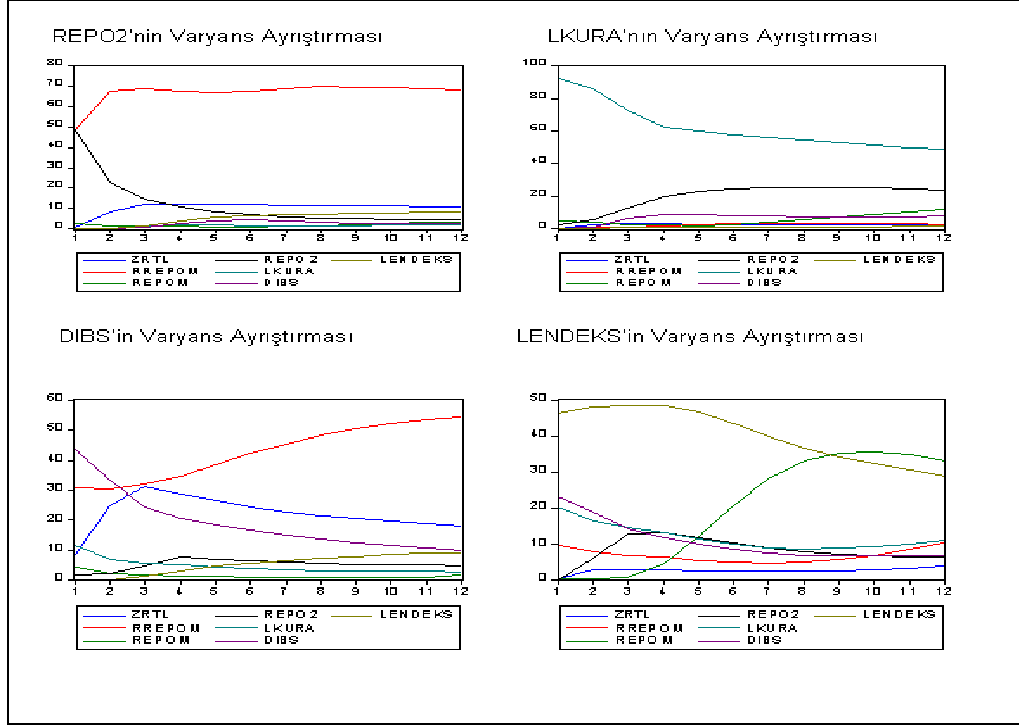
Grafik 3.5 : Politika Değişkenlerinden Verilen Şoka Diğer Değişkenlerin Tepkisi

İkinci dönemde, zorunlu karşılıklardan verilen şok, ikincil piyasa faiz oranları üzerinde pozitif etki yaratmaktadır. Bu etki, ikinci ve altıncı dönemde anlamlı ancak daha sonra ortadan kalkmaktadır. Zorunlu karşılık şokunun kur üzerinde sadece üçüncü dönemde etkili olduğu daha sonra etkinin ortadan

kalktığı tespit edilmiştir. DİBS faizlerinin ise ilk dört dönemde pozitif etkilendikten sonra etkinin ortadan kalktığı görülmektedir. Şokun endeks üzerindeki etkisinin negatif olduğu ancak, bunun istatistiki olarak anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

RREPOM şoku ikincil piyasa faiz oranlarını ilk altı aylık dönemde artarak aynı yönde etkilemekte daha sonra etki yavaş yavaş azalmaktadır. Bu şokun kur üzerinde anlamlı etkisi bulunmamaktadır. Endeks üzerinde ise ilk dönemde ters yönlü etki yaratmakta ancak bu etki diğer dönemlerde gözlenmemektedir. RREPOM şoku, DİBS faizleri üzerinde on iki aylık dönemde pozitif etki yaratmakta daha sonraki dönemlerde etki hızla azalarak ortadan kalkmaktadır.

REPOM şoku ikincil piyasa faiz oranlarını ilk dönemde pozitif etkilemekte daha sonraki dönemlerde etki ortadan kalkmaktadır. Bu şokun kur ve DİBS faizlerini ilk dönemde ters yönlü etkilemekte ancak daha sonraki dönemlerde anlamlı etki gözükmemektedir. Endeks üzerinde ise sadece beş ve sekizinci dönemlerde aynı yönlü etki yaratmakta ancak bu etki diğer dönemlerde gözlenmemektedir.



Grafik 3.6 : Öngörü Hata Varyans Ayrıştırması

Öngörü hata varyans ayrıştırması analizinde, REPO2'deki değişiklikler sırasıyla en çok RREPOM, REPO2, ZRTL, LENDEKS, DIBS, REPOM ve LKURA tarafından, LKURA'daki değişiklikler sırasıyla en çok LKURA, REPO2, DIBS, REPOM, ZRTL, RREPOM ve LENDEKS tarafından, DIBS'teki değişiklikler sırasıyla en çok RREPOM, ZRTL, DIBS, LENDEKS, REPO2, LKURA ve REPOM tarafından ve LENDEKS'teki değişiklikler sırasıyla en çok LENDEKS, REPOM, LKURA, DIBS, REPO2, RREPOM ve ZRTL tarafından açıklanmıştır. Böylece, RREPOM ve REPOM'in ZRTL ile kıyaslandığında daha baskın olduğu görülmektedir.

VAR modelindeki bazı değişkenlerin düzeyde durağan olmamasından dolayı değişkenlerin farkları kullanılarak da SVAR modeli oluşturulmuş ve genel yapının değişmediği sonucuna ulaşılmıştır.

Modele, para politikasının genişletici olduğu dönem boyunca bir değerini alan bir kukla değişken eklenerek para politikasının genişletici ve daraltıcı olduğu dönemde mali piyasaların tepkisi test edilmiştir. Bu çerçevede TCMB borç alma faiz oranlarında bir indirim olduğunda bir

değerini alan ve bu politika tersine çevrilmeye kadar değeri bir olan DUMFAIZ kukla değişkeni oluşturulmuştur. Daha sonra bu kukla değişken, RREPOM değişkeni ile çarpılarak DRREPOM değişkeni oluşturulmuştur. Bu değişken modele dahil edilerek yeniden tahmin edilmiş ancak elde edilen sonuçların genişletici ve daraltıcı politika dönemlerinde istatistiki olarak farklı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Tahmin edilen model sonuçları Eklerde sunulmaktadır.

3.4. Sonuç

Yapılan çalışmada, para, döviz ve tahvil-bono piyasaları arasında özellikle kısa vadede artan bir entegrasyon olduğu görülmektedir.

1996 – 2001 dönemi boyunca, zorunlu karşılık oranlarındaki değişikliklerin, Bankalararası Para Piyasası faiz oranlarındaki değişikliklere nazaran mali piyasalar üzerindeki etkisinin daha baskın ve uzun vadeli olduğu tespit edilmiştir. Ancak zorunlu karşılık oranlarındaki değişikliklerin etkisi belirli bir süre sonra ortaya çıktığı ve çok kısa sürede tersine çevrilemediği göz önüne alındığında, bu aracın likidite yönetiminde kullanılmasının çok uygun olmadığı düşünülmektedir. Bu dönemde, kuru politika değişkeni olarak modele dahil ettiğimizde, mali piyasalar üzerinde faize nazaran kur ve zorunlu karşılıkların daha baskın olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

2002 – 2008 dönemi boyunca mali piyasalar üzerinde TCMB borç alma faiz oranının en güçlü ve en kalıcı etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Daha önce de bahsedildiği gibi bu dönemde, TCMB, 2001 yılında Kamu ve TMSF bünyesindeki bankalardan satın aldığı DİBS'ler, daha sonraki yıllarda ise yoğun sermaye girişleri nedeniyle yapmış olduğu döviz alım ihaleleri nedeniyle piyasada oluşan fazla likiditeyi asıl olarak bünyesinde faaliyet gösteren Bankalararası Para Piyasasındaki Türk lirası depo işlemleri ve İMKB Repo-Ters Repo Pazarındaki ters repo işlemleri ile gecelik vadede sürekli sterilize etmiştir. Bu dönemde zorunlu karşılık oranlarındaki değişikliklerin mali piyasalar üzerindeki etkisinin birinci döneme kıyasla zayıfladığı görülmektedir. TCMB, borç verme faiz oranındaki değişikliklerin

ise mali piyasalar üzerinde fazla likidite koşulları nedeniyle çok fazla etkili olmadığı görölmektedir. Gelişmiş ölkelerin likidite açığına sahip olduğu ve merkez bankalarının sürekli piyasaya fon arz ettiği hususları göz önüne alındığında, Türkiye'nin gelişmiş ölkelerden farklılaştığı tespit edilmiştir.

Para politikasının hisse senedi piyasası üzerinde her iki dönemde de etkili olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır. Hisse senedi piyasasının diğer mali piyasalarla entegrasyonu büyük ölçüde tamamlandığında bu durumun ortadan kalkabileceği düşünölmektedir. Ancak Türkiye özelinde, daha çok büyük firmaların hisse senedi piyasasında faaliyette bulunduğu ve küçük ve orta ölçekli firmaların hala banka finansmanına dayalı bir yapılanmaya sahip olduğu hesaba katıldığında bahsedilen entegrasyonun gerçekteşmesi zor olabilecektir.

Son olarak para politikasının genişletici ve daraltıcı olduğu dönemlerde mali piyasaların istatistiki olarak benzer tepkiler verdiği tespit edilmiştir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER

Çoğu sanayileşmiş ülke 1970'lerin başı ile 1980'lerin sonu arasında, geliştirmekte olan ülkeler ise 1990'lı yıllarda doğrudan para politikası araçlarını terk ederek dolaylı para politikası araçlarını uygulamaya başlamışlardır. Ülkelerin finansal reformları gerçekleştirme düzeyi ve para piyasalarının derinliği ve likiditesi birbirinden farklılık gösterdiğinden para politikası araçlarının seçimi ülkeden ülkeye değişebilmektedir. Parasal otoritelere uygulama açısından daha fazla esneklik sağladığı, kaynakların etkin bir şekilde dağılımını tahsis ettiği, finansal piyasaların gelişmesine ve derinleşmesine katkıda bulunduğu ve bankacılık sektörü üzerinde ilave maliyetler yüklediğinden dolayı para politikası araçlarının doğrudan para politikası araçlarına nazaran daha etkin olduğu kabul edilmektedir.

Ülke uygulamalarına bakıldığında ise, piyasadaki likidite durumuna bağlı olarak kullanılan araçların farklılaştığı görülmektedir. Ayrıca aynı işleve hizmet eden araçlar arasında dahi operasyonel farklılıklar olduğu gözlenmektedir. Olağan dönemde operasyonel uygulamalar anlamında ortaya çıkan bu farklılık olağan dışı durumlarda da görülmekle birlikte, merkez bankalarının son finansal kriz sırasında almış oldukları önlemlere bakıldığında ortak hareket noktalarının olduğu tespit edilmiştir. Bu çerçevede, ülke merkez bankalarınca teminat kapsamı ve merkez bankası operasyonlarına katılabilen katılımcı yelpazesi genişletilmiş, politika faiz oranlarında ciddi indirimlere gidilmiş ve para politikası aracı niteliğinde yeni uygulamalar yürürlüğe girmiştir.

Olağan zamanlarda, piyasaya verilecek ya da piyasadan çekilecek likiditenin miktarı konusunda merkez bankaları makul öngörülerde bulunabilmektedir. Ancak olağan dışı zamanlarda talebin miktarı konusunda tam bir bilgiye sahip olunamamaktadır. Kriz durumlarında piyasaya

ihtiyacından az likidite sunmak fazla likidite sunmaktan daha kötü sonuçlar doğurabilmektedir. Ancak, bu durumda merkez bankaları piyasaya verdiği fazla likiditeyi gerektiğinde çekebileceği araçlara sahip olması gerekebilmektedir.

Merkez bankalarının kriz dönemlerinde sağladığı likiditenin piyasada dengeli bir şekilde dağılması için katılımcı yelpazesini artırarak operasyonlarında kabul edeceği teminat kapsamını genişletmesinin faydalı olabileceği düşünülmektedir.

Merkez bankalarının kriz dönemlerinde gecelik faiz oranları üzerinde daha sıkı bir şekilde kontrolü sürdürmesi için gerekli önlemleri alarak bankalararası para piyasasını desteklemesi hatta gerekirse bankalararası para piyasasının fonksiyonlarını geçici bir süre için üstlenmesi gerekebilmektedir. Bu doğrultuda operasyon sıklığının artırılması (günde birkaç defa), politika faiz oranı etrafında oluşturulmuş bir koridor uygulaması mevcut ise bu koridorun daraltılması ve zorunlu karşılık uygulaması çerçevesinde tutulan mevduatlara politika faiz oranı üzerinden faiz ödenerek kısa vadeli faiz oranları üzerinde istikrar sağlanması yoluna gidilmesi faydalı olabilecektir.

Piyasada tansiyonun arttığı zamanlarda merkez bankası faaliyetlerinin yanlış yorumlanması oldukça maliyetli olabilmektedir. Bu yüzden merkez bankalarının özellikle bu dönemlerde gerek piyasa oyuncuları gerekse medya ile olan iletişimini güçlendirmesi yararlı olabilecektir.

Türkiye özelinde Aralık 2008 sonu itibarıyla bankacılık sistemine yönelik bir nakit önlem paketine ihtiyaç duyulmamıştır. Bunun en önemli nedeni Türkiye'nin benzer bir paketi, 2001 yılında yaşanan krizin ardından uygulamış olmasıdır. Bu dönemde reel sektörü canlandırmak amacıyla ülkemiz özelinde de çeşitli önlemler alınmıştır.

Oluşturulan modelde, 1996 – 2001 dönemi boyunca, kur ve zorunlu karşılık oranlarındaki değişikliklerin, mali piyasalar üzerindeki etkisinin daha baskın ve uzun vadeli olduğu tespit edilmiştir. 2002 – 2008 dönemi boyunca

ise mali piyasalar üzerinde TCMB borç alma faiz oranının en güçlü ve en kalıcı etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.

Yapılan çalışmada, para, döviz ve tahvil-bono piyasaları arasında özellikle kısa vadede artan bir entegrasyon olduğu görülmektedir. Para politikasının hisse senedi piyasası üzerinde her iki dönemde de etkili olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır. Hisse senedi piyasasının diğer mali piyasalarla entegrasyonu büyük ölçüde tamamlandığında bu durumun ortadan kalkabileceği düşünülmektedir. Son olarak para politikasının genişletici ve daraltıcı olduğu dönemlerde mali piyasaların istatistiki olarak benzer tepkiler verdiği tespit edilmiştir.

KAYNAKÇA

- Akçay, A. M. (1997). Para Politikası Araçları Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar. T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı: Ankara. Uzmanlık Yeterlilik Tezi
- Aktaş, Z., Alp H., Gürkaynak R., Kesriyeli M. Ve Orak M. (Aralık 2008). "Türkiye'de Para Politikasının Aktarımı: Para Politikasının Mali Piyasalara Etkisi." Erişim 02 Şubat 2009. Çalışma Tebliği. No: 08/11. www.tcmb.gov.tr.
- Alexander, W.E., Balino, T.J.T. ve Enoch, C. (1995). "The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy." IMF Çalışma Tebliği. 126
- Amisano, G., ve Gianini, C. (1997). Topics In Structural VAR Econometrics. Berlin: Springer Verlag.
- Aydın, H.İ., (Haziran 2007). "Interest Rate Pass-Through in Turkey." Erişim 11 Şubat 2009. Çalışma Tebliği. No: 07/05. www.tcmb.gov.tr.
- Bhattacharya, I. ve Sensarma, R. (2007). How Effective are Monetary Policy Signals in India?. *Journal of Policy Modeling*. 30 (2008). Erişim: Aralık 2008. www.sciencedirect.com.
- Bindseil, U. (2004). Monetary Policy Implementation Theory, Past, And Present. New York. Oxford University Press.
- BIS. Markets Committee. (2008). *Monetary Policy Frameworks And Central Bank Market Operations*.
- BIS. *Quarterly Review*, December 2008.
- BOE. Speech by David Blanchflower, Member of the Monetary Policy Committee. (2009). *Macroeconomic Policy Responses in the UK?*.
- BOE. Speech by Mervyn King, Governor of the BOE. 2009. Nottingham
- BOE. Erişim: Aralık 2008, <http://www.bankofengland.co.uk/about/index.htm>.
- BOE. Para Politikası Genel Çerçeve. Erişim: Aralık 2008. <http://www.bankofengland.co.uk/about/index.htm>.

- BOE. Erişim: Aralık 2008, Red Book.
<http://www.bankofengland.co.uk/markets/money/publications/redbookjan08.pdf>.
- BOE. Erişim: Eylül 2007, Bildiri. 5 Eylül 2007.
<http://www.bankofengland.co.uk/markets/money/documentation/statement070905.pdf>.
- BOE. Erişim: Eylül 2007, Bildiri. 13 Eylül 2007.
<http://www.bankofengland.co.uk/markets/money/documentation/statement070913.pdf>
- BOE. Erişim: Eylül 2007, Bildiri. 20 Eylül 2007.
<http://www.bankofengland.co.uk/markets/money/documentation/statement070920.pdf>
- BOE. Erişim: Eylül 2007, Bildiri. 21 Eylül 2007.
<http://www.bankofengland.co.uk/markets/money/documentation/statement070921.pdf>
- BOE. Erişim: Ocak 2009, Konuşmalar. Blanchflower D. 29 Ocak 2009.
<http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2009/index.htm>.
- BOE. Erişim: Ocak 2009, Konuşmalar. King M. 20 Ocak 2009.
<http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2009/index.htm>.
- BOE. Erişim: Ocak 2009, Basın Duyuruları. 2008.
<http://www.bankofengland.co.uk/publications/news/2008/029.htm>.
- BOE. Erişim: Ekim 2008, Piyasa Bildirisi. 2008.
<http://www.bankofengland.co.uk/markets/marketnotice081008.pdf>.
- BOE. Erişim: Ekim 2008, Piyasa Bildirisi. 2008.
<http://www.bankofengland.co.uk/markets/marketnotice081020.pdf>.
- Borio, C. (1997). The Implementation Of Monetary Policy in Industrial Countries: A Survey. BIS Ekonomi Çalışma Tebliği. No:47.
- Borio, C. ve Nelson, W. (2008). *Monetary Operations and the Financial Turmoil*. BIS Quarterly Review.
- Buzeneca, I. and Maino, R.(2007) .*Monetary Policy Implementation: Results From a Survey*. IMF Çalışma Tebliği.
- Cecchetti, S. G. (2008). *Crisis and Responses: The Federal reserve and The Financial Crisis of 2007-2008*. NBER Çalışma Tebliği. 14134

- CFGS Papers, No:31. (2008). *Central Bank Operations in Response to the Financial Turmoil*.
- Chailloux, A., Gray, S., Klüh U., Shimizu, S. ve Stella, P. (2008). *Central Bank Response to the 2007-2008 Financial Market Turbulence: Experiences and Lessons Drawn*. IMF Working Paper 210.
- Cook, T. ve Hahn, T. (1989). The Effect Of Changes in The Federal Funds Rate Target On Market Interest Rates in The 1970s. *Journal Of Monetary Economics*. 24. s. 331-351.
- Cosimano, T. F. ve McDonald, B. (1998). What's Different Among Banks?. *Journal Of Monetary Economics*. 41. s. 57-70.
- Demiralp, S. ve Jorda, O. (1999). *The Transmission Of Monetary Policy Via Announcement Effects*. University of California Davis.
- ECB. (2006). Erişim: Ocak 2009, Konuşmalar. 16 Ocak 2009, <http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090116.en.html>
- ECB. Monthly Bulletin, (2008). The Eurosystems's Open Market Operations During The Recent Period of Financial Market Volatility.
- ECB. Speech by Mr. Jean-Claude Trichet, President of the ECB. Economic Club of New York, (2008). *The Financial Turbulence- Where Do We stand?*.
- ECB. (2006). Erişim: Temmuz 2008, The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area. <http://www.ecb.int/mopol/html/index.en.html>
- ECB. Monthly Bulletin. (2002). The Liquidity Management of the ECB.
- ECB. Erişim: Mart 2008, Basın Duyuruları. 28 Mart 2008, European Central Bank, <http://www.ecb.int/press/pr/date/2008/html/pr080328.en.html>.
- ECB. Erişim: Mart 2008, Basın Duyuruları. 15 Ekim 2008, European Central Bank, <http://www.ecb.int/press/pr/date/2008/html/pr081015.en.html>.
- Edelberg, W. ve Marshall, D. (1996). *Monetary Policy Shocks And Long-Term Interest Rates*. Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives.
- Eichenbaum, M. ve Evans, C. L. (1995). Some Empirical Evidence On The Effects Of Shocks To Monetary Policy On Exchange Rates. *Quarterly Journal of Economics*, 110.
- Fabozzi, F. J. ve Thurston, T. b. (1986). State Taxes and Reserve Requirements As Major Determinants of Yield Spreads Among

Money Market Instruments. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21.

- Fama, E. F. (1985). What's different about banks?. *Journal of Monetary Economics*, 15.
- FED. (2003). Erişim: Ağustos 2007, Basın Duyuruları. 17 Ağustos 2007. <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20070817a.htm>
- FED. (2003). Erişim: Aralık 2007, Basın Duyuruları. 12 Aralık 2007. <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20071212a.htm>
- FED. (2003). Erişim: Mart 2008, Basın Duyuruları. 11 Mart 2008. <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20080311a.htm>
- FED. (2003). Erişim: Mart 2008, Basın Duyuruları. 16 Mart 2008. <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20080316a.htm>
- FED. (2003). Erişim: Mart 2008, Basın Duyuruları. 17 Mart 2008. <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20080317a.htm>
- FED. (2003). Erişim: Temmuz 2008, Basın Duyuruları. 30 Temmuz 2008. <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20080730a.htm>
- FED. (2003). Erişim: Eylül 2008, Basın Duyuruları. 19 Eylül 2008. <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20080919a.htm>
- FED. (2003). Erişim: Ekim 2008, Basın Duyuruları. 6 Ekim 2008. <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081006a.htm>
- FED. (2003). Erişim: Ekim 2008, Basın Duyuruları. 21 Ekim 2008. <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081021a.htm>
- FED. (2003). Erişim: Ekim 2008, Basın Duyuruları. 22 Ekim 2008. <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081022a.htm>
- FED. (2003). Erişim: Ekim 2008, Basın Duyuruları. 28 Ekim 2008. <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081028a.htm>

- FED. (2003). Erişim: Kasım 2008, Basın Duyuruları. 5 Kasım 2008. <http://www.Federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081105a.htm> .
- FED. (2003). Erişim: Kasım 2008, Basın Duyuruları. 25 Kasım 2008. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081125a.htm>.
- FED. (2003). Erişim: Şubat 2008, Konuşmalar. 15 Şubat 2008. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/mishkin20080215a.htm>.
- FED. (2003). Erişim: Mayıs 2008, Konuşmalar. 13 Mayıs 2008. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20080513.htm>.
- FED. (2003). Erişim: Ocak 2009, Konuşmalar. 13 Ocak 2009. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>.
- FED. (2003). Erişim: Temmuz 2008, The Structure of the Federal Reserve System. <http://www.Federalreserve.gov/pubs/frseries/frseri.htm>.
- FED. (2003). Erişim: Temmuz 2008, The Structure of the Federal Reserve System. <http://www.Federalreserve.gov/pubs/frseries/frseri2.htm>.
- FED. (2003). Erişim: Temmuz 2008, The Structure of the Federal Reserve System. <http://www.Federalreserve.gov/pubs/frseries/frseri3.htm>
- FED. (2003). Erişim: Temmuz 2008, The Structure of the Federal Reserve System. <http://www.Federalreserve.gov/pubs/frseries/frseri4.htm>
- FED. (2003). Erişim: Temmuz 2008, The Federal Reserve System Purposes and Functions. 1994. <http://www.Federalreserve.gov/pf/pf.htm>.
- FED. (2003). Erişim: Temmuz 2008, The Federal Reserve Bulletin. 1993. <http://www.Federalreserve.gov/pubs/bulletin/1993>
- FED. (2003). Erişim: Temmuz 2008, The Federal Reserve Bulletin. 1997. <http://www.Federalreserve.gov/pubs/bulletin/1997>.
- FED. (2003). Erişim: Temmuz 2008, Reserve Maintenance Manual. 2008. <http://www.Federalreserve.gov/pubs>.

- FED. (2003). Erişim: Temmuz 2008, Terms and Conditions for TAF. 2008. <http://www.Federalreserve.gov/monetarypolicy/tafterms.htm>.
- FED. (2003). Erişim: Ağustos 2008, Federal Reserve Discount Window. <http://www.frbdiscountwindow.org/discountwindowbook.cfm?hdrID=14&dtIID=43>
- Güneş, H. (1990). Türkiye’de Para Arzını Kontrol Araçlarının Etkinliği. İstanbul. İstanbul Ticaret Odası
- Goodman, J. B. (1992). Monetary Sovereignty: The Politics Of Central Banking in Western Europe. Cornell University Press.
- Gray, S. ve Talbot, N. (2006). Monetary Operations. Handbooks in Central Banking. No: 24
- İnal G. D. Temmuz 2006). Türkiye’de Para Politikası Faiz Kararlarının Uzun Dönemli Faizler Üzerindeki Etkisi. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara:Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- James, C., Some Evidence on the Uniqueness of Bank Loans. *Journal of Financial Economics*, 19.
- Kasapoğlu, Ö. (Şubat 2007). Parasal Aktarım Mekanizmaları:Türkiye İçin Uygulama. Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara:Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- Kesriyeli, M. (Mart 1997). 1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri. Yayın No: 97/4. Erişim: Mart 2009. <http://www.tcmb.gov.tr>.
- Keyder, N. (2002). Para, Teori-Politika-Uygulama. Ankara.
- Laurens, B. J. ve Staff Team. (2005). *Monetary Policy Implementation at Different Stages of Market Development*. IMF. Özel Çalışma Tebliği, 244.
- Lewis, K. K. (1995). Are Foreign Exchange Intervention And Monetary Policy Related, And Does It Really Matter. *Journal of Business*. 68.
- Milne, A. ve Wood, G., (2008). Banking Crisis Solutions Old and New. Federal Reserve Bank of St. Louis Review
- New York FED. Erişim: Ağustos 2008, Securities Lending. 2008. <http://www.newyorkfed.org/markets/securitieslending.html>.
- New York FED. Erişim: Mart 2008, Term Securities Lending Facility. 2008. http://www.newyorkfed.org/markets/tslf_terms.html.

- New York FED. Erişim: Mart 2008, Primary Dealer Credit Facility. 2008.
http://www.newyorkfed.org/markets/pdcf_terms.html.
- New York FED. Erişim: Ekim 2008, Commercial Paper Funding Facility. 2008.
http://www.newyorkfed.org/markets/cpff_faq.html.
- New York FED. Erişim: Ekim 2008, Money Market Investor Funding Facility. 2008.
http://www.newyorkfed.org/markets/mmiff_terms.html.
- New York FED. Erişim: Kasım 2008, Term Asset – Backed Securities Loan Facility. 2008.
http://www.newyorkfed.org/markets/mmiff_terms.html.
- Oktar, S. (1996). Merkez Bankalarının Bağımsızlığı. Bilim Teknik Yayınevi
- Orhan, Z. O., Erdoğan, S. (2003). Para Politikası. Avcı Ofset
- Parasız, İ. (2005). Para Banka ve Finansal Piyasalar. İstanbul. Ezgi Kitabevi
- Parasız, İ. (2007). Para Teorisi ve Politikası. İstanbul. Ezgi Kitabevi
- Radecki, L., ve Reinhart, V. (1994). The Financial Linkages In The Transmission Of Monetary Policy In The United States. In *National Differences In Interest Rate Transmission*. BIS.
- Roley, V. V. ve Sellon, G. H. (1995). *Monetary Policy Actions And Long Term Interest Rates*. Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Quarterly, 80.
- Scott E. H. ve Stewart, J. D., (2002), Reserve Requirements: A Modern Perspective. *Economic Review*. 4. Çeyrek Sayısı. Federal Reserve Bank Of Atlanta.
- Simon G. ve Talbot, N. (2006). Monetary Operations. Handbooks in Central Banking No:24.
- Sims, C. A. (1980). Macroeconomics and Reality. *Econometrica*, 48.
- Sims, C. A., Stock, J. H. ve Watson, M. W. (1990). Inference In Linear Time Series Models With Some Unit Roots. *Econometrica*, 58.
- Slovin, M. B., Sushka, M. E. ve Bendeck, Y. M. (1990). The Market Valuation Effects of Reserve Regulation. *Journal of Monetary Economics*. 25.
- TCMB.(2007-28). Merkez Bankası Likidite Senetleri İhracına İlişkin Basın Duyurusu.

- TCMB. (2005). Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası.
- TCMB. (2006). 2000 ve Şubat 2001 Krizlerindeki Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Likidite Yönetimi ve Döviz İşlemlerine İlişkin Bilgi Notu. Erişim 13 Şubat 2009. Basın Duyurusu. Sayı: 2001-8.
- TCMB. (2006). Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2007. Erişim: Ocak 2009. <http://www.tcmb.gov.tr>
- TCMB. (2006). Finansal İstikrar Raporu, Kasım 2008. Erişim: Ocak 2009. <http://www.tcmb.gov.tr>
- TCMB. 1989 Yıllık Rapor.
- TCMB. 2001 Yıllık Rapor.
- TCMB. (2006). Açık Piyasa İşlemleri Uygulama Talimatı, Nisan 2004.
- TCMB. (2006). Bankalararası Para Piyasası Uygulama Talimatı, Temmuz 2007
- TCMB. (2006). Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası. 2005. Erişim: 7 Ocak 2009. <http://www.tcmb.gov.tr>.
- TCMB. (2006). Dünden Bugüne Merkez Bankacılığı. 2008. Erişim: Aralık 2008. <http://www.tcmb.gov.tr>.
- TCMB. (2006). Erişim 1 Aralık 2008, Basın Duyurusu, 2001-03. <http://www.tcmb.gov.tr>
- TCMB. (2006). Erişim 7 Aralık 2008, Basın Duyurusu, 2001-08. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, <http://www.tcmb.gov.tr>
- TCMB. (2006). Erişim 2 Aralık 2008, Basın Duyurusu, 2005-52. <http://www.tcmb.gov.tr>
- TCMB. (2006). Erişim 27 Aralık 2008, Basın Duyurusu, 2008-58. <http://www.tcmb.gov.tr>.
- TCMB. (2006). Erişim 27 Aralık 2008, Basın Duyurusu, 2008-62. <http://www.tcmb.gov.tr>
- TCMB. (2006). Erişim 27 Aralık 2008, Basın Duyurusu, 2008-63. <http://www.tcmb.gov.tr>.
- TCMB. (2006). Erişim 27 Aralık 2008, Basın Duyurusu, 2008-64. <http://www.tcmb.gov.tr>.

- TCMB. (2006). Erişim 27 Aralık 2008, Basın Duyurusu, 2009-12.
<http://www.tcmb.gov.tr>.
- TCMB. (2006). Erişim 13 şubat 2009, Başkanın Konuşmaları, 27 Aralık 2008,
<http://www.tcmb.gov.tr>.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu (Aralık 2005). Ankara.
- Vahamaa, S. (2004). *Option-Implied Asymmetries In Bond Market Expectations Around Monetary Policy Actions Of The ECB*. ECB Çalışma Tebliği No. 315.
- Whitesell, W. (2006). *Monetary Policy Implementation Without Averaging or Rate Corridors*. Washington, D.C. Federal Reserve Board.
- Whitesell, W.(2003)., *Tunnels and Reserves in Monetary Policy Implementation*. Federal Reserve Board.
- William, E. A., Tomas J.T. B. and Charles E. (1995). *The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy*. Washington DC. IMF.
- Yılmaz, İ. (2006). Merkez Bankası Bağımsızlığı, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Avrupa Merkez Bankaları Sistemi ve Federal Rezerv Sistem. Yüksek Lisans Tezi.
- Yueh-Yun, C. O.(2007). *Reserve Requirement Systems in OECD Countries*. Washington. D.C. Federal Reserve Board.

EKLER

BİRİNCİ DÖNEM ADF TEST SONUÇLARI

Birinci Dönem	Test Biçimi	Gecikme Uzunluğu	ADF Değeri	MacKinnon Kritik Değerleri		
				1%	5%	10%
DIBS	Düzey+ Sabit Terim	0	-2.05	-3.54	-2.91	-2.59
	Düzey+ Sabit ve Trend Terim	0	-2.22	-4.12	-3.49	-3.17
	Düzey	0	-0.96	-2.60	-1.95	-1.61
LENDEKS	Düzey+ Sabit Terim	2	-1.37	-3.55	-2.91	-2.59
	Düzey+ Sabit ve Trend Terim	2	-1.94	-4.12	-3.49	-3.17
	Düzey	2	1.21	-2.61	-1.95	-1.61
FAIZ	Düzey+ Sabit Terim	10	-4.47	-3.57	-2.92	-2.60
	Düzey+ Sabit ve Trend Terim	10	-4.69	-4.15	-3.50	-3.18
	Düzey	10	-0.13	-2.61	-1.95	-1.61
LKURA	Düzey+ Sabit Terim	1	-0.20	-3.56	-2.92	-2.60
	Düzey+ Sabit ve Trend Terim	4	-3.96	-4.14	-3.50	-3.18
	Düzey	0	-2.62	-2.60	-1.95	-1.61
REPO2	Düzey+ Sabit Terim	6	-2.94	-3.56	-2.92	-2.60
	Düzey+ Sabit ve Trend Terim	7	-2.94	-4.14	-3.50	-3.18
	Düzey	8	-0.76	-2.61	-1.95	-1.61
ZRTL	Düzey+ Sabit Terim	6	0.14	-3.56	-2.92	-2.60
	Düzey+ Sabit ve Trend Terim	4	-1.91	-4.13	-3.49	-3.17
	Düzey	11	-1.52	-2.61	-1.95	-1.61

Birinci Dönem	Test Biçimi	Gecikme Uzunluğu	ADF Değeri	MacKinnon Kritik Değerleri		
				1%	5%	10%
DIBS	Birinci Fark+ Sabit Terim	1	-6.30	-3.55	-2.91	-2.59
	Birinci Fark+ Sabit ve Trend Terim	1	-6.25	-4.12	-3.49	-3.17
	Birinci Fark	1	-6.36	-2.61	-1.95	-1.61
LENDEKS	Birinci Fark+ Sabit Terim	2	-3.46	-3.55	-2.91	-2.59
	Birinci Fark+ Sabit ve Trend Terim	2	-3.43	-4.13	-3.49	-3.17
	Birinci Fark	2	-3.25	-2.61	-1.95	-1.61
FAIZ	Birinci Fark+ Sabit Terim	10	-4.38	-3.57	-2.92	-2.60
	Birinci Fark+ Sabit ve Trend Terim	10	-4.17	-4.16	-3.50	-3.18
	Birinci Fark	10	-4.51	-2.61	-1.95	-1.61
LKURA	Birinci Fark+ Sabit Terim	5	-2.39	-3.56	-2.92	-2.60
	Birinci Fark+ Sabit ve Trend Terim	6	-3.27	-4.13	-3.49	-3.18
	Birinci Fark	1	-3.57	-2.60	-1.95	-1.61
REPO2	Birinci Fark+ Sabit Terim	6	-3.70	-3.56	-2.92	-2.60
	Birinci Fark+ Sabit ve Trend Terim	7	-3.26	-4.15	-3.50	-3.18
	Birinci Fark	8	-3.33	-2.61	-1.95	-1.61
ZRTL	Birinci Fark+ Sabit Terim	12	-1.36	-3.58	-2.93	-2.60
	Birinci Fark+ Sabit ve Trend Terim	8	-3.15	-4.15	-3.50	-3.18
	Birinci Fark	0	-7.62	-2.60	-1.95	-1.61

İKİNCİ DÖNEM ADF TEST SONUÇLARI

İkinci Dönem	Test Biçimi	Gecikme Uzunluğu	ADF Değeri	MacKinnon Kritik Değerleri		
				1%	5%	10%
DİBS	Düzyey+ Sabit Terim	13	-4.76	-3.53	-2.90	-2.59
	Düzyey+ Sabit ve Trend Terim	13	-3.73	-4.09	-3.48	-3.17
	Düzyey	13	-3.16	-2.60	-1.95	-1.61
LENDEKS	Düzyey+ Sabit Terim	1	-1.38	-3.51	-2.90	-2.59
	Düzyey+ Sabit ve Trend Terim	13	-0.01	-4.07	-3.46	-3.16
	Düzyey	0	0.78	-2.59	-1.94	-1.61
LKURA	Düzyey+ Sabit Terim	6	-2.48	-3.52	-2.90	-2.59
	Düzyey+ Sabit ve Trend Terim	4	-2.73	-4.08	-3.47	-3.16
	Düzyey	6	-0.76	-2.60	-1.95	-1.61
REPO2	Düzyey+ Sabit Terim	0	-3.63	-3.51	-2.90	-2.59
	Düzyey+ Sabit ve Trend Terim	0	-1.62	-4.07	-3.46	-3.16
	Düzyey	8	-2.37	-2.59	-1.94	-1.61
REPOM	Düzyey+ Sabit Terim	1	-3.02	-3.51	-2.90	-2.59
	Düzyey+ Sabit ve Trend Terim	1	-1.85	-4.07	-3.47	-3.16
	Düzyey	1	-3.37	-2.59	-1.94	-1.61
RREPOM	Düzyey+ Sabit Terim	3	-1.94	-3.51	-2.90	-2.59
	Düzyey+ Sabit ve Trend Terim	3	-1.01	-4.08	-3.47	-3.16
	Düzyey	5	-1.58	-4.08	-3.47	-3.16
ZRTL	Düzyey+ Sabit Terim	0	-2.27	-3.50	-2.89	-2.55
	Düzyey+ Sabit ve Trend Terim	0	-1.96	-4.06	-3.46	-3.15
	Düzyey	0	0.70	-2.59	-1.94	-1.61

İkinci Dönem	Test Biçimi	Gecikme Uzunluğu	ADF Değeri	MacKinnon Kritik Değerleri		
				1%	5%	10%
DİBS	Birinci Fark+ Sabit Terim	13	-1.79	-3.53	-2.90	-2.59
	Birinci Fark+ Sabit ve Trend Terim	13	-3.92	-4.10	-3.48	-3.17
	Birinci Fark	13	-1.32	-2.60	-1.95	-1.61
LENDEKS	Birinci Fark+ Sabit Terim	2	-6.42	-3.51	-2.90	-2.59
	Birinci Fark+ Sabit ve Trend Terim	2	-1.80	-4.10	-3.48	-3.17
	Birinci Fark	2	-7.77	-2.59	-1.94	-1.61
LKURA	Birinci Fark+ Sabit Terim	8	-2.71	-3.52	-2.90	-2.59
	Birinci Fark+ Sabit ve Trend Terim	8	-2.60	-4.09	-3.47	-3.16
	Birinci Fark	10	-2.81	-2.60	-1.95	-1.61
REPO2	Birinci Fark+ Sabit Terim	2	-3.92	-3.51	-2.90	-2.59
	Birinci Fark+ Sabit ve Trend Terim	13	-2.18	-4.10	-3.48	-3.17
	Birinci Fark	13	-1.15	-2.60	-1.95	-1.61
REPOM	Birinci Fark+ Sabit Terim	0	-5.07	-3.51	-2.90	-2.59
	Birinci Fark+ Sabit ve Trend Terim	0	-3.26	-4.15	-3.50	-3.18
	Birinci Fark	0	-5.64	-4.07	-3.47	-3.16
RREPOM	Birinci Fark+ Sabit Terim	13	-1.00	-3.53	-2.90	-2.59
	Birinci Fark+ Sabit ve Trend Terim	13	-2.02	-4.10	-3.48	-3.17
	Birinci Fark	13	-0.97	-2.60	-1.95	-1.61
ZRTL	Birinci Fark+ Sabit Terim	0	-9.70	-3.50	-2.89	-2.58
	Birinci Fark+ Sabit ve Trend Terim	0	-9.80	-4.06	-3.46	-3.16
	Birinci Fark	0	-9.64	-2.59	-1.94	-1.61

UYGUN GECİKME UZUNLUĞU SONUÇLARI

3.1. Birinci Dönem

Gecikme	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	424936.8	29.98675	30.42875	30.15722
1	507.9567	26.14004	20.27755	22.04554*	20.95939
2	73.163	16.89816	19.78181	22.87578	20.97503
3	62.39504	11.87594	19.27999	23.69996	20.9846
4	57.00542*	7.935225	18.57742	24.32337	20.79341
5	34.16759	11.01366	18.35768	25.42962	21.08505
6	38.83586	9.847965	17.26377	25.66171	20.50253
7	41.65037	3.748376*	14.43207*	24.15599	18.18220*

3.2. İkinci Dönem

Gecikme	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	3.40E-32	-52.59389	-51.76018*	-52.25964
1	146.8503*	1.39e-32*	-53.49716*	-51.20446	-52.57795*
2	24.16359	3.36E-32	-52.66189	-48.9102	-51.15773
3	18.41653	9.00E-32	-51.77174	-46.56106	-49.68263
4	20.86277	2.37E-31	-50.98138	-44.31171	-48.30732

SVAR MODELİ SONUÇLARI

4.1. Birinci Dönem

	ZRTL	FAIZ	REPO2	LKURA	DIBS	LENDEKS
ZRTL(-1)	1.227613	5.134515	7.953154	0.031169	8.467243	-0.052993
	-0.12142	-3.63503	-4.8054	-0.01662	-7.00699	-0.0866
	[10.1103]	[1.41251]	[1.65504]	[1.87511]	[1.20840]	[-0.61193]
ZRTL(-2)	-0.081366	-11.05849	-12.04242	-0.028345	-16.55485	0.265823
	-0.12471	-3.73344	-4.9355	-0.01707	-7.19669	-0.08894
	[-0.65244]	[-2.96201]	[-2.43996]	[-1.66029]	[-2.30034]	[2.98867]
ZRTL(-3)	0.05359	1.953624	4.235509	-0.001653	0.294283	-0.16553
	-0.14375	-4.30337	-5.68893	-0.01968	-8.2953	-0.10252
	[0.37281]	[0.45398]	[0.74452]	[-0.08398]	[0.03548]	[-1.61459]
ZRTL(-4)	-0.14247	2.12381	0.240475	0.000891	2.93058	0.062473
	-0.12512	-3.74564	-4.95163	-0.01713	-7.2202	-0.08923
	[-1.13869]	[0.56701]	[0.04856]	[0.05204]	[0.40589]	[0.70011]
FAIZ(-1)	0.002302	-0.189522	-0.297317	0.002228	0.063955	0.005852
	-0.00737	-0.22054	-0.29155	-0.00101	-0.42512	-0.00525
	[0.31245]	[-0.85935]	[-1.01979]	[2.20915]	[0.15044]	[1.11384]
FAIZ(-2)	0.007943	-0.249308	0.055229	-0.000686	-0.748591	0.002907
	-0.00746	-0.22329	-0.29518	-0.00102	-0.43042	-0.00532
	[1.06491]	[-1.11652]	[0.18710]	[-0.67163]	[-1.73921]	[0.54639]
FAIZ(-3)	0.005299	0.006238	0.287145	0.000274	-0.248993	0.004896
	-0.00651	-0.19495	-0.25771	-0.00089	-0.37579	-0.00464
	[0.81377]	[0.03200]	[1.11420]	[0.30686]	[-0.66259]	[1.05421]
FAIZ(-4)	-0.045533	-0.061997	0.034511	0.001507	-0.55197	0.008801
	-0.00629	-0.18844	-0.24911	-0.00086	-0.36324	-0.00449
	[-7.23373]	[-0.32900]	[0.13854]	[1.74882]	[-1.51958]	[1.96048]
REPO2(-1)	0.000509	0.206292	0.325858	-0.001619	0.020587	-0.005582
	-0.00713	-0.21349	-0.28223	-0.00098	-0.41153	-0.00509
	[0.07141]	[0.96628]	[1.15458]	[-1.65833]	[0.05002]	[-1.09742]
REPO2(-2)	-0.006228	0.233463	-0.063965	0.000939	0.656561	-0.002228
	-0.00702	-0.21028	-0.27799	-0.00096	-0.40535	-0.00501
	[-0.88671]	[1.11024]	[-0.23010]	[0.97664]	[1.61975]	[-0.44469]
REPO2(-3)	-0.006079	-3.25E-05	-0.248372	-0.000701	0.275978	-0.005792
	-0.00654	-0.1958	-0.25884	-0.0009	-0.37742	-0.00466
	[-0.92949]	[-0.00017]	[-0.95957]	[-0.78296]	[0.73122]	[-1.24177]
REPO2(-4)	0.043974	0.088198	-0.020188	-0.001131	0.700357	-0.009912
	-0.00629	-0.18819	-0.24878	-0.00086	-0.36276	-0.00448
	[6.99523]	[0.46866]	[-0.08115]	[-1.31435]	[1.93062]	[-2.21076]
LKURA(-1)	-2.327501	39.69224	25.73516	1.551807	-0.090489	0.853173
	-1.46055	-43.7245	-57.8026	-0.19995	-84.2847	-1.04167
	[-1.59358]	[0.90778]	[0.44522]	[7.76114]	[-0.00107]	[0.81904]
LKURA(-2)	6.246606	-36.09985	-2.004835	-0.976676	-125.4135	-0.209024
	-2.48727	-74.4615	-98.436	-0.3405	-143.534	-1.77394
	[2.51143]	[-0.48481]	[-0.02037]	[-2.86835]	[-0.87375]	[-0.11783]
LKURA(-3)	-3.780566	6.196303	-13.0424	0.315829	122.6151	-0.247261
	-1.64969	-49.3869	-65.2881	-0.22584	-95.1997	-1.17657
	[-2.29168]	[0.12546]	[-0.19977]	[1.39847]	[1.28798]	[-0.21015]
LKURA(-4)	-0.264915	-13.05748	-11.52892	0.095912	-7.108781	-0.058744
	-1.24394	-37.2398	-49.2299	-0.17029	-71.7845	-0.88718
	[-0.21296]	[-0.35063]	[-0.23419]	[0.56322]	[-0.09903]	[-0.06621]
DIBS(-1)	0.00046	0.288171	0.481082	-0.001094	0.78455	-0.000156
	-0.00509	-0.15237	-0.20143	-0.0007	-0.29371	-0.00363
	[0.09038]	[1.89125]	[2.38834]	[-1.56940]	[2.67114]	[-0.04296]
DIBS(-2)	-0.006682	-0.180557	-0.549214	0.00149	-0.042791	0.002514
	-0.00716	-0.21442	-0.28346	-0.00098	-0.41333	-0.00511
	[-0.93286]	[-0.84206]	[-1.93752]	[1.51937]	[-0.10353]	[0.49210]
DIBS(-3)	0.007148	-0.027759	0.190808	-0.000155	-0.462101	0.003041
	-0.00706	-0.2114	-0.27947	-0.00097	-0.40751	-0.00504
	[1.01218]	[-0.13131]	[0.68275]	[-0.16024]	[-1.13396]	[0.60385]
DIBS(-4)	0.003301	0.10396	0.108633	3.39E-05	0.35031	-0.004006
	-0.00438	-0.1311	-0.17331	-0.0006	-0.25271	-0.00312
	[0.75375]	[0.79298]	[0.62681]	[0.05660]	[1.38619]	[-1.28254]

	ZRTL	FAIZ	REPO2	LKURA	DIBS	LENDEKS
LENDEKS(-1)	-0.68389	13.1539	17.1364	-0.067395	-1.37432	1.112223
	-0.36566	-10.9468	-14.4713	-0.05006	-21.1014	-0.26079
	[-1.87029]	[1.20162]	[1.18416]	[-1.34633]	[-0.06513]	[4.26480]
LENDEKS(-2)	0.039417	-11.58455	-28.60287	0.141501	-1.50959	-0.214115
	-0.5626	-16.8426	-22.2654	-0.07702	-32.4663	-0.40125
	[0.07006]	[-0.68781]	[-1.28463]	[1.83723]	[-0.04650]	[-0.53362]
LENDEKS(-3)	0.447378	-13.85358	-4.932254	-0.116198	-46.48099	0.331015
	-0.52879	-15.8303	-20.9272	-0.07239	-30.515	-0.37713
	[0.84605]	[-0.87513]	[-0.23569]	[-1.60517]	[-1.52322]	[0.87771]
LENDEKS(-4)	0.040912	17.25656	16.59078	0.033917	46.22909	-0.487458
	-0.34565	-10.3477	-13.6793	-0.04732	-19.9465	-0.24652
	[0.11836]	[1.66768]	[1.21284]	[0.71679]	[2.31766]	[-1.97737]
C	-0.180058	17.72317	39.07307	-0.007277	78.0617	1.646908
	-1.76811	-52.932	-69.9746	-0.24205	-102.033	-1.26103
	[-0.10184]	[0.33483]	[0.55839]	[-0.03006]	[0.76506]	[1.30601]
DUMZRY	0.161138	-4.441096	-2.974067	0.007709	-2.259973	0.047894
	-0.05501	-1.64686	-2.1771	-0.00753	-3.17453	-0.03923
	[2.92922]	[-2.69671]	[-1.36607]	[1.02363]	[-0.71191]	[1.22074]
D0011	0.032957	39.41294	33.33446	0.011603	3.99819	-0.084962
	-0.20338	-6.08853	-8.04887	-0.02784	-11.7364	-0.14505
	[0.16205]	[6.47331]	[4.14151]	[0.41674]	[0.34066]	[-0.58574]
D0012	-1.739364	150.3558	155.6183	-0.046291	30.89121	-0.248838
	-0.22318	-6.68131	-8.8325	-0.03055	-12.8791	-0.15917
	[-7.79359]	[22.5039]	[17.6188]	[-1.51513]	[2.39856]	[-1.56332]
D0102	0.500142	380.0563	381.7665	0.067669	39.5868	0.115522
	-0.49365	-14.7785	-19.5368	-0.06758	-28.4875	-0.35208
	[1.01314]	[25.7168]	[19.5409]	[1.00132]	[1.38962]	[0.32812]
R-Kare	0.994398	0.995222	0.991422	0.999404	0.950711	0.985508
Düzeltilmiş R-Kare	0.988797	0.990445	0.982844	0.998807	0.901422	0.971016
F İstatistiği	177.5222	208.3043	115.578	1675.65	19.28842	68.00264
Log Olasılığı	38.43552	-155.3129	-171.223	151.7813	-192.7215	57.70072
Akaike AIC	-0.331071	6.467121	7.025369	-4.308116	7.779703	-1.007043
Schwarz SC	0.708376	7.506568	8.064816	-3.268669	8.81915	0.032404

4.2. İkinci Dönem

	ZRTL	RREPOM	REPOM	REPO2	LKURA	DIBS	LENDEKS
ZRTL(-1)	0.501372	1.018788	0.964579	0.387129	0.067422	10.2902	-0.21727
	-0.08706	-0.58384	-0.70845	-0.8462	-0.02787	-2.02521	-0.06503
	[5.75887]	[1.74498]	[1.36154]	[0.45749]	[2.41900]	[5.08106]	[-3.34095]
ZRTL(-2)	0.076411	-0.69936	-0.70421	-1.18636	0.02989	-0.98932	0.005098
	-0.09017	-0.60468	-0.73374	-0.87641	-0.02887	-2.09752	-0.06735
	[0.84742]	[-1.15658]	[-0.95975]	[-1.35366]	[1.03543]	[-0.47166]	[0.07569]
ZRTL(-3)	0.056264	0.188185	0.247948	-0.34128	0.010695	-1.24434	-0.08543
	-0.07518	-0.50418	-0.61178	-0.73074	-0.02407	-1.74887	-0.05616
	[0.74838]	[0.37325]	[0.40529]	[-0.46704]	[0.44434]	[-0.71151]	[-1.52118]
RREPOM(-1)	0.22067	2.114572	1.480559	1.971753	0.012822	0.433256	-0.00278
	-0.06561	-0.43999	-0.53389	-0.6377	-0.021	-1.52622	-0.04901
	[3.36337]	[4.80599]	[2.77314]	[3.09196]	[0.61044]	[0.28388]	[-0.05670]
RREPOM(-2)	-0.58947	-0.93694	-1.16062	-0.60968	-0.02307	-1.40042	-0.00789
	-0.06956	-0.46645	-0.566	-0.67606	-0.02227	-1.61801	-0.05196
	[-8.47473]	[-2.00867]	[-2.05056]	[-0.90182]	[-1.03607]	[-0.86552]	[-0.15192]
RREPOM(-3)	0.351148	-0.15265	-0.0731	-0.36415	0.026409	1.723784	-0.07541
	-0.06453	-0.43277	-0.52514	-0.62724	-0.02066	-1.50119	-0.04821
	[5.44130]	[-0.35272]	[-0.13920]	[-0.58055]	[1.27829]	[1.14828]	[-1.56431]
REPOM(-1)	-0.18568	-0.74433	0.083318	-0.41974	-0.01381	-0.51586	0.033204
	-0.05369	-0.36002	-0.43686	-0.5218	-0.01719	-1.24883	-0.0401
	[-3.45859]	[-2.06746]	[0.19072]	[-0.80441]	[-0.80326]	[-0.41308]	[0.82800]
REPOM(-2)	0.459532	1.045413	1.142426	0.777267	0.016325	1.939906	0.010563
	-0.05697	-0.38203	-0.46357	-0.5537	-0.01824	-1.32518	-0.04255
	[8.06656]	[2.73646]	[2.46443]	[1.40376]	[0.89513]	[1.46388]	[0.24823]
REPOM(-3)	-0.30441	-0.35491	-0.38614	-0.09649	-0.04159	-3.03433	0.070532
	-0.04828	-0.32379	-0.3929	-0.46929	-0.01546	-1.12316	-0.03607
	[-6.30462]	[-1.09611]	[-0.98279]	[-0.20562]	[-2.69092]	[-2.70161]	[1.95563]
REPO2(-1)	0.039863	0.021443	-0.01991	-0.10548	0.007922	0.425709	-0.03794
	-0.01942	-0.13024	-0.15804	-0.18877	-0.00622	-0.45179	-0.01451
	[2.05249]	[0.16464]	[-0.12600]	[-0.55878]	[1.27417]	[0.94228]	[-2.61512]
REPO2(-2)	-0.03831	-0.26432	-0.30091	-0.43616	0.008661	0.17059	-0.01762
	-0.01999	-0.13406	-0.16268	-0.19431	-0.0064	-0.46504	-0.01493
	[-1.91623]	[-1.97159]	[-1.84974]	[-2.24468]	[1.35323]	[0.36683]	[-1.17967]
REPO2(-3)	0.063655	0.272637	0.260838	0.136304	0.016813	1.22357	-0.01316
	-0.01997	-0.13393	-0.16252	-0.19412	-0.00639	-0.46458	-0.01492
	[3.18727]	[2.03565]	[1.60499]	[0.70218]	[2.62962]	[2.63372]	[-0.88201]
LKURA(-1)	-0.34834	4.122438	4.651096	1.125514	1.232848	-6.27596	0.00658
	-0.46889	-3.14443	-3.81554	-4.55744	-0.15011	-10.9073	-0.35025
	[-0.74291]	[1.31103]	[1.21899]	[0.24696]	[8.21292]	[-0.57539]	[0.01879]
LKURA(-2)	0.714007	1.856896	1.676824	2.840158	-0.52377	27.93714	-0.30373
	-0.73584	-4.93465	-5.98784	-7.15212	-0.23557	-17.1172	-0.54966
	[0.97032]	[0.37630]	[0.28004]	[0.39711]	[-2.22339]	[1.63211]	[-0.55259]
LKURA(-3)	-0.19921	-8.27777	-8.89554	-7.93383	0.002146	-25.693	0.39231
	-0.56983	-3.82137	-4.63696	-5.53857	-0.18243	-13.2555	-0.42565
	[-0.34958]	[-2.16618]	[-1.91840]	[-1.43247]	[0.01176]	[-1.93829]	[0.92167]

	ZRTL	RREPOM	REPOM	REPO2	LKURA	DIBS	LENDEKS
DIBS(-1)	-0.02533	-0.02722	-0.05874	-0.04008	-0.00219	0.719561	0.005728
	-0.00823	-0.05519	-0.06697	-0.07999	-0.00263	-0.19145	-0.00615
	[-3.07745]	[-0.49316]	[-0.87703]	[-0.50101]	[-0.83280]	[3.75845]	[0.93167]
DIBS(-2)	0.036538	-0.02617	0.007712	0.051441	-0.00048	-0.18684	0.002793
	-0.0106	-0.07106	-0.08622	-0.10299	-0.00339	-0.24648	-0.00791
	[3.44837]	[-0.36824]	[0.08945]	[0.49949]	[-0.14282]	[-0.75806]	[0.35289]
DIBS(-3)	-0.02065	0.079517	0.078716	0.083614	-0.0001	-0.01362	0.005253
	-0.00823	-0.05519	-0.06698	-0.08	-0.00263	-0.19146	-0.00615
	[-2.50876]	[1.44066]	[1.17530]	[1.04520]	[-0.03903]	[-0.07116]	[0.85448]
LENDEKS(-1)	-0.39841	-0.56735	-1.37361	-3.27696	0.02159	-3.43223	0.85449
	-0.23765	-1.59367	-1.93381	-2.30982	-0.07608	-5.5281	-0.17752
	[-1.67649]	[-0.35600]	[-0.71031]	[-1.41871]	[0.28378]	[-0.62087]	[4.81361]
LENDEKS(-2)	0.802998	3.531454	4.357501	5.108105	0.126849	19.53472	-0.27609
	-0.29829	-2.00035	-2.42728	-2.89924	-0.09549	-6.93877	-0.22281
	[2.69202]	[1.76542]	[1.79522]	[1.76188]	[1.32835]	[2.81530]	[-1.23909]
LENDEKS(-3)	-0.3574	-1.24754	-0.61632	-0.16546	-0.15788	-12.6528	0.332376
	-0.23965	-1.60715	-1.95016	-2.32935	-0.07672	-5.57484	-0.17902
	[-1.49130]	[-0.77624]	[-0.31603]	[-0.07103]	[-2.05780]	[-2.26962]	[1.85668]
C	1.624712	-17.826	-23.1752	-6.25931	-0.41198	-81.9133	2.78497
	-1.26003	-8.44993	-10.2534	-12.247	-0.40339	-29.3109	-0.94122
	[1.28942]	[-2.10960]	[-2.26025]	[-0.51109]	[-1.02129]	[-2.79463]	[2.95891]
DFAIZY	0.000667	-0.02342	-0.03565	-0.02394	-0.00093	-0.02138	0.000653
	-0.00217	-0.01458	-0.01769	-0.02113	-0.0007	-0.05056	-0.00162
	[0.30669]	[-1.60683]	[-2.01523]	[-1.13293]	[-1.33948]	[-0.42281]	[0.40200]
R-Kare	0.847298	0.997368	0.996808	0.99453	0.909347	0.985703	0.986396
Düzeltilmiş R-Kare	0.785682	0.996305	0.99552	0.992323	0.872768	0.979933	0.980907
F İstatistiği	13.75115	938.9518	773.9203	450.6218	24.85966	170.8573	179.6936
Log Olasılığı	83.50972	-70.6348	-86.3042	-100.696	175.7684	-171.383	107.1391
Akaike AIC	-1.46938	2.336661	2.723561	3.078916	-3.74737	4.824267	-2.05282
Schwarz SC	-0.75991	3.046128	3.433027	3.788382	-3.0379	5.533733	-1.34335