

T.C. ANADOLU ÜNİVERSİTESİ YAYINI NO: 2938
AÇIKÖĞRETİM FAKÜLTESİ YAYINI NO: 1894

PARA POLİTİKASI

Yazarlar

Yrd.Doç.Dr. Bengül Gülümser ARSLAN (Ünite 1)
Prof.Dr. Mubarrem AFŞAR (Ünite 2, 3)
Yrd.Doç.Dr. Etem Hakan ERGEÇ (Ünite 4, 5)
Yrd.Doç.Dr. Bilge Kağan ÖZDEMİR (Ünite 6-8)

Editörler

Prof.Dr. Mubarrem AFŞAR
Yrd.Doç.Dr. Bengül Gülümser ARSLAN



ANADOLU ÜNİVERSİTESİ

Bu kitabın basım, yayım ve satış hakları Anadolu Üniversitesine aittir.
“Uzaktan Öğretim” tekniğine uygun olarak hazırlanan bu kitabın bütün hakları saklıdır.
İlgili kuruluştan izin almadan kitabın tümü ya da bölümleri mekanik, elektronik, fotokopi, manyetik kayıt
veya başka şekillerde çoğaltılamaz, basılamaz ve dağıtılamaz.

Copyright © 2013 by Anadolu University

All rights reserved

No part of this book may be reproduced or stored in a retrieval system, or transmitted
in any form or by any means mechanical, electronic, photocopy, magnetic tape or otherwise, without
permission in writing from the University.

UZAKTAN ÖĞRETİM TASARIM BİRİMİ

Genel Koordinatör

Doç.Dr. Müjgan Bozkaya

Genel Koordinatör Yardımcısı

Arş.Gör.Dr. İrem Erdem Aydın

Öğretim Tasarımcıları

Prof.Dr. Cengiz Hakan Aydın

Yrd.Doç.Dr. Evrim Genç Kumtepe

Grafik Tasarım Yönetmenleri

Prof. Tevfik Fikret Uçar

Öğr.Gör. Cemalettin Yıldız

Öğr.Gör. Nilgün Salur

Dil Yazım Danışmanı

Gözde Metin

Grafikerler

Gülşah Karabulut

Aysun Şavh

Hilal Küçükdağışan

Kitap Koordinasyon Birimi

Uzm. Nermin Özgür

Kapak Düzeni

Prof. Tevfik Fikret Uçar

Öğr.Gör. Cemalettin Yıldız

Dizgi

Açıköğretim Fakültesi Dizgi Ekibi

Para Politikası

ISBN

978-975-06-1599-3

1. Baskı

Bu kitap ANADOLU ÜNİVERSİTESİ Web-Ofset Tesislerinde 50.000 adet basılmıştır.
ESKİŞEHİR, Ocak 2013

İçindekiler

Önsöz	viii
-------------	------

Bankacılık Sisteminin Faaliyetleri ve Kaydi Para Yatırılması

2

I. ÜNİTE

GİRİŞ	3
MEVDUAT (TİCARİ) BANKALARI VE TCMB BİLANÇOSU	3
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Bilançosu	3
Mevduat Bankaları Bilançosu	6
KAYDI PARA YARATMA SÜRECİ: BASİT MODEL.....	9
Merkez Bankasının Bankalara Rezerv Sağlaması	9
TCMB'nin Bankalara Reeskont Kredisi Vermesi	9
TCMB'nin Bankalardan DİBS Satın Alması.....	10
Bankacılık Sisteminde Kaydi Para Yaratılması: Basit Model	10
Özet.....	15
Kendimizi Sınayalım.....	16
Yaşamın İçinden.....	17
Okuma Parçası	18
Kendimizi Sınayalım Yanıt Anahtarı	19
Sıra Sizde Yanıt Anahtarı	19
Yararlanılan Kaynaklar.....	19

Para Arzının Belirlenme Mekanizması..... 20

2. ÜNİTE

PARA ARZI VE ÖNEMİ	21
Dar Tanımlı Para Arzı (M1)	22
M3 Para Arzı	22
PARA ARZI AKTÖRLERİ	22
BAZ PARA (PARASAL TABAN) KAYNAKLARI	25
Altın ve Döviz Rezervleri Karşılığında	25
Kamu Kesimine Verilen Krediler Karşılığında.....	25
Bankacılık Sistemine Açılan Krediler Karşılığında	25
Açık Piyasa İşlemleri Karşılığında	25
PARA ARZINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER.....	26
Açık Piyasa İşlemleri	26
Zorunlu Karşılık Oranları.....	27
Reeskont Kredileri	27
Bankaların Serbest Rezervleri.....	28
Nakit Tutma İsteği ve Mevduatların Geri Dönüş Oranı	28
BAZ PARA VE PARA ARZI SÜRECİ	29
Baz Para (Parasal Taban).....	29
Para Arzı Çarpanı	30
Para Çarpanının Belirleyicileri	33
PARA ARZINDA İÇSELİK VE DIŞSALLIK SORUNU.....	34
Dışsal Para Arzı.....	34
İçsel Para Arzı.....	35
Özet	38
Kendimizi Sınayalım	40
Yaşamın İçinden	41

Kendimizi Sınavalım Yanıt Anahtarı	42
Sıra Sizde Yanıt Anahtarı	43
Yararlanılan Kaynaklar.....	44

3. ÜNİTE

Merkez Bankacılığının Gelişimi ve TCMB	46
MERKEZ BANKACILIĞININ TANIMI VE GELİŞİMİ.....	47
Merkez Bankası Kavramı	47
Merkez Bankalarının Doğuşu ve Gelişimi	48
TEMEL MERKEZ BANKACILIĞI FOKSİYONLARI	50
Banknot Çıkarma (Emisyon) Fonksiyonu.....	51
En Son Kredi Mercii Olma Fonksiyonu.....	51
Devletin Bankacılığını Yapma Fonksiyonu	51
Takas Fonksiyonu	52
Banka Rezervlerini Muhafaza Fonksiyonu	52
Para Piyasalarında İstikrarın Sağlanması Fonksiyonu	52
Altın ve Döviz Rezervlerini Koruma Fonksiyonu.....	52
FİNANSAL İSTİKRAR VE MERKEZ BANKALARI	53
MERKEZ BANKALARININ BAĞIMSIZLIĞI KAVRAMI	54
Tanım ve Önemi	54
Merkez Bankalarında Bağımsızlık Kriterleri	56
Politik Bağımsızlık.....	56
Ekonomik Bağımsızlık	56
TÜRKİYE'DE MERKEZ BANKACILIĞI	57
Türkiye'de Merkez Bankacılığının Doğuşu	57
T.C. Merkez Bankasının Gelişimi	57
1211 Sayılı Yasa ve T.C. Merkez Bankası.....	58
1980 Dönüşümü ve T.C. Merkez Bankası	59
4651 Sayılı Yasa ve T.C. Merkez Bankası.....	59
T.C. Merkez Bankasının Yapısı	60
T.C. Merkez Bankasının Sermaye Yapısı.....	60
T.C. Merkez Bankasının İdari Yapısı	60
T.C. Merkez Bankasının Görev ve Yetkileri.....	61
Görevleri	62
Yetkileri.....	62
T.C. MERKEZ BANKASININ İŞLEMLERİ	63
Reeskont İşlemi	63
Karşılık Oranları İşlemleri.....	63
İnterbank (Bankalararası Para Piyasası) İşlemleri	64
Para ve Kredi İşlemleri	64
Hükûmetle İlgili İşlemleri	64
Açık Piyasa İşlemleri.....	65
Altın ve Döviz İşlemleri	66
T.C. Merkez Bankasının Yapamayacağı İşlemler	66
Özet.....	67
Kendimizi Sınavalım.....	70
Kendimizi Sınavalım Yanıt Anahtarı	71
Sıra Sizde Yanıt Anahtarı	71
Yararlanılan Kaynaklar.....	72

Para Politikasının Yürütülmesi ve Para Politikası Araçları. 74**4. ÜNİTE**

GİRİŞ	75
PARA POLİTİKASININ YÜRÜTÜLMESİ	75
Para Politikasının Tanımlanması.....	75
Para Politikası Amaçları	78
Tam İstihdam.....	78
Arzulanan Bir Ekonomik Büyüme.....	79
Fiyat İstikrarı.....	79
Finansal İstikrar	81
Para Politikası Amaçları Arasındaki İlişki	82
HEDEFLEME STRATEJİSİ	82
Para Politikası Hedefleme Stratejisi	82
Para Politikası Hedefleme Stratejisinde Hedef Seçimi	84
Hedef Seçim Kriterleri.....	85
Para Politikasının Yürütülmesinde Nominal Çapa Hedeflemesi	86
PARA POLİTİKASI ARAÇLARI	87
Politika Faizi	88
Faiz Koridoru.....	89
Reeskont Oranı.....	90
Zorunlu Karşılık Oranı.....	90
Açık Piyasa İşlemleri.....	91
İletişim Politikası	92
Döviz İşlemleri	93
KÜRESEL KRİZ SONRASI TCMB PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI.....	93
2010 Sonrası Para Politikasının Değişen Görünümü	94
Finansal İstikrar Amacının Öne Çıkması	94
Spekülatif Sermaye Hareketlerini Azaltmak	95
Kredi Arzındaki Artışı Sınırlamak	95
Özet.....	99
Kendimizi Sınayalım.....	100
Okuma Parçası	101
Kendimizi Sınayalım Yanıt Anahtarı	102
Sıra Sizde Yanıt Anahtarı	102
Yararlanılan Kaynaklar.....	103

Döviz Kuru Hedefleme Stratejisi..... 104**5. ÜNİTE**

GİRİŞ	105
DÖVİZ KURU HEDEFLEME STRATEJİSİ	105
Döviz Kuru Hedefleme Stratejisinin İşleyişi	108
Döviz Kuru Hedefleme Stratejisinin Avantajları	110
Merkez Bankası Üzerindeki Baskıları Azaltması	110
Belirsizlikleri Azaltması	111
Döviz Kuru Hedefleme Stratejisinin Dezavantajları	111
Bağımsız Politika İzlenememesi	112
Devalüasyon Beklentisindeki Artış	112
Spekülatif Ataklara Açıklık	113
Finansal Kırılganlığın Artması	113
Hesap Verilebilirliğin Azalması	115
Olası Devalüasyonun Olumsuz Etkilerinin Artması.....	115

PARA KURULU SİSTEMİ VE DOLARİZASYON	116
Para Kurulu Sistemi	117
Para Kurulu Sisteminin İşleyişi	117
Para Kurulu Sisteminin Avantaj ve Dezavantajları	118
Dolarizasyon	119
Özet	120
Kendimizi Sınayalım	122
Yaşamın İçinden	123
Okuma Parçası	124
Kendimizi Sınayalım Yanıt Anahtarı	125
Sıra Sizde Yanıt Anahtarı	126
Yararlanılan Kaynaklar	127

6. ÜNİTE

Enflasyon Hedeflemesi Rejimi..... 128

GİRİŞ	129
ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ	129
Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin İşleyişi	131
Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Dünyada Yayılışı	132
Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Avantajları	134
Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Dezavantajları	135
ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN ÖN KOŞULLARI	135
Merkez Bankası Bağımsızlığı	135
Para Politikasının Fiyat İstikrarına Odaklanması	136
Finansal Sektörün Gelişmiş Olması	136
Mali Baskınlığın Düşük Olması	136
Hesap Verilebilirlik ve Şeffaflık	137
ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN UYGULANMASI	137
Fiyat Endeksinin Seçimi	137
Hedef Düzeyinin Belirlenmesi: Nokta Hedef ve Bant Hedef	138
Hedefleme Süresi	139
İletişim Politikası	140
TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ	140
Örtük Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Dönemi (2002-2005)	141
Açık Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Dönemi (2006 ve Sonrası)	143
Özet	145
Kendimizi Sınayalım	147
Yaşamın İçinden	148
Okuma Parçası	149
Kendimizi Sınayalım Yanıt Anahtarı	151
Sıra Sizde Yanıt Anahtarı	151
Yararlanılan Kaynaklar	151
Yararlanılan İnternet Adresleri	152

7. ÜNİTE

Para Politikasının Etkililiği..... 154

GİRİŞ	155
MERKEZ BANKASI FAİZ KARARLARININ PİYASA FAİZ	155
ORANLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ	155
Para Politikası ve Faiz Oranlarının Vade Yapısı	156
Bekleyişler Teorisi ve Kısa Dönemli Politika Faiz Oranının Uzun	
Dönemli Faiz Oranları Üzerine Etkisi	157

Para Politikası Kararları ve Getiri Eğrileri	158
Faiz Kararlarının Alınmasında Para Politikası Kuralı.....	160
Taylor Kuralı.....	160
FİNANSAL SİSTEM VE PARA POLİTİKASI KARARLARININ	
EKONOMİYE AKTARIMI	161
Finansal Piyasalarda İşlem Gören Varlık Fiyatlarındaki Değişmeler.....	162
Bankaların Kredi Politikalarındaki Değişmeler	162
Para Politikası Kararlarının Ekonomiye Aktarımı	164
GEÇİKME SORUNU VE PARA POLİTİKASI ETKİSİ	166
Gecikme Türleri	167
Gecikme Sorunu ve Para Politikasının Etkisi	168
Özet.....	171
Kendimizi Sınayalım.....	172
Yaşamın İçinden.....	173
Okuma Parçası	174
Kendimizi Sınayalım Yanıt Anahtarı	175
Sıra Sizde Yanıt Anahtarı	175
Yararlanılan Kaynaklar.....	176
Finansal Krizler ve Para Politikası	178
GİRİŞ	179
FİNANSAL KRİZLER SIRASINDA GELİŞEN ORTAK OLAYLAR	179
Varlık Fiyatlarında Düşüşler-Balonların Patlaması	180
İflaslar.....	182
Likidite Yetmezliği Sorunu.....	182
Finansal Bulaşıcılık	183
Ticaret Kanalı (Trade).....	184
Likidite Kanalı.....	184
Sürü Davranışı	185
FİNANSAL KRİZLERİN EKONOMİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ	185
FİNANSAL KRİZLERİN TÜRLERİ	186
Döviz Krizleri.....	187
Bankacılık Krizleri	191
Finansal Liberalizasyon ve (De)Regülasyon	191
Bilanço Bozuklukları.....	192
Ahlaki Tehlike Problemi	193
Makroekonomik Sorunların Bankacılık Sistemine Yansıması	194
FİNANSAL KRİZLERE KARŞI ALINABİLECEK ÖNLEMLER	195
Son Durak Borç Mercii	195
Mevduat Sigortası	196
KÜRESEL KRİZ	196
Özet.....	199
Kendimizi Sınayalım.....	201
Okuma Parçası	202
Kendimizi Sınayalım Yanıt Anahtarı	203
Sıra Sizde Yanıt Anahtarı	203
Yararlanılan Kaynaklar.....	204

8. ÜNİTE

Önsöz

Merkez bankalarının para politikası uygulamaları öncelikle finansal sistemde yer alan unsurları etkileyerek ekonomideki toplam harcamalar ve toplam talep üzerinde etkili olmaktadır. Toplam talepteki değişim ise ekonominin genel dengesi ve dolayısıyla milli gelir, istihdam ve fiyatlar genel düzeyi gibi temel makroekonomik değişkenlerin düzeylerini değiştirmektedir. Talep yönlü ekonomi politikalarından biri olan para politikasının, ekonomiye yön vermek adına kullanımı bu nedensel kurguya dayanmaktadır. Aynı zamanda ekonomi yönetiminde başalarının göstergesi olan makroekonomik hedeflere ulaşmak, bu kurgunun doğru analiz edilmesini gerekli kılmaktadır.

Merkez bankaları, makroekonomik hedeflere ulaşmak için para politikası araçlarını kullanırlar. Para politikası araçlarının kullanımı, ekonomideki para arzının ve dolayısıyla likiditenin değişmesine neden olmaktadır. Merkez bankaları likiditeyi ayarlayarak, ekonomide kısa vadeli faiz oranlarının istedikleri düzeyde gerçekleşmesini sağlamaya çalışırlar. Çünkü kısa vadeli faiz oranlarındaki değişim, zaman içinde uzun vadeli faiz oranlarını ve bu suretle de toplam talebin bazı bileşenlerini etkilemektedir. Sözü geçen politika uygulamalarının nihai amaca ulaşılmasını sağlayacak sonuçlar yaratabilmesi için bu aşamalar arasındaki karmaşık ilişkilerin doğru tahmin edilebilmesi ve para politikası araçlarının ustalıkla kullanımı gerekmektedir. Elinizdeki kitap bu karmaşık ilişkileri anlaşılır bir netlikle ortaya koymayı amaçlamaktadır.

Kitaptaki ünitelerin akışı bir sistematik içinde belirlenmiştir. Bu bağlamda öncelikle merkez bankasının yönetmeye çalıştığı para arzı ve likidite kavramları üzerinde durulmuş ve toplam para arzı içinde önemli bir paya sahip olan mevduat parasının, nasıl yaratıldığı ele alınmıştır. Daha sonra para arzının belirlenmesi sürecinde merkez bankasının rolüne değinilmiş, merkez bankalarının nasıl çalıştıkları ve tarihsel süreçte görevleri, yetkileri ve statüleri açısından ne tür değişikliklere uğradıkları incelenmiştir. Ardından para politikasının nasıl yürütülmekte olduğu, yani merkez bankalarının para politikasında hangi nihai amaçları hedefledikleri, bu amaçlara ulaşmak için nasıl bir hedefleme stratejisi takip ettikleri ve bu stratejiler dâhilinde para politikası araçlarını nasıl kullandıkları ele alınmıştır. Hedefleme stratejilerinden döviz kuru hedefleme stratejisi ve enflasyon hedeflemesi stratejisi, takip eden ünitelerde detaylı olarak ele alınmış, ardından merkez bankalarının para politikası uygulamalarının etkililiğine değinilmiştir. Kitapta son olarak, özellikle son küresel krizle birlikte para politikasının nihai hedefleri içinde öne çıkan finansal piyasalarda, istikrarın önemine bağlı olarak, finansal krizler detaylı olarak ele alınmıştır.

Elinizdeki kitap, uzun bir sürecin ve birçok kişinin emeğinin bir ürünüdür. Öncelikle bize kitabın yazılması için gerekli organizasyonun oluşumu ve kitabın sizlere ulaşması olanağını sunan Anadolu Üniversitesi Rektörü Sayın Prof. Dr. Davut Aydın'a teşekkürü borç biliriz. Ayrıca kitabın yazılmasında gösterdikleri titizlik ve çabalarından dolayı yazar arkadaşlarımıza çok teşekkür ediyoruz. Bunun dışında süreç içinde yer alan diğer bütün emeği geçenlere de teşekkürü borç biliriz. Başlangıcından sonuna kadar bir çaba, özveri ve heyecanın ürünü olan kitabın, bütün öğrencilerimize yararlı olmasını diliyoruz.

Editörler

Prof.Dr. Muharrem AFŞAR

Yrd.Doç.Dr. Bengül Gülümser ARSLAN

PARA POLİTİKASI



Amaçlarımız

Bu üniteyi tamamladıktan sonra;

- 👁️ Mevduat Bankaları ve TCMB bilançosunu açıklayabilecek,
- 👁️ Bir bankanın nasıl kaydi para yarattığını basit model çerçevesinde açıklayabilecek bilgi ve becerileri kazanabileceksiniz.

Anahtar Kavramlar

- TCMB Bilançosu
- Mevduat Bankaları Bilançosu
- Kaydi Para
- Kaydi Para Çarpanı
- Zorunlu Rezervler
- Serbest Rezervler

İçindekiler



Bankacılık Sisteminin Faaliyetleri ve Kaydi Para Yatırılması

GİRİŞ

Para arzında meydana gelen değişimler ekonomik faaliyetler üzerinde geniş etkilere sahiptir. Para arzının ekonominin genelini etkilemesi para arzının nasıl belirlendiğini anlamamızı gerektirir. Burada bazı sorular da sormamız gerekmektedir, para arzı olarak dikkate alacağımız büyüklük hangisidir? Para arzının değişmesine yol açan faktörler nelerdir? Para arzını kim kontrol etmektedir? Bu tip soruların yanıtını bu ünite ve bundan sonraki ünite bulabileceksiniz.

Para teorisi kitabınızda merkez bankasının para arzı tanımlarından olan dar tanımlı para arzının büyük bir kısmının vadesiz mevduatlardan oluştuğunu görmüş-tünüz. Nitekim 2011 sonu itibarıyla dar tanımlı para arzının %65'i vadesiz mevduatlardan %35'lik kısmı ise dolaşımdaki nakitten oluşmaktadır. Bu yüzden para arzı sürecini anlamak için ilk olarak banka mevduatlarının nasıl yaratıldığını inceleyecegiz. Kaydi para (mevduat parası) konusunu ele almadan önce mevduat bankaları ve merkez bankası bilançolarına genel olarak bakacağız.

Para politikası kitabı için giriş niteliğinde olan bu ünite, bankacılık sisteminin ne şekilde mevduat yarattığına dair bir bakış açısı sağlanacak ve daha sonraki ünite para arzının parasal taban ve para çarpanı aracılığıyla belirlenmesi sürecinin anlaşılmasında bir alt yapı oluşturacaktır.

MEVDUAT (TİCARİ) BANKALARI VE TCMB BİLANÇOSU

Aldıkları kararlar ve yaptıkları tercihlerle para arzı düzeyini etkileyen dört aktör vardır: Merkez bankası, mevduat kabul eden kurumlar (bankalar) ve banka dışı kesim (mevduat sahipleri ve bankalardan borç alanlar). Bu aktörler arasında merkez bankasının önemli bir yeri vardır. Burada öncelikle, para arzının belirlenme sürecinin özünü anlayabilmek için merkez bankasının bilançosunu etkileyen politika uygulamalarına kısaca göz atacağız. Sonrasında ise mevduat bankalarının bilançosunu inceleyip bankaların nasıl çalıştıklarını analiz ederek aslında kaydi para yaratma mekanizmasının altında bankaların kısmi rezerv bankacılığı denilen bir uygulamaya göre faaliyette bulunduklarını da görmüş olacağız.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Bilançosu

TCMB Vaziyet, Analitik Bilanço, Stand-by bilançosu gibi çeşitli biçimlerde bilançolar yayımlamaktadır. Buradaki amacımız para arzı sürecinin özünü anlamamızı

sağlayacak şekilde bilançolara göz atmak olduğundan bilanço analizini ayrıntılı bir şekilde ele almayacağız. Bu nedenle TCMB bilançosunun daha kolay gözlenebilmesi ve yorumlanması için, IMF'nin önerdiği şekilde düzenlenmiş olan Stand-by bilançosunu ele alacağız. Bu bilanço para arzındaki değişimin özü olan parasal taban ile bu büyüklüğün nasıl yaratıldığını göstermesi açısından oldukça kullanışlıdır. Bu bilançoda analitik bilançonun aktifinde yer alan iç ve dış varlık kalemleri netleştirilerek aktifte gösterilmekte ve merkez bankasının mali sektörle olan kredi ilişkisi kolaylıkla izlenebilmektedir. Bu bilançonun aktif kısmı, net dış varlıklar (NDV) ve net iç varlıklar (NİV) ana kalemlerinin toplamından, pasif kısmı ise parasal tabandan (B) oluşmaktadır. Bu durumda parasal taban aynı zamanda, NİV ve NDV toplamına eşit olmaktadır. Yani bu bilanço parasal tabanın, hem kaynakları (parasal tabanın nasıl yaratıldığı) açısından hem de kullanım açısından elde edilmesine olanak vermektedir.

Buna göre parasal tabanın kaynaklarına göre gösterimi; $B=NDV+NİV$ şeklinde olur (parasal tabanın kaynakları yani hangi yöntemlerle yaratıldığı ikinci üniteye ayrıntılı olarak ele alınacaktır).

Bilançonun bu gösterim şeklinde yukarıda da bahsettiğimiz gibi analitik bilançonun varlık ve yükümlülük kalemlerinin cebirsel işaretleri (bilançoda gösterildiği gibi artı ve eksi işaretler) toplanılarak netleştirilmektedir.

Tablo 1.1

Merkez Bankası
Bilançosu (Stand-By
-26.04.2005 Tarihli
Niyet Mektubu ile
Belirlenmiş ₺1000)

Kaynak: TCMB

	11/05/2012		
NET DIŞ VARLIKLAR (A+B+C)	77 895 487	PARA TABANI (a+b+c)	82 066 725
A- Net Uluslararası Rezervler (1+2+3)	88 361 359	a- Emisyon	54 023 610
1- Brüt Döviz Rezervleri	167 585 961	b- Zorunlu Karşılıklar	0
2- Brüt Uluslararası Yükümlülükler	- 79 224 602	c- Serbest Tevdiat	28 043 115
• Bankaların Döviz Mevduatı	- 73 342 335		
• IMF	- 2 946 371		
• Diğer Yükümlülükler	- 2 935 896		
3- Net Vadeli (Forward) İşlemler	0		
B- Orta Vadeli Dış Krediler (net)	2 719 592		
C- Diğer (TCMB tar. depo. hariç)	-13 185 464		
NET İÇ VARLIKLAR	4 171 237		
A- Hazine Borçları (a+b)	7 943 898		
a- Bankamız Portföyü	8 025 886		
aa. 5 Kasım 2001 öncesi DİBS	0		
ab. İkincil Piyasadan alınan DİBS	8 025 886		
b- Diğer	-81 987		
B-Kamu'nun T Mevduatı	-5 478 204		
C-Döviz Olarak Takip Olunan Mevduat	-9 381 200		
D-Fonlar	-184 049		
E-Banka Dışı Kesimin Mevduatı	-22 648		
F-Bankacılık Sektörüne Açılan Nakit Krediler	5 239 065		
G-Açık Piyasa İşlemleri (net)	34 101 670		
H-Diğer Kalemler	-14 222 599		
I-Değerleme Hesabı	-13 824 695		

Yukarıda Tablo 1.1’de gösterilen bilançoda, net dış varlıklar, dış varlıklarla dış yükümlülükler arasındaki farktır. Bilançoda artı işaretle gösterilen kalemlerin toplamı dış varlıkları, eksi işaretle gösterilen kalemlerin toplamı ise dış yükümlülükleri göstermektedir. Buna göre dış varlıklar; bürüt döviz rezervleri ile orta vadeli dış kredilerin toplamından oluşmaktadır. Dış yükümlülükler ise bürüt uluslararası yükümlülükler ile diğer kalemlerden oluşmaktadır.

Net iç varlıklar kalemi, çok genel olarak TCMB’nin bankacılık ve kamu kesimi ile olan net kredi ilişkisinin bir göstergesi olarak ifade edilebilir. NİV kalemi, kamu kesimine açılan net nakit iç krediler, net APİ (açık Piyasa İşlemleri) ve net diğer iç varlıkların toplamına eşittir. Burada kamuya açılan net nakit iç krediler, hazine borçlarından kamu mevduatı, döviz olarak takip edilen mevduat ve fonların çıkarılmasıyla elde edilmektedir. Net diğer iç varlıklar kalemi ise bankacılık sektörüne açılan nakit kredilerle banka dışı kesimin mevduatı arasındaki farka eşittir.

NİV kaleminde ve NDV kaleminde meydana gelecek bir artış parasal tabanın artmasına neden olur. Örneğin merkez bankasının piyasadan döviz alması (döviz varlıklarını arttırır) net dış varlıkların artmasına ve parasal tabanın yükselmesine yol açar. Yine merkez bankasının bankalara ya da kamuya kredi vermesi net iç varlıkları arttırır ve parasal taban artar.

Bilançonun pasif tarafı ise Parasal taban büyüklüğünün ikinci bir ifade biçimini “kullanım cephesinden parasal taban”ı vermektedir. Buna göre parasal taban emisyon hacmi ve mevduat bankalarının TCMB’de bulundurdıkları mevduatların (zorunlu rezervler ve serbest rezervler) toplamından oluşmaktadır. Parasal tabanın kullanıma göre gösterim şeklinin hesaplama ve kullanımının pratik olması ve pasal taban ve mevduat bankalarının bilançoları arasında bir ilişkiyi göstermesi açısından biz bundan sonraki açıklamalarımızda bu gösterim şeklini kullanacağız. Ancak burada dikkat etmeniz gereken bir noktayı da vurgulamamız gerekiyor. İkinci ünite- de parasal tabanı, dolaşımdaki nakit ile toplam rezervlerin (zorunlu ve serbest rezervler) toplamı olarak tanımladık. Para teorisi kitabınızdan hatırlayacağınız gibi emisyon, dolaşımdaki nakit ile bankaların kasasındaki paranın (bu büyüklük bankaların serbest rezervleri içinde bulunur) toplamından oluşmaktadır. Yukarıda verdiğimiz TCMB bilançosundan yararlanarak elde ettiğimiz parasal taban büyüklüğünde dolaşımdaki nakit yerine emisyon yer almakta ve bu koşulda rezervler bankaların merkez bankasındaki mevduatlarından (merkez bankasında tutulan zorunlu rezervler ve serbest rezervler) oluşmaktadır. Bizim bundan sonra temel alacağımız parasal taban büyüklüğünde ise toplam rezervler, bankaların merkez bankasında tuttuğu zorunlu rezervler ve serbest rezervler ile bankalar tarafından nakit olarak tutulan paraların (bu paralar bankaların kendi kasalarında saklandığı için “bankaların kasası” olarak adlandırılmaktadır) toplamından oluşmaktadır. Buna göre parasal tabanın kullanıma göre gösterimi; $B=C+R$ şeklinde olacaktır. Bu gösterim şeklinin parasal taban ile mevduat bankaları bilançosu arasındaki ilişkiyi gösterdiğinden bahsetmiştik. Parasal tabanda yer alan rezervler toplamı bankalar için bir varlık niteliğinde iken TCMB için yükümlülük niteliğindedir. Merkez bankası bankaların rezervlerini değiştirerek parasal tabanı ve dolayısıyla para arzını etkilemektedir. Bu bağlamda merkez bankasının bankacılık sistemine nasıl rezerv aktardığına değinmeden önce mevduat bankalarının bilançosunu inceleyelim.

TCMB tarafından yayımlanan “analitik bilanço” ile ilgili özet bir bilgi almak için yaşamın içinden kısmında yer alan Ercan Kumcu’nun köşe yazısını okuyabilirsiniz.



DİKKAT

Yukarıdaki TCMB bilançosunun pasifinde yer alan ve bankaların mevduat şeklindeki yükümlülükleri için merkez bankasında tuttukları zorunlu rezerv miktarı sıfır olarak görül-



DİKKAT

mektedir. TCMB'nin belirlediği zorunlu rezerv oranının sıfır olmadığını bildiğiniz için bu durum size tuhaf gelebilir. Bu görünüm tamamıyla Zorunlu Karşılıklar Hakkında (2005/1) sayılı tebliğ ile TCMB'de bulunan zorunlu karşılıklara ilişkin esas ve şartların değişmesiyle ilgilidir. Bu çerçevede analitik bilançoda zorunlu karşılık kaleminde yer alan değerler bankaların serbest rezerv kaleminde gösterilmeye başlanmıştır.

İNTERNET



Merkez bankası vaziyeti ve analitik bilanço gibi bilançoların ayrıntısına ve bilançodaki gelişmelere bakmak için www.tcmb.gov.tr adresinden istatistiki veriler kısmına girebilirsiniz.

K İ T A P



Türkiye Cumhuriyet Merkez bankası analitik bilançosu konusunda Özatay, Fatih. (2011). Parasal İktisat Kuram ve Politika, Ankara: Efil Yayınevi, 2. Baskı, s. 55-61'de ve Parasız, İlker. (2005). Para Banka ve Finansal Piyasalar, Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları, 8. Baskı, s. 293-312'de daha ayrıntılı bilgi bulabilirsiniz.

Mevduat Bankaları Bilançosu

Mevduat bankaları fon fazlası olan ekonomik birimlerin tasarruflarını (temel olarak mevduatlar) toplayan ve bu fonları fon açığı olan ekonomik birimlere kredi veren aracı kurumlardır. Mevduat bankalarının ekonomide fon transferine aracılık etme fonksiyonlarının yanında çok önemli işlevlerinden birisi de kaydi para yaratmalarıdır. Bankaların yarattığı kaydi para, bankaya yatırılan mevduatın merkez bankası tarafından belirlenen kanuni karşılık miktarı (zorunlu rezerv) düşüldükten sonra tekrar kredi olarak verilmesi sonucu oluşur. Bankaların kaydi para yaratmalarının temelinde kısmi rezerv bankacılığı (bankaların topladıkları mevduatların çok daha küçük bir kısmını karşılık olarak ellerinde tutmaları durumu) uygulaması yatmaktadır. Kaydi para yaratım sürecini ve bu sürecin temelini oluşturan kısmi rezerv bankacılığını daha net ortaya koyabilmek için öncelikle mevduat bankaları bilançosuna göz atacağız.

Bankaların çalışma mekanizmasını anlayabilmek için bankaların temel mali tablolarından bilançolarını incelemek gerekmektedir. Burada anlaşılması daha kolay olacağından Türkiye'deki mevduat bankalarının 2011 sonu itibarıyla basitleştirilmiş bilançolarını ele alacağız. Bu temsili gösterimde banka bilançosunun pasifi bankanın topladığı fonların kaynaklarını aktif ise bu fonların nerelerde kullanıldığını göstermektedir.

Tablo 1.2
Mevduat Bankaları
Bilançosu (%)

Kaynak: BDDK
(2011). Finansal
Piyasalar Raporu,
sayı:24, s. 58.

Aktif		(2011)	Pasif
1. Rezervler (Likit Aktifler)	7.6	1. Mevduatlar	58.6
2. Menkul Kıymetler	24.8	2. Mevduat Dışı Kaynaklar	21.9
3. Krediler	55.5	3. Diğer Pasifler	8.5
4. Diğer Varlıklar	12.0	4. Özkaynaklar	11.0
Toplam Aktifler	100	Toplam Pasifler	100

Mevduat: Gerçek veya tüzel kişilerin, istenildiği anda veya belirli bir süre sonunda ya da belirli bir ihbar süresine uyarak geri almak üzere bankalara yatırdıkları yerli veya yabancı para hesaplarıdır.

Vadesiz Mevduat: Mevduat sahiplerinin istediği anda bankadan çekebileceği ve genellikle faiz ödemesi yapılmayan mevduatlardır.

Yukarıdaki özet bilançoda mevduat bankalarının pasif kalemleri (yükümlülükleri), bankaların fonlarını hangi kaynaklardan elde ettiklerini göstermektedir. Bilanço'ya göre mevduat bankaları fon kaynaklarının %11'lik kısmını kendi özkaynaklarından geri kalan kısmını ise yabancı kaynaklardan (borçlanarak) elde etmiştir. Özkaynaklar (sermaye) ya da net değer bankaların varlıklarından (aktif değerler) yabancı kaynakların (borçların) indirilmesi suretiyle kalan kısımdır. Bankanın net değeri, varlıkların değerinde yaşanabilecek herhangi bir düşme (örneğin, kredi kullanan banka müşterisinin borcunu ödeyememesi durumunda) karşısında bir emniyet unsuru oluşturmaktadır. Türkiye'deki bankaların sermaye yeterlilik oranları ulusla-

rarası standartların üzerindedir. Borçlanarak elde edilen fonların yaklaşık %59'u bankaların mevduat sahiplerinden topladığı fonlardan (**mevduatlardan**) oluşmaktadır. Mevduatlar bankaların en temel fon kaynaklarıdır. Mevduatlar vade yapısına göre genel olarak **vadeli** ve **vadesiz mevduat** şeklinde iki grupta sınıflandırılabilir. Borçlanarak elde edilen fonların geri kalan yaklaşık %22'lik kısmı ise mevduat dışı kaynaklardan (mevduat dışı temel fon kaynakları merkez bankasından ve bankalararası piyasadan alınan borçlar, sendikasyon kredileri, repo işlemlerinden sağlanan fonlar, ihraç edilen menkul kıymetler gibi kaynaklardır) sağlanmıştır.

Vadeli Mevduat: Belirli bir vadeye ve faiz oranına tabi olan ve mevduat sahibinin belirli vade sonunda geri alabileceği mevduatlardır.

Sendikasyon: Tek bir borçluya büyük miktarda kredi sağlamak üzere birden fazla finans kurumunun aralarında oluşturdukları geçici bir ortaklıktır.

Bankaların ayrıntılı bilançolarına bakıldığında, mevduatların fon kaynakları içindeki payının azaldığını görürsünüz. Örneğin 2010 yılında mevduatların toplam pasifler içindeki payı yaklaşık %63 iken 2011 yılında bu payın %59 a düştüğünü görmekteyiz. Bu gelişmede hem yurt içi tasarrufların gerilemesi hem de bankaların kaynak maliyetini etkin bir şekilde yönetmek için yurt dışı piyasalar ve TCMB repo imkânlarını kullanması ve menkul kıymet ihracı gibi alternatif kaynaklara yönelmesi önemli bir rol oynamıştır. BDDK'nın 30.09.2010 tarih ve 3875 sayılı kurul kararıyla birlikte bankaların   cinsinden tahvil ve bono ihraç etmelerine izin verilmesiyle 2010 yılı son çeyreğinden itibaren bankaların menkul kıymet ihraçlarının alternatif bir fon kaynağı olarak pasifler içindeki payının artarak devam ettiğı görülmektedir.  una da dikkat etmenizi isteriz, bu karardan önce yalnızca kalkınma ve yatırım bankalarının menkul kıymet ihraç etmeleri mümkünken bu kararla birlikte mevduat ve katılım bankalarına (faizsiz bankacılık işlemi yapan kurumlar) da belirlenen ihraç limitleri içinde   cinsinden tahvil ve bono ihraç etme imkânı getirilmiştir.



DİKKAT

Bankalar çeşitli kaynaklardan sağladıkları bu fonları aktifte gördüğümüz varlıkları elde etmek için kullanmaktadırlar. Bankalar topladıkları fonların bir kısmını rezerv (likit aktif) olarak tutmaktadır. Mevduat bankalarının rezervleri, kasalarındaki nakitlerden, merkez bankasındaki mevduatlarından (bankaların merkez bankasındaki zorunlu ve serbest rezerv hesaplarını), diğ r bankalar ve para piyasasından alacaklarından oluşmaktadır. Dikkat ederseniz bankanın tuttuğı rezervler oldukça likit varlıklardan ve nakitten oluştuğı için banka ne kadar çok rezerv tutarsa o kadar faiz gelirinden mahrum kalacaktır. Yukarıdaki bilançoda bankaların likit aktiflerinin aktif toplamı içindeki payının %7.6 olduğunu görüyorsunuz. Bir banka bilançosunun aktif (varlık) bölümünün en önemli kalemini **krediler** oluşturmaktadır. Tablo 1.2'ye göre bankalar topladıkları fonların rezervler dışında kalan kısmının %55.5'lik bölümünü kredilerde daha küçük yaklaşık %25'lik bölümünü menkul kıymetlerde (devlet ya da özel sektörün çıkardığı menkul kıymetler) ve %12'lik kısmını da diğ r varlıkları satın almada kullanmıştır.

Kredi: Bankaların verdiğı  d n   paralardır.

Bankaların toplam rezervlerinin serbest ve zorunlu rezerv toplamından oluştuğunu söylemiştik. Bankaların likit aktifleri içinde yer alan, merkez bankasındaki zorunlu rezervleri dışında kalan tüm değ rleri (bankaların kasalarındaki, TCMB'deki ve diğ r bankalardaki mevduatları ve para piyasasından alacakları) serbest rezerv kapsamında değ rlendirilmektedir.



DİKKAT

Yukarıda bankaların kaydi para yaratmalarının temelinde kısmi rezerv bankacılığı uygulamasının yattığından bahsetmiş ve bankaların topladıkları mevduatlardan çok daha küçük bir kısmı karşılık olarak ellerinde tuttuklarını ve kalan kısmı kredi olarak kullandıklarını söylemiştik. Yukarıdaki  rnek bilanço aslında bu durumu ortaya koymaktadır. Dikkat ederseniz bankaların fon kaynaklarının önemli bir kısmı mevduatlardan oluşmakta bankaların ellerinde bulunan likit varlıklar (re-

zervler) ise mevduatların yaklaşık %13'ünü karşılayabilmektedir. Yani banka tüm müşterilerin mevduatlarını çekmek istemeleri hâlinde ancak müşterilerin %13'üne ödeme yapabilecektir. Vadesiz mevduatlar bankalardan istendiği anda çekilebilirken vadeli mevduatlarda, vadeden önce para çekilmesi bankanın kabulüne bağlı olmasına rağmen uygulamada (normal koşullarda) bankalar mevduat sahiplerinin taleplerini geri çevirmemektedir. Bunun yanında bankaların mevduatlarının %85'inin vadesiz ve 3 aya kadar vadeli olduğu düşünülürse, banka müşterilerinin tamamının mevduatlarını çekmek istemesi bankaların likidite sıkıntısı içine girmelerine ve iflas etmelerine neden olabilecektir. Şüphesiz böylesi bir olasılık banka müşterilerini tedirgin etecektir. Bu yüzden banka müşterileri, mevduatlarına eşit tutarda rezerv bulunduran bir banka (mutlak rezerv bankacılığı) bulabilse tasarruflarını böyle bir bankada değerlendirmek isteyecektir. Ancak böyle bir bankanın, bankaların üstlendiği temel fonksiyon olan fon transferine aracılık etme ve kaydı para yaratma fonksiyonlarından bahsedilemeyecektir. Bu banka sadece kendi öz-kaynaklarıyla sınırlı olarak kredi verebilecek ve mevduat sahiplerinin paralarını güvenli bir şekilde saklayan emanetçi konumunda olacaktır.

DİKKAT



TCMB bankacılık sisteminde kaynakların vadesinin uzatılması yoluyla vade uyumsuzluğunu azaltmak (bankaların mevduatlarının kısa vadeli, kredilerinin ise uzun vadeli olması) amacıyla 17 Aralık 2010 tarihinden başlayarak Türk Lirası ve yabancı para zorunlu karşılık oranlarını mevduatların vade yapısına göre farklılaştırma yoluna gitmiştir (aslında TCMB'nin bu politikasının başlangıcındaki ana amaç, artan iç talebi kısmak ve kredi artışını sınırlandırmaktır).

Tablo 1.3

Mevduatın Vade Yapısı(Yüzde)

Kaynak:

BDDK(2012), Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü, Sayı:2012/2, s.32.

	Mart 2012
Vadesiz	16,3
1 Aya Kadar Vadeli	14,2
1-3 Ay Arası Vadeli	54,9
Vadesiz ve 3 Aya Kadar Vadeli	85,3
3-6 Ay Arası Vadeli	7,7
6-12 Ay Arası Vadeli	2,3
1 Yıldan Uzun Vadeli	4,7

Yukarıdaki tabloya göre, vade yapısının uzaması için yapılan düzenlemeler sonucu olumlu gelişmeler olsa da mevduatların ortalama vadesinin hâlen kısa olduğu görülmektedir.

Günümüzde, tüm bankalar mevduatlarının daha küçük bir kısmını rezerv olarak bulundururlar. Çünkü normal şartlarda (örneğin, bir banka paniğinin yaşanmadığı bir ortamda) tüm müşterilerin mevduatlarını bankalardan çekmeleri olasılığı oldukça düşüktür. Dahası bazı mevduat sahipleri bankalardan parasını çekerken bazıları para yatırmakta bazıları ise mevduatlarının vadesini uzatabilmektedir. Bu nedenle bankalar topladıkları mevduatların daha küçük bir kısmını rezerv olarak ayırıp geri kalan kısmını faiz geliri elde edebilecekleri kredi satışında veya menkul kıymet alımında kullanırlar. Pekâlâ, neden bankalar topladıkları kaynakların tümünü kredi olarak kullandırıp faiz geliri elde etmek yerine bir kısmını nakit ve likiditesi oldukça yüksek varlıklarda tutarlar. Ayrıca bankaların bulunduracakları rezerv miktarını belirleyen faktörler nelerdir?

İlk olarak, bankalar yasalar gereği mevduatlarının belirli bir kısmını TCMB'deki bir hesapta tutmak zorundadırlar. Bu miktar zorunlu rezervlerdir (Günümüzde

TCMB bankaların merkez bankasında bulunan zorunlu rezervleri için faiz ödemesi yapmamaktadır). İkinci olarak bankalar, beklenmedik mevduat çıkışlarını karşılamak ve kârlı yatırım fırsatlarını değerlendirmek için kendi belirledikleri bir miktarda serbest rezerv bulundurmaktadırlar.

Toplam rezervler bankacılık sistemindeki zorunlu ve serbest rezervlerin toplamından oluşmaktadır. Bankaların tuttukları rezervler yaratılacak kaydi para miktarını etkilemektedir. Çünkü kaydi para yaratılması sürecinde rezervler bir sızıntıdır ve kredi olarak kullanılmayıp elde tutulan rezervlerin artması yaratılabilecek kaydi para miktarının sınırlanmasına yol açar.

Mevduat bankalarının bilançolarıyla ilgili daha ayrıntılı bilgiye ulaşmak için www.bddk.org.tr ve www.tbb.org.tr adresinden yararlanabilirsiniz.



İNTERNET

KAYDI PARA YARATMA SÜRECİ: BASİT MODEL

Parasal tabanın kullanıma göre tanımında mevduat bankaları ve TCMB bilançosu arasındaki ilişkiden bahsetmiştik. Parasal tabanın tanımında yer alan rezervler toplamı, mevduat bankalarının varlıkları arasında yer alırken TCMB'nin yükümlülükleri içinde gösterilmektedir. Bankalar ellerindeki rezervlerle veya mevduatlarla kaydi para yaratabilmektedirler. İşte merkez bankasının kaydi para yaratılması sürecindeki önemli rolü bankaların rezervlerini etkileyebilmesiyle ortaya çıkmaktadır. Şimdi merkez bankasının bankacılık sistemine hangi yollarla ek rezerv aktardığını ele alalım.

Merkez Bankasının Bankalara Rezerv Sağlaması

Merkez bankası bankacılık sistemine ilave 1 liralık rezerv sağladığında mevduat hacmi bu miktarın belirli bir katı kadar artar, bu süreç mevduat (kaydi para) yaratımı olarak isimlendirilmektedir. Şimdi ilk olarak merkez bankasının ilave rezervleri nasıl sağladığına bakalım. Merkez bankası bankacılık sistemine iki şekilde rezerv sağlayabilmektedir: Bankalara reeskont kredisi kullanılarak ve bankalardan devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) satın alarak. Şimdi bu iki durumu ele alalım ve temsili bir bankanın ve merkez bankasının bilançosunda ortaya çıkacak değişiklikleri T-hesapları aracılığıyla inceleyelim.

TCMB'nin Bankalara Reeskont Kredisi Vermesi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın A bankasına ₺1000'lik reeskont kredisi vererek A bankasının rezervlerini nasıl artırdığını ve aynı şekilde merkez bankası bilançosunda meydana gelen değişiklikleri T-hesapları aracılığıyla görelim. T-hesapları bize bilanço kalemlerinin başlangıç durumuna göre sergilediği değişimleri göstermektedir. Merkez bankası A Bankasına reeskont kredisi kullandığında A bankasının rezervlerinde ₺1000'lik artış gerçekleşirken (bu koşulda A bankasının banka kasaları veya merkez bankasındaki mevduat hesabında gerçekleşen artış, bankanın serbest rezervlerinde bir artış yaratır) merkez bankasından borçlanmaları da aynı şekilde ₺1000 artar. ₺1000'lik reeskont kredisinin A bankasının bilançosunda meydana getirdiği değişiklikler aşağıda gösterilmektedir.

Aktif	A Bankası	Pasif
Rezervler	+₺1000	Reeskont Kredileri
		+₺1000

TCMB'nin A bankasına reeskont kredisi kullandırması TCMB'nin bilançosunda da değişiklik yaratacaktır. Ancak bu değişim A bankasının bilançosundaki değişimin tam tersi şekilde olacaktır. Çünkü reeskont kredisi merkez bankasının A bankasından alacağı niteliğinde iken rezervler merkez bankasının A bankasına olan yükümlülüğünün artması anlamına gelmektedir. Merkez bankası bilançosundaki değişim aşağıdaki şekilde gerçekleşmiştir.

Aktif		TCMB	Pasif
Reeskont Kredileri	+₺1000	Rezervler	+₺1000

TCMB'nin Bankalardan DİBS Satın Alması

TCMB'nin A bankasından Hazine tahvil ve bonolarının genel adı olan devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) almasının bankanın rezervlerini nasıl artırdığını T-hesapları aracılığıyla gösterelim. Merkez bankası A bankasından ₺1000 değerinde DİBS satın alırsa bankanın rezervleri ₺1000 artacak, bankanın DİBS'i ₺1000 azalacaktır. Bu işlemlerin A bankasının bilançosu üzerindeki etkisi aşağıdaki gibi olacaktır:

Aktif		A Bankası	Pasif
Rezervler	+₺1000		
DİBS	-₺1000		

Bu işlemin merkez bankası bilançosunda yarattığı değişim ise şöyle olacaktır. Merkez bankasının A bankasından 1000 liralık DİBS satın almasıyla merkez bankasının DİBS'i artacak ve bilançonun aktifinde bu miktarda artış olacaktır. Merkez bankası aldığı DİBS'i bankanın merkez bankasındaki rezerv hesabına yatırdığını düşünersek A bankasının merkez bankasındaki rezervlerindeki artış nedeniyle merkez bankasının da pasifinde rezervler aynı miktarda artacaktır.

Aktif		TCMB	Pasif
DİBS	+₺1000	Rezervler	+₺1000

Bankacılık Sisteminde Kaydi Para Yaratılması: Basit Model

Daha önce para arzı tanımlarından M1'in büyük bir kısmının vadesiz mevduatlarından oluştuğundan bahsetmiştik. Bu noktada bankalar tarafından kaydi paranın (mevduat parası veya banka parası olarak da ifade edilir) nasıl yaratıldığına bakalım. Bu aşamada kaydi para yaratma sürecinin daha kolay kavranabilmesi için basitleştirilmiş bir mevduat genişlemesi modelini ele alacağız. Bu modelin basit olması aşağıda yapacağımız varsayımlardan kaynaklanmaktadır.

Kaydi Para (Banka Parası):
Fiziki varlığı olmayan, sadece bankaların hesaplarına alacak veya borç kaydı verilmek yoluyla yaratılan bir değişim ve ödeme aracıdır.

DİKKAT



Bankalar tarafından yaratılan kaydi para (mevduat parası) ile bankaların kendi adlarına bastıkları banknot ya da bozuk paralar kastedilmemektedir. Kaydi para bankalar tarafından yaratılan mevduattan yani muhasebe kayıtlarından ibarettir.

Bu varsayımlar;

- Bankalar serbest rezerv bulundurmamakta, sadece mevduatlarının %10'u kadar zorunlu rezerv bulundurmaktadır,
- Banka dışı kesim nakit tutmamaktadır. Yani ekonomik birimler ellerinde nakit tutmayıp bu parayı mevduat olarak bankalara yatırmaktadır,

- Bankalar sadece vadesiz mevduat şeklinde yükümlülük kabul etmektedir.

Şimdi bu basitleştirici varsayımlar altında kaydi paranın nasıl yaratıldığını bir örnekle inceleyelim.

Örneğin merkez bankasının A bankasından ₺1000'lik DİBS satın alarak bu bankaya ilave rezerv aktardığını düşünelim. Bu alım işlemleri sonucunda bankanın serbest rezervleri dolayısıyla rezervleri ₺1000 artacaktır. Bu işlem sonucunda A bankasının bilançosundaki değişiklikler aşağıdaki gibi olacaktır:

Aktif	A Bankası	Pasif
Rezervler	₺1000	
Zorunlu Rezervler	₺0	
Serbest Rezervler	₺1000	
DİBS	-₺1000	

Bu işlem sonucunda A bankasının bilançosunun aktifinde ₺1000'lik rezerv artışı gerçekleşmiştir. Eğer banka bu ₺1000'lik fazla rezervi kredi olarak vermeyip kasasında tutarsa kredilerden elde edeceği faiz gelirinden mahrum olacaktır. Yukarıdaki varsayımımız gereği bankalar serbest rezerv tutmadıkları için A bankası bu fazla rezervin tamamını kredi olarak kullanıracaktır. Bankanın bir müşterisine kredi açması sonucu bilançosundaki değişim aşağıdaki gibi olacaktır:

Aktif	A Bankası	Pasif
Rezervler	₺0	
DİBS	-₺1000	
Krediler	+₺1000	

A bankasından kredi alan müşteri bu ₺1000'yi mal veya hizmet satın almak için kullanacaktır. Kredi kullanan banka müşterisinin mal veya hizmet satın aldığı üçüncü kişiler, ellerine geçen bu parayı kendi bankalarına yatıracaktır. Bu kişilerin çalıştığı bankanın B bankası olduğunu ve ellerine geçen bu ₺1000'yi B bankasındaki vadesiz mevduat hesabına yatırdıklarını düşünelim (yukarıda yaptığımız varsayımımızı hatırlarsanız ekonomik birimlerin nakit tutmadığını kabul etmiştik). Bu durumda B bankasının bilançosu aşağıdaki gibi olacaktır:

Aktif	B Bankası	Pasif
Rezervler	1000	Vadesiz Mevduat
Zorunlu Rezervler	+₺100	+₺1000
Serbest Rezervler	+₺900	

Yukarıdaki bilançoda görüldüğü gibi B bankasının vadesiz mevduatlarında ₺1000'lik artış gerçekleşmiştir. B bankası bu 1000 liranın %10'unu (₺100) zorunlu rezerv olarak merkez bankasındaki hesabında tutacak, kalan ₺900 ise serbest rezervlerine dahil olacaktır. B bankası da A bankası gibi serbest rezerv tutmadığı için ₺900'lik fazla rezervi kredi olarak verecektir. Kredi verdikten sonra B bankasının bilançosu aşağıdaki gibi olacaktır:

Aktif	B Bankası	Pasif
Rezervler	+₺100	Vadesiz Mevduat
Zorunlu Rezervler	+₺100	+₺1000
Serbest Rezervler	+₺0	
Krediler	+₺900	

Açılan ₺900'lik krediyi alan kişi de harcama yapacak ve üçüncü kişiler bu parayı C bankasına yatıracaklar. Bu durumda C bankasının bilançosundaki değişim aşağıdaki gibi olacaktır:

Aktif	C Bankası	Pasif
Rezervler	+₺900	Vadesiz Mevduat
Zorunlu Rezervler	+₺90	
Serbest Rezervler	+₺810	

C bankası da vadesiz mevduat tutarının 90 liralık kısmını zorunlu rezerv olarak ayırdıktan sonra diğer bankalar gibi serbest rezerv tutmadığı için kalan 810 liralık serbest rezervini kredi olarak kullanıracaktır. C bankasının bilançosundaki değişiklik aşağıdaki gibi olacaktır:

Aktif	C Bankası	Pasif
Rezervler	+₺90	Vadesiz Mevduat
Zorunlu Rezervler	+₺90	
Serbest Rezervler	+₺0	
Krediler	+₺810	

C bankasının verdiği bu kredi D bankasındaki vadesiz mevduat hesabına yatacak, D bankası da diğer bankalar gibi davranarak 810 liranın 81 lirasını zorunlu rezerv olarak ayırdıktan sonra kalan 729 liralık serbest rezervini kredi olarak verecek ve bu süreç böylece bankacılık sisteminin elinde serbest rezerv sıfırlanıncaya kadar devam edip gidecektir.

Tablo 1.4'te merkez bankasının zorunlu rezerv oranını %10 olarak belirlediği, banka dışı kesimin nakit tutmadığı ve bankaların sıfır serbest rezerv tuttuğu bir durumda merkez bankasının bankacılık sistemine aktardığı ilave 1000 liralık rezervle bankacılık sisteminin nasıl kaydı para yarattığı bir bütün olarak verilmektedir.

Tablo 1.4
Bankaların Mevduat
(Kaydı
Para)Yaratma
Süreci

Bankalar	Mevduatlardaki Artış	Kredilerdeki Artış	Zorunlu Rezervlerdeki Artış
A	0	1000	0
B	1000	900	100
C	900	810	90
D	810	729	81
E	729	656,1	72,9
...	...	...	...
Toplam	10000	10000	1000

Yukarıdaki tabloya göre merkez bankasının sağladığı ilk ₺1000'lik ek rezervle bankaların ₺10000'lik mevduat yarattığı görülmektedir. Yani bankalar tarafından yaratılan ₺10000'lik mevduat, zorunlu rezerv oranının tersi ile merkez bankası tarafından sağlanan ilk rezerv tutarının çarpımı kadar artmıştır. Bir başka ifadeyle ek rezerv tutarı olan ₺1000 ile bu tutarın 10 katı kadar yani ₺10000'lik mevduat yaratılmıştır. İşte burada başlangıçtaki ek rezerv artışı sonucu, bankacılık sistemindeki mevduatların kaç kat artacağını basit **kaydı para çarpanı** veya **mevduat çarpanı** göstermektedir. Basit kaydı para çarpanı, zorunlu rezerv oranının tersine eşittir ve kesirli olarak ifade edilir ($1/r_D$). Verdiğimiz örnekte zorunlu rezerv oranı %10 olarak verilmişti, dolayısıyla basit kaydı para çarpanı 10 olmak durumundadır.

Şimdi basit kaydi para yaratma modeline göre ilave bir birimlik rezervle yaratılabilecek kaydi para miktarının formülünü cebirsel olarak elde edelim. Bu formül aracılığıyla rezervlerdeki bir birimlik artış sonucunda yaratılabilecek kaydi para miktarının ne kadar olacağını pratik çözümüne ulaşalım.

Bankaların serbest rezerv tutmak istemedikleri varsayımı, bankacılık sistemindeki toplam zorunlu rezerv miktarının (RR) bankacılık sistemindeki toplam rezervlere (R) eşit olacağı anlamına gelmektedir. Bu durumda toplam rezervler zorunlu rezerv miktarına eşit olacaktır:

$$RR = R$$

Toplam zorunlu rezerv miktarı, zorunlu rezerv oranı ile toplam vadesiz mevduat miktarının (D) çarpımına eşittir.

$$RR = r_D \times D$$

$r_D \times D$ 'yi ilk denklemdeki RR'nin yerine yazar ve bu eşitliğin her iki tarafını r_D 'ye bölersek;

$$r_D \times D = R$$

ve

$$D = \frac{1}{r_D} \times R$$

eşitliğini elde ederiz.

Bu eşitliğin her iki tarafındaki değişimleri ele alır ve değişim miktarını göstermek için delta (Δ) terimini kullanırsak;

$$\Delta D = \frac{1}{r_D} \times \Delta R$$

İlave bir birimlik rezervle bankaların yaratabileceği kaydi para miktarının hesaplanmasını yapabileceğimiz formüle ulaşmış oluruz. Burada ΔD vadesiz mevduatlardaki değişimi, ΔR rezervlerdeki değişimi ve r_D zorunlu rezerv oranını göstermektedir.

Bu türetme işlemi kaydi para çarpanına başka bir açıdan bakmamıza olanak vermektedir. Bankacılık sisteminde, mevduat yaratılması, bankacılık sistemindeki tüm serbest rezervler tükendiği zaman son bulacaktır. Yani bankacılık sistemi, toplam zorunlu rezerv miktarı toplam rezerv miktarına eşit olduğunda dengeye gelecektir ($RR=R$).

$RR=R$ eşitliğinde RR yerine ($r_D \times D$) yazıldığında ulaştığımız eşitlik olan $R = r_D \times D$ formülü bize toplam rezervlerin zorunlu rezervlere eşit olması için vadesiz mevduatların ne kadar artması gerektiğini göstermektedir. Tablo 1.4'te bu ulaştığımız sonucu görmekteyiz.

Artık bu formülden yararlanarak zorunlu rezerv oranının %10 olduğu bir ekonomik ortamda, merkez bankasının A bankasına aktardığı ilave 1000 liralık rezervle bankacılık sisteminin yaratabileceği kaydi para (mevduat parası) miktarını pratik olarak hesaplayabiliriz;

$$\Delta D = \frac{1}{0.10} \times 1000 = 10000$$

Kaydi Para (mevduat)

Çarpanı: İlave rezerv artışı sonucu, bankacılık sistemindeki mevduatların kaç kat artacağını gösteren değerdir.

Gördüğünüz gibi bankacılık sistemi başlangıçtaki rezerv artışının 10 katı kadar (yani zorunlu rezerv oranının tersi kadar) mevduat parası yaratmıştır. Bu miktarda kaydı para yaratılmasının arkasında bankaların serbest rezerv tutmayacakları, serbest rezervlerinin tamamını kredi olarak kullandıracakları ve krediyi kullanan ekonomik birimlerin harcama yapmaları sonucunda bu parayı elde eden üçüncü kişilerin ellerinde nakit tutmayıp tüm parayı bankalara mevduat olarak yatıracakları şeklindeki temel varsayımlar yatmaktadır. Dikkat ederseniz, basit modele göre merkez bankasının zorunlu rezerv oranını ve rezerv düzeyini belirleyerek yaratılabilecek vadesiz mevduat miktarı üzerinde tam kontrol sağlayabildiği görülmektedir. Çünkü bu durumda bankaların yarattığı kaydı para miktarı, zorunlu rezerv oranının düzeyi ve aktarılan ilave rezervin miktarına bağlı olarak değişecektir.

SIRA SİZDE



Merkez bankasının bankacılık sistemine aktardığı 100'lük ilave rezervle zorunlu rezerv oranı %20 iken %25 iken ve %0 iken basit model çerçevesinde bankacılık sisteminin yaratabileceği kaydı para miktarının kaç lira olacağını hesaplayınız. Bulacağınız sonuçlara göre, bankacılık sisteminin yaratabileceği kaydı para miktarı ile zorunlu rezerv oranının düzeyi arasında ne gibi bir ilişki olduğunu yorumlayınız.

Ancak gerçek hayatta kaydı para yaratma mekanizması basit modelin gösterdiği gibi mekanik değildir. Çünkü mevduat bankaları ekonomik belirsizliklerin arttığı riskli ortamlarda örneğin ani mevduat çıkışı, faiz oranlarında ani artış, batık kredi sorununun yaşanması gibi durumlara karşı likit kalma isteklerine bağlı olarak daha fazla serbest rezerv bulundurmamak isteyebilirler. Bu durumda bankalar serbest rezervlerinin tamamını kredi olarak kullandırmayacakları için kaydı para çarpanının değeri düşecek ve daha az mevduat parası yaratılabilecektir.

Basit modelin diğer gerçekçi olmayan varsayımı ise banka dışı kesimin elinde nakit bulundurmaması varsayımdır. Normalde ekonomik birimler işlemlerini gerçekleştirmek için ellerinde nakit bulundururlar. Eğer banka dışı kesim daha fazla nakit tutmayı tercih ederse çarpanın değeri düşecek ve yaratılabilecek kaydı para basit modele göre daha az olacaktır.

Basit modelde yapılan varsayımların kısmen gerçekleşmesi ya da hiç gerçekleşmemesi, para çarpanının değerini düşürecektir. Bu yüzden bankaların serbest rezerv konusundaki kararı, mevduat sahiplerinin elde ne kadar nakit tutacakları konusundaki kararları, kredi kullananların ne kadar kredi kullanmak istediklerine ilişkin kararları ülkedeki para arzının değişmesine yol açabilmektedir. Bir sonraki üniteye para arzının belirlenmesinde daha gerçekçi bir model oluşturulacak ve para arzının belirlenme sürecinde etkili olan dört oyuncunun karşılıklı etkileşimini ve davranışlarını ele alacağız. Bu analizi para arzının parasal taban ve para çarpanı aracılığıyla belirlenme sürecini inceleyeceğimiz ikinci üniteye kapsamlı olarak ele alacağız.

SIRA SİZDE



İletişim teknolojisinin gelişmesiyle elektronik bankacılığın yaygınlaşması kaydı para çarpanının değerini ve yaratılabilecek kaydı para miktarını nasıl etkiler?

Özet



Mevduat Bankaları ve TCMB bilançosunu açıklayabilmek

Para arzında meydana gelen hareketler ekonomik faaliyetler üzerinde geniş etkilere sahip olduğu için para arzının nasıl belirlendiğini anlamamız gerekmektedir. Para arzının belirlenme sürecinin özünü anlayabilmek için merkez bankasının bilançosunu incelemek gerekmektedir. TCMB Vaziyet, Analitik Bilanço, Stand-by bilançosu gibi çeşitli biçimlerde bilançolar yayımlanmaktadır. IMF'nin önerdiği şekilde düzenlenmiş olan Stand-by bilançosu, para arzındaki değişimin özü olan parasal taban ile bu büyüklüğün nasıl yaratıldığını göstermesi açısından oldukça kullanışlıdır. Bu bilançonun aktif kısmı, net dış varlıklar (NDV) ve net iç varlıklar (NİV) ana kalemlerinin toplamından pasif kısmı ise parasal tabandan oluşmaktadır. Bu durumda parasal taban(B) aynı zamanda, NİV ve NDV toplamına eşit olmaktadır. Yani bu bilanço parasal tabanın, hem kaynakları açısından hem de kullanım açısından elde edilmesine olanak vermektedir. Parasal tabanın kaynaklarına göre gösterimi; $B=NDV+NİV$ iken parasal tabanın kullanıma göre gösterimi; $B=C+R$ şeklindedir. İster kullanım isterse kaynak cephesinden bakılsın parasal taban için her iki tanım şekli bilanço özdeşliği gereği birbirine eşittir.

Bir banka bilançosunun pasifi bankanın topladığı fonların kaynaklarını aktifi ise bu fonların nelerde kullanıldığını göstermektedir. Mevduat bankalarının en önemli faaliyetlerinden birisi de kaydi para yaratmalarıdır.

Bankalar ellerinde zorunlu rezerv ve serbest rezerv olmak üzere iki tür rezerv tutarlar. Bankaların bulunduracakları rezerv miktarını belirleyen iki faktör vardır: Bunlardan ilki, bankaların yasalar gereği mevduatlarının belirli bir kısmını TCMB'deki bir hesapta tutmak zorunda olmalarıdır. Bu miktar zorunlu rezervlerdir. İkincisi ise bankaların beklenmedik mevduat çıkışlarını karşılamak ve yatırım fırsatlarını değerlendirmek için kendi belirledikleri bir miktarda serbest rezerv bulundurmalarıdır.



Bir bankanın nasıl kaydi para yarattığını basit model çerçevesinde açıklayabilmek

Merkez bankası bankacılık sistemine ilave rezerv sağladığında, mevduat hacmi bu miktarın belirli bir katı kadar artar, bu süreç kaydi para yaratılması olarak isimlendirilmektedir. Merkez bankası bankacılık sistemine iki şekilde rezerv sağlayabilmektedir. Bankalara reeskont kredisi kullanarak ve bankalardan devlet iç borçlanma senetleri (DİBS) satın alarak.

Kaydi para yaratımı süreci için geliştirilen basit modelin, bankaların sadece zorunlu rezerv bulundurması, banka dışı kesimin nakit tutmaması ve bankaların sadece vadesiz mevduat şeklinde yükümlülük kabul etmesi şeklinde basitleştirici varsayımları vardır. Bu varsayımlar altında bankacılık sistemine aktarılan ilave bir birimlik rezervle mevduat çarpanının (zorunlu rezerv oranının tersi) çarpımı kadar kaydi para yaratılmaktadır.

Basit modelde yapılan varsayımların kısmen gerçekleşmesi ya da hiç gerçekleşmemesi para çarpanının değerini düşürecektir. Bu yüzden Bankaların serbest rezerv konusundaki kararı, mevduat sahiplerinin elde ne kadar nakit tutacakları konusundaki kararları, kredi kullananların ne kadar kredi kullanmak istediklerine ilişkin kararları ülkedeki para arzının değişmesine yol açabilmektedir.

Kendimizi Sınayalım

1. Aşağıdakilerden hangisi bir banka bilançosunun aktifinde **yer almaz**?

- a. Rezervler
- b. Menkul kıymetler
- c. Mevduatlar
- d. Krediler
- e. Diğer Varlıklar

2. Aşağıdakilerden hangisi bir banka bilançosunun pasifinde **yer almaz**?

- a. Özkaynaklar
- b. Mevduatlar
- c. Serbest rezervler
- d. Reeskont kredileri
- e. Bakanın ihraç ettiği tahviller

3. Aşağıdakilerden hangisinde parasal tabanın kaynağına göre tanımı doğru olarak verilmiştir?

- a. NIV+NDV
- b. B+NDV
- c. B+NIV
- d. C+R
- e. NDV+C

4. Aşağıdakilerden hangisi basit mevduat yaratımı modelinin eksik yönlerinden birisidir?

- a. Zorunlu rezervlerin merkez bankası tarafından belirlenmesi
- b. Bankaların serbest rezerv tutmadığının kabul edilmesi
- c. Merkez bankasının bankalara rezerv aktarması
- d. Sistemde birden fazla banka olması
- e. Kısmi rezerv bankacılığı uygulaması

5. Banka dışı kesimin nakit talebinin artması yaratılabilecek kaydı para üzerinde nasıl bir etki yaratır?

- a. Kaydı para çarpanının değeri yükseleceği için kaydı para artar
- b. Kaydı para çarpanının değeri düşeceği için kaydı para artar
- c. Kaydı para çarpanının değeri düşeceği için kaydı para azalır
- d. Kaydı para çarpanının değeri yükseleceği için kaydı para azalır
- e. Kaydı para çarpanının değeri değişmeyeceği için kaydı para değişmez

6. Merkez bankasındaki banka mevduatları ve banka kasalarındaki nakitin toplamı aşağıdakilerden hangisine eşittir?

- a. Parasal taban
- b. Para arzı
- c. Rezervler
- d. Para stoku
- e. Kredi hesapları

7. Merkez bankası bir bankadan ₺10000'lik DİBS satın alırsa aşağıdakilerden hangisi gerçekleşir?

- a. Bankanın rezervleri ₺10000 artar
- b. Bankanın rezervleri ₺10000 azalır
- c. Merkez Bankası'nın yükümlülüklerinde bir değişiklik olmaz
- d. Merkez Bankası'nın DİBS'i azalır.
- e. Bankanın mevduatı ₺10000 azalır

8. Eğer bir bankanın serbest rezervleri ₺200, vadesiz mevduatları ₺4000 ise ve Merkez Bankası zorunlu rezerv oranını %10 olarak belirlemişse, bankanın toplam rezervleri kaç ₺'dir?

- a. 400
- b. 200
- c. 420
- d. 220
- e. 600

9. Eğer basit mevduat çarpanı 5 ise, zorunlu rezerv oranı yüzde kaç olur?

- a. 10
- b. 5
- c. 30
- d. 20
- e. 15

10. Bankacılık sisteminin rezervleri ₺200 arttığında vadesiz mevduatlar ₺2000 artıyorsa, basit mevduat yaratımı modeline göre zorunlu rezerv oranı yüzde kaçtır?

- a. 15
- b. 20
- c. 25
- d. 5
- e. 10

Yaşamın İçinden

“

Hürriyet

25.01.2006

Ünitenin başında, amacımızın merkez bankası bilançosunu ayrıntılı olarak incelemek olmadığından bahsetmiştik. Ancak ara ara merkez bankasının analitik bilançosundan bahsettik. Aşağıda Ercan Kumcu'nun Hürriyet gazetesinden alınma bir köşe yazısı bulunuyor, analitik bilanço'ya ilişkin bilgiyi bu yazıdan elde edebilirsiniz.

Ercan KUMCU

Merkez Bankası bilançosu

Her şirket gibi Merkez Bankası'nın da bir bilançosu vardır. Bir şirketin bilançosu şirketin mali yapısı hakkında bilgi verir. Para politikasının uygulayıcısı olması açısından, Merkez Bankası bilançosu para politikasının temel unsurları ve gidişatı üzerine önemli bilgiler içerir.

Türkiye'de Merkez Bankası bilançosu günlük bazda çıkarılmakta ve internette yayınlanmaktadır. Tablodaki Merkez Bankası'nın Analitik bilançosu verilmektedir.

Para politikasını irdeleme amacıyla aktif ve pasifteki bazı kalemler toplulaştırıldığından tablodaki bilanço normal bir şirketin bilançosuna benzememektedir.

ANALİTİK BİLANÇO

Dış Varlıklar ve **Dış Yükümlülükler** kalemleri Merkez Bankası'nın döviz üzerinden tuttuğu varlıkları ve döviz üzerinden yaptığı borçlanmaları (Hazine'nin döviz olarak tuttuğu mevduat dahil) içermektedir. **İç Varlıklar** kalemi Merkez Bankası'nın nakit bazda kamuya ve bankalara verdiği kredilerle döviz değerlemesi nedeniyle aktifleştirilen cari ve geçmişteki kâr ya da zararları (artı ise zarar, eksi ise kâr) içerir.

Merkez Bankası Parası terimi Merkez Bankası'nın kendi bastığı para (YTL) cinsinden olan tüm yükümlülükleri belirtmek için kullanılır. **Nakit İşlemler** başlığı altında yer alan "**Diğer kalemler**" Banka'nın sermayesini, geçmişteki ve cari kâr ve zararlarını, sahip olduğu sabit kıymetleri ve bunun gibi para politikası açısından önemi fazla olmayan varlık ve yükümlülüklerin toplulaştırılmış büyüklüklerini içerir.

Merkez Bankası Analitik Bilançosu (Milyon YTL)			
	2001	2002	2005
VARLIKLAR	42.333,7	44.576,5	73.213,4
Dış Varlıklar	30.369,6	41.693,6	54.047,1
İç Varlıklar	11.964,1	22.377,9	19.171,3
Nakit İşlemler	12.420,0	23.341,5	17.034,5
Hazine Borçları	16.737,3	29.756,3	20.601,3
Bankalara Krediler	0,1	12,3	7,3
TMSF'ye Krediler	715,1	731,1	101,9
Diğer Krediler	-5.083,0	-6.458,2	-5.676,5
Değerleme Hesabı	-646,6	-953,2	2.137,3
IMF acil Yardım Hesabı	190,6	89,7	0,0
YÜKÜMLÜLÜKLER	42.333,7	44.576,5	73.213,4
Dış Yükümlülükler	36.379,2	47.243,6	47.399,2
Merkez Bankası Parası	5.454,5	17.432,9	30.319,3
Rezerv Para	6.503,5	9.576,6	21.530,3
Diğer Merkez Bankası Parası	-1.053,3	7.356,3	6.233,3
Açık Piyasa İşlemlerinden Borçlar	-2.054,5	6.341,3	4.425,1
Kamu YTL Mevduatları	1.000,6	1.014,5	1.363,9

Tablo 2001, 2002 ve 2005 yıllarına ait bilanço kalemlerinin günlük verilerinden yıllık ortalamalar alınarak hazırlanmıştır. Örneğin, Merkez Bankası'nın dış varlıkları 2001 yılında ortalama 30.4 YTL milyar iken 2002 yılında ortalama 41.7 milyar YTL'ye yükselmiştir. Aynı şekilde, Banka'nın iç varlıkları 2001 yılında ortalama 12 milyar YTL iken 2002 yılında ortalama 23 milyar YTL'ye yükselmiştir.

2001 yılından 2002 yılına, ortalama olarak analitik bilanço büyüklüğü 42.3 milyar YTL'den 64.7 YTL'ye, yani yüzde 53 büyümüştür. Halbuki 2002 yılından 2005 yılına olan üç yıllık dönemde ortalama analitik bilanço büyümesi yüzde 21'de (yıllık yüzde 6.5) kalmıştır. **2001-2002 döneminde, Merkez Bankası'nın Hazine'ye kamu bankalarının yeniden yapılanmasına yönelik olarak açtığı krediler yıllık ortalamada 16.8 milyar YTL'den 29.8 milyar YTL'ye yükselmiştir.**

Belli bir plan içinde Hazine bu borçlarını Merkez Bankasına geri ödemektedir. Örneğin, 2005 yılında Hazine'nin Merkez Bankası'na ortalama borcu 20.6 milyar YTL'ye düşmüştür.

Özetlersek, **2001 Krizi'nin gerektirdiği yeniden yapılanma sonucunda Merkez Bankası Hazine'ye yüklü miktarda bir defaya mahsus olmak üzere kredi açmak durumunda kalmış, bu nedenle de bilançosunu büyütme zorunda kalmıştır.** Bilançonun aktif kısmı Hazine'ye verilen kredilerle büyürken, pasif kısmı ise Merkez Bankası Parası'nın büyümesiyle gerçekleşmiştir. **Merkez Bankası Parası'ndaki büyümenin önemli bir kısmı Açık Piyasa İşlemleri** yoluyla Merkez Bankası'nın bankalardan borçlanmasıyla oluşmuştur. Yani, önce kredi verilmiş, sonra para borçlanılarak çekilmiştir. **Merkez Bankası'nın bilançosu 2002 yılından sonra da büyümeye devam etmiştir, ama çok farklı nedenlerle.**

Okuma Parçası

Piyasa likit kalmak istiyor



Ercan KUMCU

20.04.2005/Hürriyet

MODERN merkez bankacılığında ekonomideki para arzını ayarlama işlevi bankaların serbest rezervlerini etkileme yoluyla gerçekleştiriliyor

Bankacılıkta **serbest rezerv kurallar çerçevesinde bankaların serbestçe kullanabilecekleri fon miktarı anlamına geliyor.** Mevduat munzam karşılıkları elbette serbest rezervi etkileyen parametrelerden biridir. Ama bankaların serbest rezerv tutma isteğinin arkasında çok daha önemli etkenler vardır.

Bankaların daha az ya da daha çok likit kalma isteği serbest rezervlerin miktarını tespit eder. Serbest rezervlerin miktarı da bankaların **kaydı para yaratma** gücünü belirler. Örneğin, mevduat munzam karşılıkları düşürülse dahi, daha fazla likit kalmak isteyen bir bankacılık sektörü **kaydı para** yaratmamakta direnebilir.

ACABA NEDEN?

Son yıllarda Türkiye'de bankacılık sistemi likit kalmak istemektedir. Bankaların likit kalma arzusu, **Merkez Bankası'ndan daha fazla borçlanarak değil,** Merkez Bankası'na muhtaç olmadan kendi kaynakları yoluyla gerçekleştirilmektedir. Dolayısıyla, **Merkez Bankası bankalar karşısında net alacaklı değil, net borçlu durumundadır.**

Bu yılın ilk çeyreğinde bankaların kendi kaynaklarından yarattıkları serbest rezervlerin düşeceği ve Merkez Bankası'ndan borçlanarak serbest rezerv tutmaları bekleniyordu. Gerçekten de, **yılın başlarında Merkez Bankası'nın bankalara borçluluğu giderek azaldı.** Piyasa bu durumu likidite sıkışıklığı olarak algıladı. Hâlbuki normal olan ve arzulanan gelişme buydu.

Merkez Bankası'na borçlu durumda kalmak istemeyen **bankacılık sektörü döviz kurlarının düşmesiyle bir anlamda Merkez Bankası'nı piyasadan döviz almaya zorladı.** Bu şekilde, bankalarımız, Merkez Bankası'na döviz satarak arzuladıkları serbest rezerv düzeyine Merkez Bankası'ndan borçlanmak zorunda kalmadan yeniden kavuştular.

Geçen yıl bu ayda Merkez Bankası'nın açık piyasa işlemleri yoluyla bankacılık sistemine olan borcu 10 milyar YTL'nin üzerindeydi. Yıl içinde Merkez Bankası'nın borçluluğu azaldı. **Bu yılın başında açık piyasa işlemleri yoluyla Merkez Bankası'nın sisteme olan borçluluğu 3.6 milyar YTL'ye kadar düştü.** Beklentilerin paralelinde, Merkez Bankası'nın piyasaya borçluluğu bu yılın ilk aylarında da düşmeye devam etti. Hatta, **geçen ayın ortalarında Merkez Bankası açık piyasa işlemleri yoluyla bankalardan birkaç gün alacaklı duruma dahi geçti.**

Bankalar bu duruma tahammül edemediler. **Merkez Bankası'na döviz satarak ve diğer portföy değişimlerini yaparak serbest rezervlerini artırdılar.** Bugünlerde Merkez Bankası'nın bankalara açık piyasa işlemleri yoluyla borcu yeniden 6.5 milyar YTL düzeyine geldi.

Bankalar neden Merkez Bankası'na borçlu kalmak istemiyorlar? **Likit kalmak maliyetli bir strateji olduğu halde, bankalarımız neden likit kalmak istiyorlar?** Acaba, bankalarımız 2001 yılının şubat ayındaki olayları hala unutamadılar mı? Para politikası açısından bu soruların yanıtı çok önemlidir. Çünkü **bankalara borçlu durumdaki bir merkez bankasının etkin bir para politikası yönetebilmesi orta dönemde çok zordur.**

Kendimizi Sınavalım Yanıt Anahtarı

1. c Yanıtınız yanlış ise “Mevduat Bankaları Bilançosu” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
2. c Yanıtınız yanlış ise “Mevduat Bankaları Bilançosu” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
3. a Yanıtınız yanlış ise “TCMB Bilançosu” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
4. b Yanıtınız yanlış ise “Bankacılık Sisteminde Kaydi Para Yaratılması: Basit Model” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
5. c Yanıtınız yanlış ise “Bankacılık Sisteminde Kaydi Para Yaratılması: Basit Model” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
6. c Yanıtınız yanlış ise “Mevduat Bankaları ve TCMB Bilançosu” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
7. a Yanıtınız yanlış ise “Bankaların DİBS Satın Alması” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
8. e Yanıtınız yanlış ise “Bankacılık Sisteminde Kaydi Para Yaratılması: Basit Model” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
9. d Yanıtınız yanlış ise “Bankacılık Sisteminde Kaydi Para Yaratılması: Basit Model” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
10. e Yanıtınız yanlış ise “Bankacılık Sisteminde Kaydi Para Yaratılması: Basit Model” konusunu yeniden gözden geçiriniz.

Sıra Sizde Yanıt Anahtarı

Sıra Sizde 1

Merkez bankasının bankacılık sistemine aktardığı ilave rezerv $\Delta R = 100 \text{ ₺}$ olduğunda zorunlu rezerv oranı $r_D = 0.20$ iken bankacılık sisteminin yaratacağı kaydi para miktarı;

$$\Delta D = \frac{1}{r_D} \times \Delta R \text{ formülüne göre,}$$

$$\Delta D = \frac{1}{0.20} \times 100 = 500 \text{ ₺ olacaktır.}$$

Merkez bankası zorunlu rezerv oranını %25 olarak belirlediğinde ise 400 liralık ve zorunlu rezerv oranını sıfır olarak belirlediğinde ise bankalar sonsuz derecede kaydi para yaratabilirler.

Bulduğumuz bu sonuçlara göre örneğin, merkez bankası zorunlu rezerv oranını %20’den %25’e yükselttiğinde bankacılık sisteminin kaydi para yaratma olanağı azalırken (tersi durumda ise kaydi para yaratma olanağı artmaktadır), zorunlu rezerv oranı sıfır olduğunda bu olanak sonsuz olmaktadır.

Sıra Sizde 2

İletişim teknolojisinin gelişmesiyle elektronik bankacılığın yaygınlaşması, ödemelerin esas itibarıyla bankalar aracılığıyla hesaptan hesaba aktarma yoluyla yapıldığı bir ekonomik ortam oluşturur. Örneğin ödemeniz gereken bir faturanızı internet olanakları sayesinde, bankanızdaki hesabınızdan ödeme yapacağınız kurumun hesabına aktarabilirsiniz. Gördüğünüz gibi faturanızı ödemek için cebinizde para taşımanıza ve vazedne fatura kuyruğunda beklemenize gerek kalmamaktadır. Bu ise elektronik bankacılığın yaygınlaşmasıyla banknotların daha az dolaşımda olduğu ve vadesiz hesap kullanmanın yaygınlaştığını göstermektedir. Böyle bir ortamda ekonomik birimlerin nakit tutma isteği azaldığı için kaydi para çarpanının değeri yükselecek ve yaratılabilecek kaydi para miktarının artmasına yol açacaktır.

Yararlanılan Kaynaklar

- Akgüç, Ö. (2011). “**Banka Finansal Tablolarının Analizi**”, İstanbul: Arayış Basım ve Yayıncılık. 1. Baskı.
- Aren, S. (1998). **İstihdam Para ve İktisadi Politika**, Ankara: SavaşYayınları. 11. Baskı.
- Erdem, E. (2010). “**Para Banka ve Finansal Sistem**”, Ankara: Detay Yayıncılık, Genişletilmiş 3. Baskı.
- Gögebakan Önder, N. A. (2008). **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Temel Bilanço Büyüklükleri ve Enflasyonun Açıklanmasındaki Görelî Önemi, 1990-2007**, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi.
- Günal, M. (2006). **Para Banka ve Finansal Sistem**. Ankara: Yeni Dönem Yayınları.1.Baskı.
- Mishkin, F. S. . (2006). **Para, Bankacılık, ve Finansal Piyasalar iktisadi**, 8. baskıdan Çeviri, Akademi Yayıncılık-2011, Çev. Şahin, Serçin ve diğerleri.
- Özatatay, F. (2011). **Parasal İktisat Kuram ve Politika**, Ankara: Efil Yayınevi, 2. Baskı.
- Parasız, İ. (2005). **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları, 8. Baskı.
- Şıklar, İ. (2006). **Para Teorisi ve Politikası**, Eskişehir: TC. Anadolu Üniversitesi AÖF Yayını No: 837, 3. Baskı.
- BDDK (2011). **Finansal Piyasalar Raporu**, Aralık 2011sayı:24, ISSN: 1307-0347
- BDDK (2012), **Türk Bankacılık Sektörü Genel Görünümü**, Sayı:2012/2.
- www.tcmb.gov.tr
- www.bddk.org.tr
- www.tbb .org.tr

2

Amaçlarımız

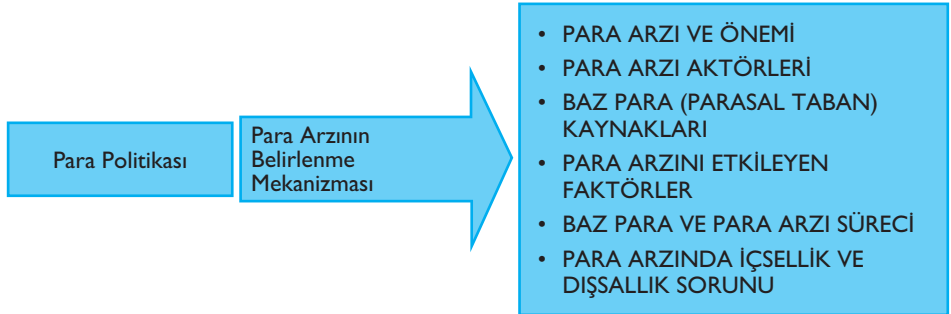
Bu üniteyi tamamladıktan sonra;

- Para arzı ve para arzının önemini açıklayabilecek,
- Para arzı aktörlerini ayırt edebilecek,
- Baz paranın kaynaklarını sıralayabilecek,
- Para arzını etkileyen faktörleri irdelleyebilecek,
- Baz para ve para arzı sürecini açıklayabilecek,
- İçsel ve dışsal para arzını ayırt edebilecek bilgi ve becerileri kazanabileceksiniz.

Anahtar Kavramlar

- Para Arzı
- Baz Para (Parasal Taban)
- Para Arzı Çarpanı
- İçsel Para Arzı
- Dışsal Para Arzı

İçindekiler



Para Arzının Belirlenme Mekanizması

PARA ARZI VE ÖNEMİ

Bir ekonomide belirli bir anda dolaşımda bulunan her türlü paranın toplam miktarına para arzı denir. Para arzı bir stoktur ve bu anlamda bir ekonomide dolaşımda mevcut olan para miktarını verir. Para ve para arzı makroekonomik değişkenlerin en önemlileridir. Para arzının bu önemi büyük ölçüde içinde bulunduğu ekonominin diğer değişkenlerini etkileyebilmesinden kaynaklanmaktadır.

Hatırlanacağı gibi istihdam düzeyi, fiyat düzeyinin istikrarı, ekonomik büyüme gibi makroekonomik hedefler, doğrudan veya dolaylı olarak para arzı ve parasal büyüme ile ilişkilidir. Para arzı değişimleri faiz oranları üzerinden yatırım ve üretim gibi faktörleri etkileyerek ekonominin reel dengesi üzerinde etkili olmaktadır. Parasal aktarma mekanizmasına göre, para arzında meydana gelen bir artış faiz oranlarında düşüşe neden olmakta, dolayısıyla yatırım ve üretim artmaktadır. Para arzındaki düşüşler ise faiz oranlarını arttırarak yatırım ve üretim üzerinde azaltıcı etkiler yaratmaktadır.

Diğer yandan para arzının önemi aynı zamanda, onun para politikalarının bir değişkeni olması özelliğinden kaynaklanmaktadır. Para politikalarının temel değişkeni aslında para arzıdır. Çünkü para politikası yürütücüleri para arzını kontrol altında tutarak ekonomik hedeflere ulaşmak isterler. Para arzı kontrolüne bağlı olarak ekonomik değişkenlere etki etmeyi hedefleyen para otoritelerinin, para arzı kapsamına girecek unsurları iyi belirlemeleri gerekmektedir. Böyle bir davranış para politikasının başarı şansını önemli ölçüde etkilemektedir.

Uygulamada paranın ne olduğu ya da nelerin para kabul edileceği konusunda anlaşmazlıklar bulunmaktadır. Durum böyle olunca para arzı tanımına nelerin gireceği konusunda görüş birliği oluşturmak güçleşmektedir. Ayrıca günümüz ekonomilerinin önemli özelliklerinden birisi, finansal işlemler ve ilişkilerinin baskınlığıdır. Yalnızca ticari bankalardan oluşan bir finansal sisteme göre bankaların yanı sıra banka dışı mali araçların rollerinin arttığı bir finansal sistemde para arzı tanımını farklılık arz etmektedir.

Bir ekonomide, nakit paradan şirket varlıkları üzerinde hak doğuran araçlara kadar, değişik finansal varlıklar bulunmaktadır. Bu bağlamda para arzının kapsamı, ekonomik ve finansal sistemin gelişmişlik düzeyi, ödeme araçlarının çeşitliliği gibi faktörlere bağlı bulunmaktadır. Bunlardan hangilerinin para olarak kabul edildiğine bağlı olarak değişik parasal büyüklük tanımlamaları yapılmaktadır. Bu

Stok değişken olan para arzı, ekonomide dolaşımda bulunan toplam para miktarını verir.

Para arzının kapsamı, ekonomik ve finansal sistemin gelişmişlik düzeyi, ödeme araçlarının çeşitliliği gibi faktörlere bağlı bulunmaktadır.

bağlamda Ülkemizde de T.C. Merkez Bankası çeşitli para arzı tanımları yapmaktadır. TCMB 2005 tarihinden itibaren üç ayrı yeni para arzı tanımları yapmıştır: M1, M2 ve M3.

Dar Tanımlı Para Arzı (M1)

Para arzı tanımlardan en çok kullanılanı dar tanımlı para arzıdır. Doğrudan ve istendiği anda hiç bir kısıtlama olmaksızın ödemelerde kullanılabilen finansal varlıkları içerir. Dar tanımlı para arzı, dolaşımdaki nakit (C) ve vadesiz mevduatların (D) toplamından oluşmaktadır.

$$M1 = \text{Dolaşımdaki Nakit} + \text{Vadesiz Mevduatlar}$$

Dar tanımlı para arzı eşitliğinde yer alan “*dolaşımdaki para*” ticari bankalar dışındaki işletmelerin ve hane-halklarının ellerinde tuttukları madeni ve kâğıt paralarından ibarettir. Buna göre dolaşımdaki nakit: $C = \text{Emisyon} - \text{Banka Kasaları}$ olarak tanımlanmaktadır.

Bir adım daha ileri gidersek baz para ya da parasal taban kavramına ulaşırız. “*Parasal taban*”, dolaşımdaki paraya ilave olarak bankaların kendi kasalarındaki nakiti ve bankaların Merkez Bankası’ndaki mevduatını da içerir. M1 ile sembolize edilen dar tanımlı para arzı, para tabanına ilave olarak ödemelerde doğrudan kullanılan vadesiz mevduatları içerir.

Dar tanımlı para arzı tanımı içindeki vadesiz mevduatlar, mevduat bankalarındaki, katılım bankalarındaki ve merkez bankasındaki ₺ ve yabancı para mevduatlarından oluşmaktadır.

Merkez bankası tarafından yapılan diğer tanım, geniş anlamda para arzı olarak adlandırılmaktadır. Geniş tanımlı para arzı M2 ile sembolize edilmektedir. Geniş tanımlı para arzı, M1 para arzına mevduat bankaları, katılım bankaları ve TCMB’deki ₺ ve yabancı para vadeli mevduatların (TD) ilave edilmesiyle bulunmaktadır.

$$M2 = M1 + \text{Vadeli Mevduatlar}$$

M3 Para Arzı

TCMB tarafından yapılan son ve en geniş tanımlı para arzı M3’tür. M3 para arzı tanımı ise şöyledir:

$$M3 = M2 + \text{Repo} + \text{Para Piyasası Fonları (B Tipi Likit Fonlar)} + \text{İhraç Edilen Menkul Değerler}$$

İhraç edilen menkul değerler kalemi, 31.10.2010 tarihinden başlamak üzere M3 para arzı tanımına dahil edilmiştir. Bununla birlikte ülkelerin finansal sistemlerindeki gelişmeler ve sistem içinde kullanılan finansal varlıklara bağlı olarak para arzı tanımlarının kapsamının sürekli değişebileceği de aklımızda bulunmalıdır.

PARA ARZI AKTÖRLERİ

Para arzı ile merkez bankası bilançosu arasında çok sıkı bir ilişki bulunmaktadır. Birinci ünite merkez bankası ve mevduat bankalarının bilançosundan kısaca bahsetmiştik. Şimdi bu ilişkiyi daha somut olarak ortaya koyabilmek için bankacılık sistemi konsolide bilançosunu ele alabiliriz. Aşağıdaki tablo 2.1’de görülebileceği gibi bankacılık sistemi konsolide bilançosu iki ana alt bilançodan oluşmakta-

Dar tanımlı para arzı doğrudan ve istendiği anda hiç bir kısıtlama olmaksızın ödemelerde kullanılan, nakit ve vadesiz mevduatların toplamından oluşan bir büyüklüktür.

dır. Bunlar; Merkez Bankası Bilançosu ve Mevduat Bankaları Bilançosudur. Bunların birleştirilmiş hâli bankacılık sistemi konsolide bilançosunu meydana getirmektedir. Yine aynı tablodan görüleceği gibi konsolide bilançonun pasif tarafı bize geniş para arzını vermektedir. Bilançonun aktifinde meydana gelecek herhangi bir değişiklik, pasifinde de eşit bir değişikliğe neden olacaktır. Dolayısıyla Merkez Bankası kendi bilançosunun yapısını ve büyüklüğünü değiştirerek konsolide bilançonun yapısını ve büyüklüğünü (para arzını) değiştirmektedir.

Merkez Bankası Bilançosu	
• Net Dış Varlıklar • Kamu Sektörü Kredileri • DİBS Portföyü • Bankacılık Sektörü Kredileri • Açık Piyasa İşlemleri • Reeskont Kredileri • Net Diğer Kalemler	• Emisyon • Serbest Mevduat • Zorunlu Karşılıklar = Para Tabanı ≈ Rezerv Para
Bankacılık Sektörü Bilançosu	
• Kasa • MB'deki Serbest Mevduat • MB'deki Zorunlu Karşılıklar • Ticari Krediler	• Vadesiz Mevduat • Vadeli Mevduat • MB'den Alınan Krediler • Açık Piyasa İşlemleri • Reeskont Kredileri
Konsolide Bilanço (Netleşt. Mer. Ban. ve Bankalar Bilançosu)	
• Net Dış Varlıklar • Kamu Sektörü Kredileri • DİBS Portföyü • Net Diğer Kalemler • Ticari Krediler	• Dolaşımdaki Para (Emisyon- Kasa) • Vadesiz Mevduat • Vadeli Mevduat = Para Arzı

Tablo 2.1

Basitleştirilmiş
Bankacılık Kesimi
Bilançosu

Kaynak: Timur Önder, Para Politikası: Araçları Amaçları ve Türkiye Uygulaması, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, 2005. Ankara. s.49.

Bu açıklamalardan sonra para arzını etkileyen aktörleri orataya koyabiliriz. Bir ekonomide para arzını çeşitli aktörler ve bu aktörlerin davranışları belirler. Bu aktörler aşağıdaki gibi sıralanmaktadır:

- Merkez Bankası
- Bankalar
- Banka dışı kesim (mevduat sahipleri ve bankalardan borç alanlar)

Bu bağlamda para arzının banka dışı kesim, bankalar ve merkez bankası arasındaki ilişkiler sonucunda belirlendiğini söyleyebiliriz. Merkez bankası, bankacılık sisteminin kontrolü ve parasal politikanın yönetiminden sorumlu olan kamu yönetimi birimidir. Aynı zamanda para arzının temelini oluşturan baz paranın yaratıcısıdır. Bankalar, bireyler ve işletmelerden mevduat toplayan ve ödünç veren finansal araçlar olup, ticari bankalar ve mevduat toplayıp ödünç veren diğer kuruluşları içerir. Banka dışı kesim, bankalarda mevduatlarını tutan ve bankalardan ödünç alan hane-halkları ile işletmelerden oluşmaktadır.

Para arzı hem banka dışı kesimin hem de bankaların davranışlarından etkilenmektedir. Buna göre özellikle halkın nakit talebi ve mevduat talebi para arzının belirlenme sürecinde önemlidir. Bankaların rolü ise mevduatların bankalara yatırıl-

Para arzı banka dışı kesim, bankalar ve merkez bankası arasındaki ilişkiler sonucunda belirlenir.

Kaydi para, bankacılık sisteminin işleyişine bağlı olarak kayıtlar yoluyla yaratılan para demektir.

ması ile ortaya çıkmaktadır. Bankalar, mevduatlar ve krediler aracılığıyla para yaratmakta ve ekonominin likiditesini artırmaktadır. Para arzı kaynaklarından birisi bankacılık sistemi tarafından yaratılan kaydi paradır. Kaydi para yaratım sürecinde merkez bankası oldukça önemlidir. Çünkü bankaların yeni krediler verebilmeleri ve yeni mevduat yaratabilmeleri, rezervlerinin artmasına bağlıdır. Kaydi para, bankacılık sisteminin işleyişine bağlı olarak kayıtlar yoluyla yaratılan para demektir. Bankalar ellerinde bulunan mevduatları kullanarak veya merkez bankasından elde ettikleri rezervlerle kaydi para yaratabilirler. Rezervleri arttıkça bankalar, bu ilave rezervleri kredi olarak kullanırlar. Krediyi alanlar bununla yaptıkları harcamaları çöke ödeyerek mevduat yaratmış olurlar.

Kaydi para yaratma mekanizması, bankaların verdiği kredilerin mevduat yaratacağı, diğer bir deyişle verilen kredinin bir kısmının mevduat olarak bankacılık sistemi içerisine yeniden gireceği düşüncesine dayanır. Bankacılık sistemi tarafından yaratılan kaydi para sürecini, aşamalandırarak basitçe aşağıdaki gibi özetleyebiliriz:

1. Sisteme herhangi bir miktarda para girişi olduğunda (merkez bankası işlemleri ile), para ilk defa bir bankaya mevduat (D) olarak yatırılır.
2. Mevduatı kabul eden banka, bu mevduat için belirli bir oranda karşılık (zorunlu karşılık) ayırdıktan sonra kalan miktarı kredi olarak verir.
3. Krediyi alan işletme veya hane-halkı bu kredi ile herhangi bir mal veya hizmet karşılığı harcama yapar.
4. Harcanan bu para tekrar aynı veya başka bir bankaya mevduat olarak döner.
5. Banka, dönen mevduat için tekrar bir zorunlu karşılık ayırarak kalan miktarı işletmelere veya hane-halkına kredi olarak verir.

Kaydi para yaratma işlemi 3 ve 5. aşama arasında devam eder. Burada dikkat edilmesi gereken nokta, her bir aşamada merkez bankası nezdinde zorunlu karşılık ayrıldığı için yaratılan yeni mevduatın gittikçe azaldığıdır.

Bundan sonraki açıklamalarımızda konunun anlaşılmasını kolaylaştırmak için bazı varsayımlara gitmemiz gerekmektedir. Bu bağlamda farklı mevduat türleri arasındaki ayırımı yok sayarak üzerine çek yazılabilen tek tür bir mevduat (vadesiz) “D”, bulunduğunu varsayacağız. Böyle bir kabulün sonucu olarak para arzı dolaşımdaki nakit para “C” ve vadesiz mevduatlardan “D” oluşacaktır. Buna göre para arzı tanımımız aslında dar anlamda para arzına denk düşmektedir. Bundan sonraki açıklamalarda da para arzı olarak M, dar anlamda para arzı olarak kabul edilmelidir.

$$M1 = C + D$$

Yukarıda kısaca özetlediğimiz sürecin başlangıcında merkez bankasının bankacılık sistemine sağladığı rezervler yer almaktadır. Yani kaydi paranın yaratım sürecinin başalayabilmesi için merkez bankası tarafından bankalara rezerv verilmesi gerekmektedir. Önceki üitede merkez bankasının bankalara iki şekilde rezerv aktardığından bahsetmiştik. Peki, Merkez bankası bankacılık sistemine aktardığı bu ek rezervleri nasıl yaratır? İşte tam bu noktada “parasal taban (baz para) ve parasal taban belirlenme süreci” karşımıza çıkmaktadır.

BAZ PARA (PARASAL TABAN) KAYNAKLARI

Bir ekonomide para arzının temel kaynağı merkez bankalarıdır. Bir merkez bankası tarafından, aşağıda sıralanan yöntemler kullanılarak yaratılan para, kaydi para genişlemesine baz oluşturduğu için baz para ya da parasal taban olarak isimlendirilir. Merkez bankaları aşağıda sıralanan dört yönetime bağlı olarak para yaratırlar:

- Altın ve döviz rezervleri karşılığında,
- Bankacılık sistemine verilen krediler karşılığında,
- Kamu kesimine açılan krediler karşılığında,
- Açık piyasa işlemleri aracılığıyla.

Altın ve Döviz Rezervleri Karşılığında

Merkez bankalarının aktifleri arasında döviz ve altın rezervleri bulunmaktadır. Altın ve döviz rezervleri parasal taban üzerinde iki taraflı etki yaratabilir. Piyasadan döviz ve altın satın alan merkez bankaları, karşılığında piyasaya para sürebilirler. Bunun tersi bir durumda yani, merkez bankası piyasaya altın ve döviz sürmesine bağlı olarak piyasadan para çekmekte baz parayı daraltmaktadır. Ancak bu yöntem uygulamada genellikle, para arzı oluşturmaktan ziyade, döviz kurunu kontrol etme amacına hizmet eden bir yöntem olarak kullanılmaktadır.

Kamu Kesimine Verilen Krediler Karşılığında

Baz paranın yaratım yollarından birisi Merkez bankası tarafından kamuya açılan kredilerdir. Bu kapsamda nakit gereksinimleri karşılamak için, Merkez bankaları devlet iç borçlanma senetleri karşılığında kamu kesimine kredi verebilmektedir. Finansal sistemin ve finansal piyasaların, yeterince gelişmediği ekonomilerde daha çok tercih edilen bir yöntemdir. Bu yöntem merkez bankalarının bağımsızlığını sağlamak amacıyla günümüzde çok kullanılmamaktadır. Nitekim Ülkemizde de T.C. Merkez Bankası'nın parasal taban yaratma yolları arasında, "kamu kesimine verilen krediler" yer almamaktadır. Çünkü 2001 yılında Merkez Bankası Kanunu'nda yapılan düzenleme ile bu yöntemin kullanım olanağı ortadan kalkmıştır.

Bankacılık Sistemine Açılan Krediler Karşılığında

Merkez bankasının pasiflerindeki rezervler, ticari bankaların aktifidir. Ticari bankaların hanehalkı veya şirketlere kullandıkları krediler ise ticari bankaların aktifidir. Bankaların bilançosunun pasifinde ise merkez bankasından aldıkları reeskont kredileri, hane-halkı veya şirketlerden topladıkları mevduatlar bulunmaktadır. Bu bağlamda Bankalar para arzı sürecinin önemli aktörlerindendir. Bankaların parasal taban talebi karşılıklar için rezerv talebinden oluşur. Bu da bankaların toplam mevduatına, kısa vadeli fon maliyetine (reeskont oranı), kısa vadeli varlıkları gelirin ve ekonomik faaliyetin canlılığına bağlı olarak değişir. Bankalar kendileri tarafından iskonto edilen senetleri Merkez Bankası'na götürüp, iskonto ettirerek merkez bankalarından kredi alabilirler. Bu sayede piyasaya para çıkarılmış (arz edilmiş) olmaktadır. Bu işleme reeskont, reeskont sırasında uygulanan faiz oranına ise reeskont faiz oranı denir.

Açık Piyasa İşlemleri Karşılığında

Açık piyasa işlemleri para yaratma yolları arasında en yoğun başvuru alan yöntemdir. Tanımlamak gerekirse genel anlamda şöyle bir tanım uygun olacaktır: Açık piyasa işlemleri, "DİBS (devlet iç borçlanma senetleri) başta olmak üzere çeşitli finansal araçların merkez bankası tarafından alınıp-satılarak ekonominin para arzını

etkilemesi olarak tanımlanabilir. Merkez bankaları, genellikle çeşitli devlet iç borçlanma senetleri ve özel sektöre ait bazı varlıkları bankalar ve aracı kurumlarından satın alarak karşılığında piyasaya para sunmaktadır. Bu işlem kesin alım-satım veya repo-tersepo yöntemleri kullanılarak yapılabilmektedir. Piyasadan bu gibi varlıkların merkez bankası tarafından satın alınması, piyasaya para çıkmasına ve baz paranın artmasına neden olacaktır. Bununla birlikte bu işlemin tersi bir uygulama ise yani ifade edilen varlıkların merkez bankası tarafından satılması ise baz paranın daralmasına neden olmaktadır. Bu yöntemle dolaşımdaki rezerv paranın (baz para ya da parasal taban) değişmesi, kaydi para hacmini aynı yönde etkilemekte ve para arzının değişmesine neden olmaktadır. Etkin bir para politikası aracı olarak da bilinen bu yöntem hisse senedi-tahvil piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde uygulanabilmekte ve para arzı üzerinde etkili olabilmektedir. Ancak finansal sistemleri yeterince gelişmemiş olan ekonomilerde açık piyasa işlemlerinin kullanılması olanağı oldukça sınırlıdır.

PARA ARZINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Ekonomide yaratılan para arzı büyüklüğünü belirleyen birtakım faktörler bulunmaktadır. Bu faktörlerde meydana gelen değişmelere bağlı olarak para arzı miktarı azalıp çoğalmaktadır. Bu faktörler bağlamında para arzının belirleyicileri aşağıdaki gibi sıralanmaktadır.

- Açık piyasa işlemleri
- Reeskont kredileri
- Zorunlu karşılık oranları
- Bankaların aşırı rezerv bulundurma isteği
- Halkın nakit tutma isteği

Açık Piyasa İşlemleri

Açık piyasa işlemi, merkez bankasının para tabanını etkilemek için "DİBS (devlet iç borçlanma senetleri) başta olmak üzere çeşitli finansal araçları alıp satması işlemidir.

Açık piyasa işlemleri, daha önceki açıklamalarımızdan da hatırlanacağı gibi merkez bankasının para tabanını etkilemek için "DİBS (devlet iç borçlanma senetleri) başta olmak üzere çeşitli finansal araçları alıp satması işlemidir. Bu yöntemle merkez bankasının bankalar ve çeşitli aracı kurumlardan alım yapması para tabanının artırmaktadır. Aynı şekilde merkez bankasının banka ve aracı kurumlara yukarıda saydığımız çeşitli varlıkları satması durumunda ise para tabanı daralacaktır (azalacaktır). Ceteris paribus varsayımı altında, merkez bankasının bankacılık sisteminde açık piyasa alımı gerçekleştirmesi demek, banka rezervlerinin açık piyasa işlem tutarı kadar artması demektir. Parasal taban, dolaşımdaki para ve rezervler toplamı olarak tanımlandığından rezervlerdeki artış parasal tabanı artırmaktadır.

$$MB\uparrow = C + R\uparrow$$

Hatırlayacağınız gibi para arzını, dolaşımdaki para ile vadesiz mevduatların toplamı olarak tanımlamıştık. Bu işlemde dolaşımdaki para miktarında herhangi bir değişiklik yoktur. Ancak, önceki bölümlerde anlatılan kaydi para yaratım süreci ve mevduat çarpanını hatırlarsanız, banka rezervleri artışına bağlı olarak vadesiz mevduatların artacağını dolayısıyla para arzının artacağını anlayabilirsiniz. Aynı şekilde açık piyasa işlemleri (APİ) ile merkez bankası bir satış gerçekleştirdiği takdirde biraz önce söz ettiğimiz mekanizma tersinden işler ve para arzı daralır. Bu bağlamda Açık piyasa işlemleri ile para arzı arasındaki ilişkiyi aşağıdaki gibi özetleyebiliriz:

$$\begin{aligned} \text{APİ (alım)} &\Rightarrow \text{Rezervler}\uparrow \Rightarrow \text{Parasal Taban}\uparrow \Rightarrow \text{Para Arzı}\uparrow \\ \text{APİ (Satım)} &\Rightarrow \text{Rezervler}\downarrow \Rightarrow \text{Parasal Taban}\downarrow \Rightarrow \text{Para Arzı}\downarrow \end{aligned}$$

Zorunlu Karşılık Oranları

Merkez bankası para tabanı ve dolayısıyla para arzını zorunlu karşılık oranlarını kullanarak da etkileyebilir. Zorunlu karşılıklar; mevduat kabul eden bankaların topladıkları mevduatlara karşılık olarak merkez bankasında tutmak zorunda oldukları mevduatlarının kanunen saptanan miktarıdır. Bu daha çok oransal olarak ifade edilir ve kullanılır. Uygulamada zorunlu karşılık oranları olarak bilinen oran, tutulan zorunlu karşılıklar miktarının mevduatlara oranı olarak ifade edilmektedir.

Merkez bankaları zorunlu karşılık oranını bir para politikası aracı olarak kullanabilmektedir. Zorunlu karşılık oranları ile para arzı arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Merkez bankası zorunlu rezerv oranlarını yükselttiğinde bankacılık sisteminin kaydı para yaratma olanakları daralacak ve bu durum para arzının azalmasına neden olacaktır. Zorunlu karşılık oranı düşürüldüğünde ise zorunlu karşılıkların bir kısmı kullanılabilir rezerv şekline dönüşür, bu da bankaların kredi tabanını artırır. Bankaların kredi tabanının genişlemesi de para arzının artmasına neden olmaktadır. Zorunlu karşılık oranları ile para arzı arasındaki ilişkiyi aşağıdaki gibi özetleyebiliriz:

$$\begin{aligned} \text{Zorunlu Karşılık Oranları} \uparrow &\Rightarrow \text{Rezervler} \downarrow \Rightarrow \text{Parasal Taban} \downarrow \Rightarrow \text{Para Arzı} \downarrow \\ \text{Zorunlu Karşılık Oranları} \downarrow &\Rightarrow \text{Rezervler} \uparrow \Rightarrow \text{Parasal Taban} \uparrow \Rightarrow \text{Para Arzı} \uparrow \end{aligned}$$

Zorunlu karşılık oranları ile para arzı arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır.

Reeskont Kredileri

Bankaların, nakit gereksinimlerini karşılayabilmek amacıyla Merkez Bankası'ndan senet iskontosu şeklinde talep ettikleri nakdi krediye reeskont kredisi denilmektedir. Bu kredinin uygulanmasında kullanılan faiz oranına, reeskont oranı denilmektedir. Reeskont oranı, zorunlu karşılık oranı gibi bir para politikası aracıdır. Merkez Bankası genişletici para politikası izliyorsa reeskont oranını düşürecek, daraltıcı para politikası izliyorsa reeskont oranını yükseltecektir. Merkez bankası reeskont oranlarını değiştirerek, bu krediyi bankalar açısından cazip hale getirebilir ya da tersini yapabilir. Yani burada reeskont oranlarının büyüklüğü oldukça önemlidir. Reeskont oranlarındaki bir düşüşe bağlı olarak, bankacılık sisteminin reeskont kredisi talebi artacaktır. Merkez bankası'ndan kullanılan reeskont kredisine bağlı olarak bankaların rezervleri artacaktır.

$$MB = C + R \uparrow$$

Banka rezervleri artışına bağlı olarak, yukarıdaki eşitlik uyarınca parasal taban artacak sonuçta da para arzı artacaktır. Reeskont oranlarının artışı ise bankaların reeskont kredisi taleplerinin azalmasına, sonuç olarak da para arzının azalmasına neden olmaktadır. Reeskont kredileri ile para arzı arasındaki ilişkiyi de aşağıdaki gibi özetleyebiliriz:

$$\begin{aligned} \text{Reeskont Kredileri} \uparrow &\Rightarrow \text{Rezervler} \uparrow \Rightarrow \text{Parasal Taban} \uparrow \Rightarrow \text{Para Arzı} \uparrow \\ \text{Reeskont Kredileri} \downarrow &\Rightarrow \text{Rezervler} \downarrow \Rightarrow \text{Parasal Taban} \downarrow \Rightarrow \text{Para Arzı} \downarrow \end{aligned}$$

Reeskont oranları ile para arzı arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır.

Buraya kadar, merkez bankasının açık piyasa işlemleri, zorunlu karşılık oranları ve reeskont kredileri yoluyla para arzını nasıl kontrol ettiğinden bahsettik. Fakat burada dikkat edilmesi gereken husus para tabanının merkez bankasının tamamen kontrolü altında olmadığıdır. Merkez bankası, açık piyasa işlemleri yoluyla para tabanını istediği oranda kontrol edebilir. Ancak reeskont kredileri tamamen kontrolü altında değildir. Çünkü bankaların merkez bankalarından borçlanmalarını belir-

leyen tek faktör reeskont oranı değildir. Örneğin, reeskont oranı çok düşük olsa bile, bankalar merkez bankasından borçlanmak istemeyebilirler. Bu durumda merkez bankası para tabanını istediği gibi kontrol edemeyebilir.

SIRA SİZDE



Parasal taban ve dolayısıyla para arzının kontrol açısından, Reeskont kredileri tam etkin bir araç olarak kabul edilemez. Neden?

Bankaların Serbest Rezervleri

Bankaların mevduatlarının belli bir kısmını merkez bankasındaki hesaplarında tutmak zorunda olduklarını daha önceki açıklamalarımızda ifade etmiştik. Ancak bankalar, isterlerse bu oranın üzerinde bir tutarı da serbest rezerv olarak tutabilirler. Serbest rezervler, beklenmeyen nakit çekilişlerini karşılamak ya da kârlı yatırımlarla karşılaştıklarında kullanmak için, bankaların yasal zorunluluk olmaksızın ayırdıkları fonlardır. Bu fonların toplam mevduata oranlanmasına da serbest rezerv oranı denir. Serbest rezerv oranının yükseltilmesi, yaratılan kaydi para miktarının daha düşük olmasına, dolayısıyla para arzının azalmasına neden olmaktadır. Ters durumda, yaratılan kaydi para miktarı ve para arzı artacaktır.

Bankaların serbest olarak tutacakları rezervlerin büyüklüğünü belirleyen bazı durumlar bulunmaktadır. Yani bankalar bu durumlar oluştuğunda zorunlu rezervlere ek olarak serbest rezervler de tutmak isteyebilirler. Bunlar aşağıdaki gibi sıralanmaktadır:

- Mevduat çıkışlarının artacağı beklentisine bağlı olarak belli dönemlerde bankalar daha çok serbest rezerv tutmak isteyebilirler. Örneğin, bayram ve yılbaşlarında harcamaların artmasına bağlı olarak bankalardan beklenenin üzerinde bir mevduat çekilişi gerçekleşebilir. Buna önlem olarak da bankalar serbest rezervlerini artırmak isteyebilirler.
- Aynı şekilde piyasa faiz oranlarındaki değişimler de serbest rezervlerin miktarı üzerinde etkili olmaktadır. Bu bağlamda piyasa faiz oranının artması, bankaların serbest rezervlerinin fırsat maliyetinin (alternatif maliyet) artmasına neden olmaktadır. Bu durumda bankalar daha az serbest rezerv tutmak ve daha çok kredi vermek isterler. Bu bağlamda daha çok kaydi para yaratılır.

Nakit Tutma İsteği ve Mevduatların Geri Dönüş Oranı

Para arzı üzerinde etkili olan başka bir faktör ise halkın nakit tutma isteğidir. Bireylerin tasarruflarını mevduat olarak değil de nakit olarak tutmak istemeleri bankacılık sisteminin yaratacağı kaydi para ve para arzı üzerinde etkili olmaktadır.

Diğer şartlar sabitken (ceteris paribus varsayımı) ekonomik birimlerin ödemelerde nakit tercih etmesi, nakit tutma oranının yüksek olmasına neden olmakta, bu da para arzı çarpanı konusunda göreceğimiz mekanizma ile para arzının azalmasına yol açmaktadır. Halkın bankacılık sistemini yoğun kullanması veya ödemelerde nakit yerine kredi kartlarını daha fazla kullanması, nakit tercihinin (nakit tutma isteği) olumsuz etkilemekte, bu durumda para arzının artmasına neden olmaktadır. Ekonomik birimlerin nakit tutma isteklerini belirleyen çeşitli faktör olduğu bilinmektedir. Bunlar;

- Finansal sistemin gelişmişliği
- Vadesiz mevduat faiz oranlarının büyüklüğü,
- Enflasyon oranı
- Finansal istikrarsızlık
- Kayıt dışı ekonominin büyüklüğü, gibi faktörlerdir.

Serbest rezervler, beklenmeyen nakit çekilişlerini karşılamak ya da kârlı yatırımlarla karşılaştıklarında kullanmak için, bankaların yasal zorunluluk olmaksızın ayırdıkları fonlardır.

Halkın bankacılık sistemini yoğun kullanması veya ödemelerde nakit yerine kredi kartlarını daha fazla kullanması, nakit tercihinin (nakit tutma isteği) olumsuz etkilemekte, bu durumda para arzının artmasına neden olmaktadır.

Yukarıda sayılan faktörlerin her birinin nakit tutma isteğini farklı etkileyeceği açıktır. Örneğin içinde yaşanan ekonomik yapının finansal gelişmişlik düzeyi ile nakit tutma isteği arasında ters yönlü bir etkileşim bulunmaktadır. Çünkü finansal gelişmeye bağlı olarak toplumun finansal kurumları ve özellikle bankacılık sisteminin kullanımı yaygınlaşacaktır. Bu durumda, ödemelerin nakit yerine finansal sistemin diğer araçları ile yapılmasına ve dolayısıyla nakit tutma isteğinin azalmasına yol açmaktadır.

Aynı şekilde vadesiz mevduatlara ödenen faiz oranları da nakit tutma isteğini ters yönde etkilemektedir. Çünkü vadesiz mevduatlara ödenen faiz, elde nakit tutmanın alternatif maliyetini oluşturmaktadır. Dolayısıyla vadesiz mevduat faiz oranlarının artması nakit tutma isteğini azaltacaktır. Bunun tersi de doğrudur. Yani vadesiz mevduat faiz oranlarındaki bir azalış ya da vadesiz mevduatlara hiç faiz ödenmemesi durumu nakit tutma isteğinin artmasına neden olacaktır.

Ekonomide yaşanan enflasyonun mevcudiyeti ya da enflasyon oranının yüksek seyretmesi de nakit tutma isteğini artırır. Bilindiği gibi enflasyon paranın satın alma gücünün azalmasına neden olmaktadır. Enflasyon oranının artışı bireylerin harcamalarını teşvik eder. Bu da onların nakit tutma isteklerinin artmasına neden olmaktadır.

Enflasyon oranının artışı bireylerin harcamalarını teşvik eder. Bu da onların nakit tutma isteklerinin artmasına neden olmaktadır.

Ekonomide yaşanacak bir finansal istikrarsızlık durumu ekonomik birimlerin finansal sistemden kaçmalarına, finansal kurumları, özellikle de bankaları daha az kullanmalarına neden olmaktadır. Dolayısıyla böyle bir durumda ekonomik birimler birikimlerini nakit olarak tutmayı tercih etmektedirler. Yani finansal istikrarsızlık durumlarında nakit tutma isteği artmaktadır.

Nakit tutma isteğini belirleyen bir diğer faktör ise kayıt dışı ekonominin boyutudur. Kayıt dışı ekonomi nakit kullanımının yaygınlığını gerektirir. Çünkü nakit dışındaki ödemeler, yapılan işlemin bir şekilde kayıt altına alınmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla kayıt dışı ekonominin varlığı ve genişliği nakit tutma isteğini artırmaktadır.

Bankacılık sisteminden kredi şeklinde çekilen fonların, mevduat olarak ne ölçüde tekrar sisteme döndüğünü gösteren, “mevduat geri dönüş oranı” da bu süreçte oldukça önemlidir. Çünkü bu oranın büyüklüğü kaydi para büyüklüğü ve para arzı büyüklüğü üzerinde etkili olmaktadır. Bu bağlamda mevduatların geri dönüş oranı ne kadar yüksek olursa, yaratılan kaydi para o ölçüde yüksek olacaktır. Bunun tersi de doğrudur. Yani mevduatların geri dönüş oranının düşük olması, kaydi para miktarının düşük olmasına ve para arzının azalmasına neden olacaktır.

Mevduatların geri dönüş oranı ne kadar yüksek olursa, yaratılan kaydi para o ölçüde yüksek olacaktır. Bunun tersi de doğrudur. Yani mevduatların geri dönüş oranının düşük olması, kaydi para miktarının düşük olmasına ve para arzının azalmasına neden olacaktır.

BAZ PARA VE PARA ARZI SÜRECİ

Baz Para (Parasal Taban)

Önceki açıklamalarımızda merkez bankalarının baz para yaratma yöntemlerini görmüştük. Bu bağlamda baz para ya da parasal tabanın genel olarak bir tanımını vermek, bundan sonraki açıklamaların anlaşılması bağlamında doğru bir yaklaşım olacaktır. Her şeyden önce baz para merkez bankaları tarafından yaratılan bir büyüklüktür. Bu bağlamda, Merkez bankaları tarafından; altın ve döviz rezervleri karşılığı, bankacılık sistemi ve kamu kesimine verilen krediler karşılığı ve açık piyasa işlemlerine bağlı olarak yaratılan paraya, “baz para” ya da “parasal taban” denilmektedir.

Parasal taban (baz para), dolaşımdaki nakit ile bankaların rezervlerinin toplamından oluşur.

Merkez bankası, para arzını kontrol etmek için parasal tabanı kontrol etmeye çalışır. Parasal tabanın bir bölümü halkın elinde nakit olarak tutulurken, diğer bir bölümü ise bankalar tarafından rezerv olarak tutulmaktadır. Bankaların rezervleri ise zorunlu ve serbest rezervler olmak üzere iki alt gruba ayrılmaktadır. Bu bağlamda parasal taban, dolaşımdaki nakit ile bankaların rezervlerinin toplamından oluşur. Bunu aşağıdaki gibi formüle edebiliriz:

$$MB = C + R \quad (1)$$

Burada; MB parasal tabanı, C dolaşımdaki parayı, R bankaların rezervlerini sembolize etmektedir.

Para Arzı Çarpanı

Bir ekonomideki parasal taban “MB” ile para arzı “M” arasındaki ilişki aşağıdaki formül ile ifade edilebilir:

$$M = m \cdot MB \quad (2)$$

Burada, “M” para arzını, “MB” parasal tabanı (baz para) ve “m” ise para çarpanını sembolize etmektedir. Para arzı ile parasal taban ya da baz para arasındaki ilişkiyi ortaya koymak için “para çarpanı”ndan yararlanılır. “Para çarpanı”; parasal tabandaki 1’lik değişikliğe karşı, para arzının ne kadar değişeceğini hesaplamamıza yardımcı olan bir katsayıdır. Para çarpanı genel olarak 1’den büyük değerler alacaktır.

Para çarpanı, parasal tabandaki 1’lik değişikliğe karşı, para arzının ne kadar değişeceğini gösteren bir katsayıdır.

Bankaların rezervleri, zorunlu rezervler ve serbest rezervlerin toplamından oluşmaktadır.

Hatırlayacağınız gibi, bankalar topladıkları mevduatların bir bölümünü karşılık olarak merkez bankası’ndaki rezerv hesaplarında tutmak zorundadır. Bankalar isterlerse zorunlu rezervlerin üzerinde bir tutarı da serbest rezerv olarak tutabilirler. Yani bankaların rezervleri, zorunlu rezervler ve serbest rezervlerin toplamından oluşmaktadır. Bu durumu aşağıdaki gibi formüle edebiliriz:

$$R = RR + ER \quad (3)$$

Buradaki sembollerin açılımı ise şöyledir:

R = Bankaların toplam rezervleri

RR = Zorunlu rezervler

ER = Serbest rezervler

Zorunlu rezervler ve serbest rezervler mevduatların belirli bir oranı olarak ayrılmaktadır. Bu durumu her iki rezerv türü için ayrı ayrı aşağıdaki gibi gösterebiliriz:

$$r_D = \frac{RR}{D} \quad \text{ve}$$

$$RR = r_D \cdot D \quad (4)$$

Yani zorunlu rezervler, mevduatlar ile zorunlu rezerv oranının çarpımı sonucu bulunmaktadır.

Burada,

RR = Zorunlu rezervler

D = Mevduatlar

r_D = Zorunlu karşılık (rezerv) oranını göstermektedir.

Aynı zamanda bankalar yine mevduatlarının belirli bir oranı kadar serbest rezerv tutmaktadırlar. Bu durumu da aşağıdaki gibi gösterbiliriz:

$$r_E = \frac{RE}{D} \quad \text{ve}$$

$$RE = r_E \cdot D \quad (5)$$

Buna göre, bankaların tutacağı serbest rezervler mevduatlar ile serbest rezerv oranının çarpımı sonucu bulunmaktadır.

Burada,

RE = Serbest rezervler

D = Mevduatlar

r_E = Serbest rezerv oranını göstermektedir.

Öte yandan işletmeler ve hane-halkları ellerine geçen paranın tamamını banka-ya mevduat olarak yatırmayıp, bir kısmını olası bir ani harcama için ellerinde nakit "C" olarak tutmak isterler. Elde tutulmak istenen nakitin "C" mevduatların belli bir oranında " r_C " olacağını varsayım olarak kabul edersek, dolaşımdaki para "C" ile mevduat arasındaki ilişkiyi, aşağıdaki gibi gösterebiliriz:

$$r_C = \frac{C}{D} \quad \text{ve}$$

$$C = r_C \cdot D \quad (6)$$

Burada,

C = Nakit

D = Mevduatlar

r_C = Nakit tutma oranını göstermektedir.

Şimdi gelin 3,4,5,6 nolu eşitlikleri 1 nolu eşitlikte yerlerine koyalım. Bu durumda 1 nolu eşitlik;

$$MB = C + R \Rightarrow C + RR + ER \Rightarrow (r_C \cdot D) + (r_D \cdot D) + (r_E \cdot D) \text{ yani,}$$

$$MB = (r_C \cdot D) + (r_D \cdot D) + (r_E \cdot D) \quad (7)$$

şekline gelecektir.

(7) nolu denklemi ortak olan "D" parantezine alığımızda, eşitlik aşağıdaki görünüme sahip olacaktır:

$$MB = (r_C + r_D + r_E) \cdot D \quad (8)$$

Bundan sonra, mevduatlar ile baz para (parasal taban) arasındaki ilişkiyi gösterbilmek amacıyla (8) nolu eşitliğin her iki tarafını $(r_C + r_D + r_E)$ 'ye böldüğümüzde;

$$D = \frac{1}{(r_C + r_D + r_E)} \cdot MB \quad (9)$$

eşitliğini elde ederiz.

Gelin şimdi para arzının dolaşımdaki nakit ile vadesiz mevduatlar toplamına eşit olduğunu hatırlayalım ve (10) nolu eşitliği yazalım.

$$M = C + D \quad (10)$$

(10) nolu eşitlikte (6) nolu eşitliği yerine koyduğumuzda, yeni denkleminiz aşağıdaki gibi olacaktır:

$$M = r_C \cdot D + D \quad (11)$$

(11) nolu eşitliği “D” parantezine aldığımızda, eşitliğin yeni görünümü aşağıdaki gibi olacaktır:

$$M = (1 + r_C) \cdot D \quad (12)$$

(12) nolu eşitlikte yer alan “D” yerine (9) nolu eşitlikteki gösterimini koyduğumuzda aşağıdaki denklemi elde ederiz:

$$M = \left[\frac{1 + r_C}{(r_C + r_D + r_E)} \right] \cdot MB \quad (13)$$

Yukarıda eşitlikte (13) yer alan $\left[\frac{1 + r_C}{(r_C + r_D + r_E)} \right]$ ifadesi, para arzı çarpanını vermektedir.

“m” ile sembolize edeceğimiz para çarpanının gösterimi aşağıdaki gibi olacaktır:

$$m = \left[\frac{1 + r_C}{(r_C + r_D + r_E)} \right] \quad (14)$$

Bu durumda para arzını, para arzı çarpanı ve parasal taban cinsinden yazdığımızda aşağıdaki eşitliğe ulaşırız:

$$M = m + MB \quad (15)$$

Bu konudaki açıklamalarımızı bitirmeden bir noktayı hatırlamakta fayda bulunmaktadır. O da temel varsayımlarımızdan birinin “bankacılık sistemindeki mevduatların sadece vadesiz mevduatlardan oluştuğu” varsayımıdır. Bu bağlamda M1 olarak ifade edilen dar anlamda para arzı ile parasal taban (MB) ve para çarpanı (m) arasındaki ilişki, yukarıdaki (15) nolu eşitlik aracılığıyla kurulmaktadır. Para arzını M2 olarak ifade edilen geniş tanımıyla ele alırsak, M1’e vadeli mevduatları da dahil etmemiz gerekmektedir. Bu durumda para çarpanının elde edilişi de farklılık gösterecektir.

Para arzı çarpanıyla ilgili örnek çözümler yapmak konunun anlaşılmasına katkı sağlayacaktır. Burada göreceğiniz örnek bu amaçla hazırlanmıştır.

Örnek:

Zorunlu karşılık oranı %9, vadesiz mevduat miktar 800 milyar, dolaşımdaki para 600 milyar ve serbest rezervler ₺0.8 milyar iken para çarpanının değerini hesaplayınız.

Çözüm:

Verilenler:

D= ₺800 Milyar

C= ₺600 Milyar

ER= ₺0,8 Milyar

$r_D = 0,09$

İstenenler:

Nakit tutma oranı (r_C)

Serbest rezerv oranı (r_E)

ve

Para çarpanı (m)

Bu durumda,

$$r_C = \frac{C}{D} = \frac{600}{800} = 0,75$$

$$r_E = \frac{ER}{D} = \frac{0,8}{800} = 0,001$$

değerleri bulunur.

Bulduğunuz değerleri para çarpanı formülünde yerine koyalım;

$$m = \left[\frac{1 + r_C}{(r_C + r_D + r_E)} \right] \Rightarrow \left[\frac{1 + 0,75}{(0,75 + 0,09 + 0,001)} \right] \Rightarrow \frac{1,75}{0,841} = 2,08$$

$m = 2.08$ sonucuna ulaşırız.

Vadesiz mevduatlar toplamı ₺900 milyar ve dolaşımdaki para miktarı ₺500 milyar olan bir ekonomi olduğunu varsayalım. Ayrıca yine aynı ekonomide bankacılık sistemi serbest rezervler toplamı ₺0,9 milyar ve zorunlu rezerv oranı ise 0,10 (%10) olarak tespit edilmiştir. Bu ekonomik yapıdaki para çarpanı (para arzı çarpanı) büyüklüğü nedir? Bulduğunuz para arzı çarpanı ne anlama gelir? Yorumlayınız.



SIRA SİZDE

Para Çarpanının Belirleyicileri

Yukarıdaki açıklamalar ve elde edilen para çarpanı formülünden görüleceği gibi, para çarpanının değeri bazı faktörler tarafından belirlenmektedir. Bu faktörler ise;

- Zorunlu karşılık oranı,
- Serbest rezerv oranı,
- Nakit tutma oranı, olarak sıralanmaktadır.

Sayılan her üç faktör ile para çarpanı arasında ters yönde bir etkileşim bulunmaktadır. Bu üç faktörün para çarpanı üzerindeki etkileri her bir faktör için ayrı ayrı aşağıdaki gibi gösterilebilir:

Zorunlu karşılık oranı ile para çarpanı etkileşimi

Zorunlu Karşılık Oranları (r_D) $\uparrow \Rightarrow$ Para Çarpanı (m) $\downarrow$

Zorunlu Karşılık Oranları (r_D) $\downarrow \Rightarrow$ Para Çarpanı (m) $\uparrow$

Serbest rezerv oranı ile para çarpanı etkileşimi

Serbest Rezerv Oranı (r_E) $\uparrow \Rightarrow$ Para Çarpanı (m) $\downarrow$

Serbest Rezerv Oranı (r_E) $\downarrow \Rightarrow$ Para Çarpanı (m) $\uparrow$

Nakit tutma oranı ile para çarpanı etkileşimi

Nakit Tutma Oranı (r_C) $\uparrow \Rightarrow$ Para Çarpanı (m) $\downarrow$

Nakit Tutma Oranı (r_C) $\downarrow \Rightarrow$ Para Çarpanı (m) $\uparrow$

PARA ARZINDA İÇSELLİK VE DIŞSALLIK SORUNU

Para arzının dışsallığı ve içselliği tartışmaları özellikle son dönemde oldukça önemli hâle gelmiştir. Para arzının dışsal olması, faiz oranlarından ve para talebinden bağımsız olması ve sadece merkez bankası tarafından belirlenmesi anlamına gelir. Para arzının içsel olması ise para ve onun belirlenme mekanizmasının tamamen merkez bankalarınca kontrol edilemeyeceği anlamına gelmektedir.

Dışsal Para Arzı

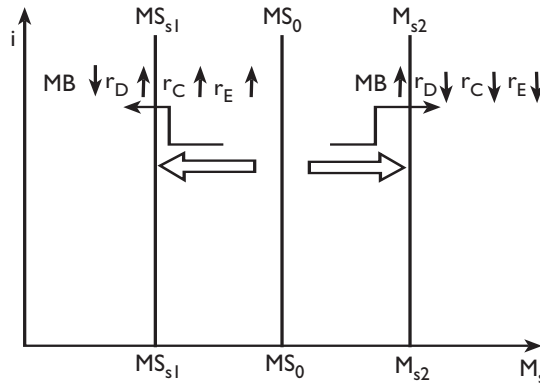
Klasik, Neo-Klasik ve Monetarist iktisatçılara göre para ve para arzı dışsaldır. Keynes'in analizlerinde de paranın dışsal olduğunu görmekteyiz. Aslında dışsal para arzı ile içsel para arzı arasındaki ayrım, para emisyonunun karşılıklarıyla ilgili analize dayanmaktadır. Para arzının dışsal olduğunu savunanlar para arzının para otoritelerince belirlendiğini, bu nedenle makroekonomik değişkenlerden bağımsız olduğunu ileri sürmektedir.

Özellikle faiz oranlarının para arzını belirleyen değişkenler üzerindeki etkileri konusunda iktisatçılar arasında anlaşmazlıklar, para arzı eğrisinin şekline de yansımıştır. Dışsal para arzı yaklaşımına göre para arzı, dışsal olarak merkez bankaları tarafından belirlenmekte ve dolayısıyla kontrol edilmektedir. Yine para arzı, para talebinden bağımsız olarak para otoritesi tarafından dışsal olarak belirlendiğinden, para otoritesi para yaratma sürecinde parasal taban-çarpan ilişkisine dayanarak, zorunlu karşılıklar ve parasal tabanı belirleme yoluyla para arzını kontrol etmektedir.

Bu yaklaşıma bağlı olarak bir para arzı eğrisi çizmek gerektiğinde, dikey eksen-de faiz oranlarının olduğu bir gösterimde, para arzı eğrisi dikey eksene (faiz oranlarının gösterildiği eksen) paralel bir doğru olarak çizilecektir. Böyle bir para arzı eğrisi aşağıdaki Şekil 2.1'de gösterilmektedir:

Şekil 2.1

Dışsal Para Arzı Eğrisi



Para arzının dışsal olması demek, para arzının tesadüfen belirlendiği anlamına gelmez. Bu yaklaşımda para çarpanı istikrarlı olarak dikkate alındığından, para arzındaki değişmelerin kaynağı yine para çarpanında yer alan oranlar ve parasal tabandır. Ancak bu yaklaşıma göre, söz konusu faktörler faiz oranından etkilenmez. Bu bağlamda faiz oranı değişikliklerine bağlı olarak para çarpanı ve parasal taban değişmeyeceği için, faiz oranı değişiklikleri karşısında arz edilen para miktarı da değişmeyecektir.

Bu yaklaşıma göre; faiz dışındaki başka nedenlere bağlı olarak ortaya çıkacak değişimler çarpanı ve parasal tabanı (baz para) etkileyerek para arzının değişmesine neden olmaktadır. Böyle bir durumda, ortaya çıkacak para arzı değişikliklerini ise para arzı doğrusunu topyekün sağa ve sola kaydırarak gösteririz.

Şekil 2,1'den görüleceği gibi, para arzı sürecinde etkili olan nakit tutma oranı (r_C), serbest rezerv oranı (r_E), zorunlu rezerv oranı (r_D) ve parasal tabanda (MB) meydana gelecek değişimler para arzını ve para arzı eğrisinin konumunu değiştirmektedir. Hatırlayacağınız gibi, para arzı sürecini açıklamaya başlarken mevduatların sadece vadesiz mevduatlardan oluştuğu varsayımını kabul etmiştik. Bu bağlamda M1 para arzı geçerli olacaktır. Buna göre; para çarpanını oluşturan nakit tutma oranı, zorunlu ve serbest rezerv oranlarından birinde ya da hepsinde meydana gelecek herhangi bir değişiklik, para çarpanının değerini değiştirmektedir. Örneğin saydığımız bu faktörlerdeki değişiklik(lerin) para çarpanının değerini artırması durumunda, para arzı artacaktır. Para arzındaki artışı şekilimizde (Şekil 2.1) para arzı doğrusunu sağa kaydırarak (M_{s0} 'dan M_{s2} 'ye) gösteririz. Yine varsayalım ki para çarpanındaki oranlarda meydana gelecek bir değişiklik, para çarpanının değerini düşürsün. Bu durumda para arzı azalacaktır. Bunu da yine şeklimizde (Şekil 2.1) para arzı doğrusunu bu kez sola kaydırarak (M_{s0} 'dan M_{s1} 'e) göstermekteyiz.

Hatırlayacağınız gibi para arzı değişikliği yaratan bir diğer faktör de baz para (parasal taban) değişimidir. Baz para da meydana gelecek artışlar para arzını artırmaktadır. Bu durumu şeklimizde yine para arzı doğrusunu sağa kaydırarak (M_{s0} 'dan M_{s2} 'ye) kaydırarak göstermekteyiz. Baz paranın azalması ise para arzının azalmasıyla sonuçlanmaktadır. Bu durumu da Şekil 2.1'de, para arzı doğrusunu sola kaydırarak (M_{s0} 'dan M_{s1} 'e) göstermekteyiz.

İçsel Para Arzı

Para arzının içselliğiyle ilgili tartışmalar post Keynesgillerle birlikte başlamıştır. Post Keynesyen düşünce akımına göre para arzı, mevduat toplayan finansal aracı kurumlar ve bu kurumlardan borçlananların (kredi kullanan) etkileşimleri sonucunda belirlenir. Buna göre, merkez bankası'nın para politikasıyla ekonomiyi etkileme gücü azdır. Aslında para arzının içselliği yaklaşımı, dışsal para arzı yaklaşımının tersine modern bankacılık sisteminin mal paradan ziyade kredi paraya dayandığını kabul etmektedir. Kredi para, bankalardan borçlanmanın bir sonucu olarak yaratılmakta ve banka kredilerinin geri ödenmesiyle ortadan kalkmaktadır. Bu bağlamda para arzının, kredi para talebi tarafından içsel olarak belirlendiği ileri sürülmektedir.

Kamu otoriteleri para arzını belirlerken ve diğer amaçları güderken pasif davranarak ekonomide yükselen para talebine göre para arzını yükseltir ya da azaltır. Bu durumda içsel para arzı durumu geçerlidir. İçsel para arzı yaklaşımına göre; bankaların kredi vermesiyle mevduat parası (kaydi para) yani para arzı yaratılmaktadır ve kredilerin ödenmesiyle mevduat ve dolayısıyla para arzı ortadan kalkmaktadır. Para arzı, kredi talebi tarafından belirlenirken, kredi talebi de işletmelerin işletme sermayesi finansman ihtiyacı tarafından belirlenmektedir. Bankalar kredi talebine bağlı olarak kredi verirken, mevduat yani para yaratırlar ve daha sonra bu mevduat karşısında rezerv araştırırlar. Merkez bankaları, bankaların ihtiyaç duydukları rezervleri sağlamada uyumlu davranmaktadırlar. Böylece merkez bankalarının, dışsal para arzı yaklaşımının aksine borçlanma ve dolayısıyla para stoku üze-

Kamu otoriteleri para arzını belirlerken ve diğer amaçları güderken pasif davranarak ekonomide yükselen para talebine göre para arzını yükseltir ya da azaltır. Bu durumda içsel para arzı durumu geçerlidir.

rindeki kontrol güçleri azalmaktadır. Sonuç olarak, para arzının içsellik yaklaşımına göre para arzının belirlenmesinde temel nedensellik ilişkisi kredilerden mevduatlara (para) ve rezervlere doğrudur.

Literatürde, “onaylayıcı içsellik” ve “yapısal içsellik” olmak üzere iki tür içsellik yaklaşımı bulunmaktadır. Uygulamada son dönem finansal ilişkiler ve finansal piyasalardaki gelişmeler para arzının içsel olduğu tartışmalarına yeni bir boyut katmıştır. Öyle ki para arzının büyüme oranının finansal piyasalardaki talep baskısı tarafından belirlendiği görüşü hâkim olmaya başlamıştır. Bu görüş “onaylayıcı içsellik” olarak kabul edilmektedir. Buna göre, bankaların ve finansal kurumların yeterli rezervleri olmadığı durumlarda, merkez bankaları onların rezerv ihtiyacını karşılamak durumundadır. Aksi halde finansal sistemin ve dolayısıyla genel ekonomik sistemin istikrarı bozulacaktır.

Yapısal içsellik yaklaşımına göre; merkez bankalarının sıkı para politikası uygulamaları, rezervleri azalan bankaları finansal yenilikler yoluyla kendilerine kaynak yaratmaya zorlamaktadır. Bu bağlamda bankalar örneğin; euro-dolar piyasasından borçlanırlar, mevduat sertifikaları, türev ürünler kullanırlar, repo-ters repo sözleşmeleri yaparlar ve böylece kendilerine yeni kaynaklar yaratırlar. Böylece, finansal sistemdeki gelişmelere paralel olarak artık sadece belli bir parasal büyüklüğün merkez bankası tarafından kontrol edilmesi, yani merkez bankalarının tek başına para arzını kontrol etmesi mümkün değildir.

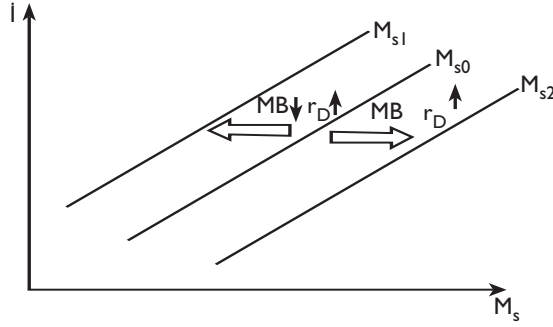
İçsel para arzı yaklaşımına göre; serbest rezerv oranı ve nakit tutma oranı gibi değişkenlerin ekonomik değişkenlerle sistematik bir ilişki içinde olduğu kabul edilmektedir. Bu bağlamda örneğin ekonomide faiz oranların yükselmesine bağlı olarak bankalar, daha fazla kredi verebilmek için serbest rezervlerini azaltma yolunu seçerler. Yine aynı şekilde ekonomik birimler, faiz oranlarının artmasına bağlı olarak nakit tutmak yerine, daha çok mevduat hesabı açmak isterler. Her iki işlemin sonucuna göre hem serbest rezerv oranı hem de nakit tutma oranı düşecektir. Böyle bir gelişme ise para çarpanı ve para arzını artırmaktadır. Yukarıdaki sürecin tersten işlemesi yani faiz oranlarının azalması durumunda ise çarpanın işleyiş mekanizmasına bağlı olarak para arzı azalacaktır. Bu süreci kısaca aşağıdaki gibi gösterabiliriz:

$$\text{Faiz oranı (i)} \uparrow \Rightarrow r_E, r_C \downarrow \Rightarrow \text{Para Çarpanı (m)} \uparrow \Rightarrow \text{Para Arzı (M)} \uparrow$$

$$\text{Faiz oranı (i)} \downarrow \Rightarrow r_E, r_C \uparrow \Rightarrow \text{Para Çarpanı (m)} \downarrow \Rightarrow \text{Para Arzı (M)} \downarrow$$

İçsel para arzı yaklaşımında faiz oranları ile para arzı arasında doğrusal bir ilişki bulunmaktadır. Bu nedenle dikey ekseninde faiz oranlarının yer aldığı bir grafikte para arzı eğrisi pozitif eğimli bir doğru olarak çizilmektedir.

Yukarıdaki açıklamalardan da anlaşılacağı gibi, içsel para arzı yaklaşımında faiz oranları ile para arzı arasında doğrusal bir ilişki bulunmaktadır. Buna göre dikey ekseninde faiz oranlarının yer aldığı bir grafikte para arzı eğrisi pozitif eğimli bir doğru olarak çizilmektedir. Böyle bir para arzı eğrisi aşağıdaki Şekil 2.2’de görülmektedir.

Şekil 2.2*İçsel Para Arzı Eğrisi*

İçsel para arzı yaklaşımında para arzını etkileyen değişkenler sadece içsel değişkenler değildir. Bilindiği gibi baz para (parasal taban) merkez bankasınca belirlenir. Yine para çarpanında önemli bir faktör olan zorunlu karşılıklar da merkez bankaları tarafından belirlenmektedir. Yani bu faktörler dışsal olarak belirlenmektedir. Dolayısıyla merkez bankasının gerek baz parada, gerekse zorunlu karşılık oranlarında yapacağı ayarlamalar para arzını etkileyecektir. Sözü edilen bu faktörlere bağlı olarak ortaya çıkacak para arzı değişimlerini, grafikte para arzı doğrusunu kaydırarak gösteririz. Şekil 2.2'den de görüleceği gibi, baz paranın artışı ve zorunlu rezerv oranındaki bir azalma para arzının artmasıyla sonuçlanacaktır. Bunu para arzı doğrusunu sağa doğru (M_{s0} 'dan M_{s2} 'ye) topyekün kaydırarak gösterebiliriz. Oysa baz para azalışı ve zorunlu rezerv oranının artışı gibi merkez bankasının yapacağı düzenlemeler, para arzının azalmasına neden olacaktır. Bu durumu da grafikte, para arzı doğrusunu topyekün sola doğru (M_{s0} 'dan M_{s1} 'e) kaydırarak gösterebiliriz.

Özet



Para arzı ve para arzının önemini açıklayabilmek

Para arzı bir stoktur ve bu anlamda bir ekonomide dolaşımda mevcut olan para miktarını verir. Para ve para arzı makroekonomik değişkenlerin en önemlilerindendir. Bu önemi büyük ölçüde içinde bulunduğu ekonominin diğer değişkenlerini etkileyebilmesinden kaynaklanmaktadır. Para arzının önemi aynı zamanda, onun para politikalarının bir değişkeni olması özelliğinden kaynaklanmaktadır. Para politikalarının temel değişkeni aslında para arzıdır. Çünkü para politikası yürütücüleri para arzını kontrol altında tutarak ekonomik hedeflere ulaşmak isterler. Para arzı kontrolüne bağlı olarak ekonomik değişkenlere etki etmeyi hedefleyen para otoritelerinin, para arzı kapsamına girecek unsurları iyi belirleme-leri gerekmektedir. Böyle bir davranış para politikasının başarı şansını önemli ölçüde etkilemektedir. Uygulamada paranın ne olduğu ya da nelerin para kabul edileceği konusunda anlaşmazlıklar bulunmaktadır. Bir ekonomide, nakit para-dan şirket varlıkları üzerinde hak doğuran araç-lara kadar, değişik finansal varlıklar bulunmaktadır. Bu bağlamda para arzının kapsamı, ekono-mik ve finansal sistemin gelişmişlik düzeyi, öde-me araçlarının çeşitliliği gibi faktörlere bağlı bu-lunmaktadır. Bunlardan hangilerinin para olarak kabul edildiğine bağlı olarak değişik parasal bü-yüklük tanımlamaları yapılmaktadır.



Para arzı aktörlerini ayırt edebilmek

Bir ekonomide para arzını çeşitli aktörler ve bu aktörlerin davranışları belirlemektedir. Bu aktör-ler; merkez bankası, bankalar ve banka dışı özel kesim olarak sıralanmaktadır. Merkez bankası, bankacılık sisteminin kontrolü ve parasal politi-kanın yönetiminden sorumlu olan kamu yöneti-mi birimidir. Aynı zamanda para arzının temelini oluşturan baz paranın yaratıcısıdır. Para arzı hem banka dışı kesimin hem bankaların davranışla-rından etkilenmektedir. Buna göre özellikle hal-kın nakit talebi ve mevduat talebi para arzı sü-re-cinde önemlidir. Bankaların rolü ise mevduatla-rın bankalara yatırılması ile ortaya çıkmaktadır. Bankalar, mevduatlar ve krediler aracılığıyla pa-ra yaratmakta ve ekonominin likiditesini artır-maktadır. Para arzı kaynaklarından birisi banka-cılık sistemi tarafından yaratılan kaydi paradır. Kaydi para yaratım sürecinde merkez bankası ol-dukça önemlidir. Çünkü bankaların yeni krediler verebilmeleri ve yeni mevduat yaratabilmeleri, rezervlerinin artmasına bağlıdır.



Baz paranın kaynaklarını listeleyebilmek

Aslında para arzının temel kaynağı merkez ban-kalarıdır. Merkez bankası tarafından çeşitli yön-temler kullanılarak yaratılan para, kaydi para ge-nişlemesine baz oluşturduğu için baz para ya da parasal taban olarak isimlendirilir. Merkez ban-kaları; altın ve döviz rezervleri karşılığında, ban-kacılık sistemine verilen krediler karşılığında, kamu kesimine açılan krediler karşılığında ve açık piyasa işlemleri aracılığıyla para yaratırlar: Bunlar aynı zamanda para arzı kaynakları olarak da bilinir.



Para arzını etkileyen faktörleri irdeleyebilmek

Para arzı büyüklüğünü belirleyen birtakım faktörler bulunmaktadır. Bu faktörlerde meydana gelen değişmelere bağlı olarak, para arzı miktarı azalıp çoğalmaktadır. Bu durumda para arzının belirleyicileri; açık piyasa işlemleri, reeskont kredileri, zorunlu karşılık oranları, bankaların aşırı rezerv bulundurma isteği ve halkın nakit tutma isteği olarak sıralanmaktadır. Bunların her birinde ortaya çıkan değişimler para arzını değişik şekillerde etkilemektedir.



Baz para ve para arzı sürecini açıklayabilmek

Baz para ya da parasal taban, merkez bankaları tarafında yaratılan bir büyüklüktür. Bu bağlamda Merkez bankaları tarafından; altın ve döviz rezervleri karşılığı, bankacılık sistemi ve kamu kesimine verilen krediler karşılığı ve açık piyasa işlemlerine bağlı olarak yaratılan paraya, “baz para” ya da “parasal taban” denilmektedir. Merkez bankası, para arzını kontrol etmek için parasal tabanı kontrol etmeye çalışır. Parasal tabanın bir bölümü halkın elinde nakit olarak tutulurken, diğer bir bölümü ise bankalar tarafından rezerv olarak tutulmaktadır. Bankaların rezervleri ise zorunlu ve serbest rezervler olmak üzere iki alt gruba ayrılmaktadır. Bu bağlamda parasal tabanı, dolaşımdaki para (nakit) ile bankaların rezervlerinin toplamından oluşur. Bunu aşağıdaki gibi formüle edebiliriz:

$$MB = C + R$$

Para arzı ile parasal taban ya da baz para arasındaki ilişkiyi ortaya koymak için “para çarpanı”ndan yararlanılır. Para arzını, para arzı çarpanı ve parasal taban cinsinden yazdığımızda aşağıdaki eşitliğe ulaşmaktayız:

$$M = m \cdot MB$$

Burada, “M” para arzını, “MB” parasal tabanı (baz para) sembolize ederken, “m” ise para çarpanını sembolize etmektedir. Para çarpanı; parasal tabandaki 1’lik değişikliğe karşı, para arzının ne kadar değişeceğini hesaplamamıza yardımcı olan bir katsayıdır.



İçsel ve dışsal para arzını ayırt edebilmek

Para arzının dışsal olması, faiz oranlarından ve para talebinden bağımsız olması ve sadece merkez bankası tarafından belirlenmesi anlamına gelir. Para arzının içsel olması ise para ve onun belirlenme mekanizmasının tamamen merkez bankalarının kontrol edilemeyeceği anlamına gelmektedir. Dışsal para arzı yaklaşımına göre para arzı, dışsal olarak merkez bankaları tarafından belirlenmekte ve dolayısıyla kontrol edilmektedir. Yine para arzı, para talebinden bağımsız olarak para otoritesi tarafından dışsal olarak belirlendiğinden, para otoritesi para yaratma sürecinde parasal taban-çarpan ilişkisine dayanarak, zorunlu karşılıklar ve parasal tabanı belirleme yoluyla para arzını kontrol etmektedir. Para arzının içselliği yaklaşımı, modern bankacılık sisteminin mal paradan ziyade kredi paraya dayandığını kabul etmektedir. Kredi para, bankalardan borçlanmanın bir sonucu olarak yaratılmakta ve banka kredilerinin geri ödenmesiyle ortadan kalkmaktadır. Bu bağlamda para arzı, kredi para talebi tarafından içsel olarak belirlendiği ileri sürülmektedir. Kamu otoriteleri para arzını belirlerken ve diğer amaçları güderken pasif davranarak ekonomide yükselen para talebine göre para arzını yükseltir ya da azaltırsa bu durumda içsel para arzı durumu geçerlidir. İçsel para arzı yaklaşımına göre; bankaların kredi vermesiyle mevduat yani para arzı yaratılmaktadır ve kredilerin ödenmesiyle mevduat ve dolayısıyla para arzı ortadan kalkmaktadır. Para arzı, kredi talebi tarafından belirlenirken, kredi talebi de işletmelerin işletme sermaye finansman ihtiyacı tarafından belirlenmektedir.

Kendimizi Sınayalım

1. “Bir ekonomide belli bir anda dolaşımda bulunan her türlü paranın toplam miktarına denir”.

Yukanda noktalı yerlere gelecek en doğru ifade aşağıdakilerden hangisidir?

- a. Para Talebi
- b. Kaydi para
- c. Baz para
- d. Tasarruf arzı
- e. Para arzı

2. “Ticari bankalar dışındaki işletmelerin ve hane-halklarının ellerinde tuttıkları madeni ve kağıt paraların toplamı” ifadesi için aşağıdakilerden hangisi doğrudur?

- a. Dar para
- b. Geniş para
- c. Dolaşımdaki nakit
- d. M1
- e. M3

3. Dolaşımdaki paraya bankaların Merkez Bankası’nda-ki mevduatlarını ilave ettiğimizde, ulaşacağımız değerın adı aşağıdakilerden hangisidir?

- a. Dar para
- b. Reeskont
- c. Baz para (parasal taban)
- d. Zorunlu para
- e. Parasal tavan

4. Aşağıdakilerden hangisi, aynı zamanda para arzının temelini oluşturan “baz paranın” yaratıcısıdır?

- a. Kalkınma bankaları
- b. Ticari bankalar
- c. Hane halkları
- d. Merkez bankası
- e. İşletmeler

5. Aşağıdakilerden hangisi baz paranın kaynaklarından birisi **değildir**?

- a. Altın ve döviz rezervleri
- b. Bankalardaki mevduat hesapları
- c. Bankacılık sistemine verilen krediler
- d. Kamu kesimine açılan krediler
- e. Açık piyasa işlemleri

6. “Ceteris paribus” varsayımı altında, Merkez bankasının bankacılık sisteminden açık piyasa işlemleri ile DİBS alımı gerçekleştirmesinin sonucu aşağıdakilerden hangisidir?

- a. Altın ve döviz rezervleri azalır
- b. Para arzı azalır
- c. Parasal taban (baz para) azalır
- d. Kaydi para azalır
- e. Baz para ve para arzı artar

7. “Ceteris paribus” varsayımı altında, Merkez bankasının zorunlu karşılık oranlarında yaratacağı bir indirimin sonucu aşağıdakilerden hangisidir?

- a. Baz para ve para arzı artar
- b. Baz para Azalır
- c. Para arzı azalır
- d. Reeskont kredileri artar
- e. Kaydi para miktarı azalır

8. Toplam mevduatların sadece vadesiz mevduatlarından oluştuğu varsayımı altında, para çarpanının (para arzı çarpanı) değeri aşağıdakilerden hangisi tarafından belirlenir?

- a. Sadece zorunlu karşılık oranı
- b. Sadece serbest rezerv oranı
- c. Sadece nakit tutma oranı
- d. Serbest rezerv oranı ve zorunlu karşılık oranı
- e. Serbest rezerv oranı, zorunlu karşılık oranı ve nakit tutma oranı

9. “Ceteris paribus” varsayımı altında, para çarpanı (para arzı çarpanı) değerinin “3” olmasının, doğru yorumu aşağıdakilerden hangisidir?

- Parasal tabanda(baz para) meydana gelecek ₺1’lik bir artış, para arzında ₺3’lük bir artışa neden olacaktır.
- Parasal tabanda(baz para) meydana gelecek ₺1’lik bir artış, para arzında ₺1’den az bir artışa neden olacaktır.
- Parasal tabanda(baz para) meydana gelecek ₺1’lik bir artış, para arzında ₺30’lük bir artışa neden olacaktır.
- Parasal tabanda(baz para) meydana gelecek ₺1’lik bir artış, para arzında ₺30’lük bir azalışa neden olacaktır.
- Parasal tabanda (baz para) meydana gelecek ₺1’lik bir artış, para arzında ₺1’lik bir artışa neden olacaktır.

10. Dışsal para arzı yaklaşımına göre, baz para da artış veya zorunlu rezerv oranındaki bir azalmanın para arzı eğrisine olan etkisi aşağıdakilerden hangisidir?

- Para arzı eğrisi değişmez.
- Para arzı eğrisi topyekün sağa kayar
- Para arzı eğrisi topyekün sola kayar
- Para arzı eğrisi önce topyekün sola, sonra topyekün sağa kayar
- Para arzı eğrisi önce topyekün sağa, sonra topyekün sola kayar

Yaşamın İçinden



10.05.2007

ENFLASYON VE PARA ARZI

Merkez Bankası kendi enflasyon tahminlerini açıklamaya başladı. Nisan 2006’da on iki ay sonrası için yıllık TÜFE’yi yüzde 5.1 tahmin etti. Ama Mart 2007 gerçekleşmesi 5.8 puan saptı, yüzde 10.9 oldu.

2006’da devreye giren enflasyon hedeflemesi rejimi “şeffaflık” ve “hesap verilebilirlik” ilkelerini getirdi. Merkez Bankası kendi enflasyon tahminlerini açıklamaya başladı. Nisan 2006’da on iki ay sonrası için yıllık TÜFE’yi yüzde 5.1 tahmin etti. Ama Mart 2007 gerçekleşmesi 5.8 puan saptı, yüzde 10.9 oldu.

Önce resmi söyleme uyarak “arz şoklarının” etkisine baktık. Sapmanın nedeni YTL’deki değer kaybı ve gıda fiyatlarındaki artış olabilir mi? Ayrıntılara girdik. Ama ikisinde de olağandışı hareketler bulamadık.

Bunun üzerine resmi söylemde ihmal edilen “talep şoklarına” döndük. İç talebin ve milli gelirin artış hızlarını karşılaştırarak talep baskısını ölçtük. 2005’in ikinci yarısından itibaren iç talebin patladığını, yani büyük bir iç talep balonu oluştuğunu saptadık.

Böylece birbiri ile bağlantılı iki soru gündeme geldi. İç talep balonu neden oluştu? Merkez Bankası neden görmedi?

İç talep ve para arzı

İnternet sayfasının en üstünde “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın temel amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir” yazıyor. Merkez Bankası’nın hem hükümetten bağımsız hem de fiyat istikrarından sorumlu olduğunun altını çiziyoruz.

Bağımsız ve fiyat istikrarından sorumlu merkez bankacılığı çok iyi tanımlanmış bir kavramsal çerçeveye dayanmaktadır. Özetle; para arzı, iç talep ve enflasyon arasındaki yakın ilişki iktisadın en eski teorisidir.

Daha basit söyleyelim. İç talepte ani ve büyük artışlar olabilmesi için ekonomideki likiditede benzer bir artışa gereklidir. Tersinden bakarsak, nakit sıkıntısı iç talebi daima kısıtlayıcı bir etki yapar.

Bunlar iktisadın altın kurallarıdır. Nominal harcamalar ve para arzı mutlaka beraber artar. Nedensellik para arzından talebe doğrudur. Bol likidite kredileri, bol kredi

tüketim ve yatırım harcamalarını kamçılar. Likidite ise tümü ile Merkez Bankası'nın denetimindedir.

Para arzı patlıyor

“Para arzı” ölçülmesi karmaşık ve tartışmalı bir büyüklüktür. Teorik ayrıntılara girmek istemiyorum. “Emisyon” piyasadaki banknot miktarını gösteren dar tanımdır. “Rezerv para” bankaların Merkez Bankası'ndaki mevduatlarını kapsar. “Merkez Bankası Parası” tüm YTL yükümlülüklerini gösterir.

Sonuncusunu (Merkez Bankası Parası) tercih ettim. TÜFE ile enflasyondan arındırdım (reel). Ocak 2003 tarihindeki değeri 100 alan bir endeks oluşturdum. 2005 başından günümüze seyri grafiktedir. Dikkat: reel para arzı endeksidir; para arzındaki değişim değildir.

2003 başından 2005 ortasına kadar reel para arzı dalgalanıyor ama ortalaması sabit kalıyor. Endeksin Haziran 2005 değeri de 100. Fakat hemen ardından hızla tırmanmaya başlıyor. Nisan 2006'da endeks değeri 168'e çıkıyor. 9 ayda reel para arzı yüzde 68 artıyor.

Lafı dolaştırmayalım. 2005 ortasında iç talepte beliren balon reel para arzındaki ani artışla bire bir örtüşmektedir. “Saadet zinciri” para arzındaki hızlı büyüme sayesinde kurulmuştur. Yani 2006'da enflasyondaki yükselişin nedeni olarak karşımıza para politikası çıkmaktadır.

Asaf Savaş Akat - akatas@bilgi.edu.tr

Kaynak: <http://haber.gazetevatan.com/0/118953/4/>
Haber

Kendimizi Sınayalım Yanıt Anahtarı

- | | |
|-------|--|
| 1. e | Yanıtınız yanlış ise “Para Arzı ve Önemi” konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 2. c | Yanıtınız yanlış ise “Para Arzı ve Önemi” konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 3. c | Yanıtınız yanlış ise “Para Arzı ve Önemi” konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 4. d | Yanıtınız yanlış ise “Para Arzı Aktörleri” konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 5. b | Yanıtınız yanlış ise “Baz Para (Parasal Taban) Kaynakları” konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 6. e | Yanıtınız yanlış ise “Para Arzını Etkileyen Faktörler” konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 7. a | Yanıtınız yanlış ise “Para Arzını Etkileyen Faktörler” konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 8. e | Yanıtınız yanlış ise “Baz Para ve Para Arzı Süreci” konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 9. a | Yanıtınız yanlış ise “Baz Para ve Para Arzı Süreci” konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 10. b | Yanıtınız yanlış ise “Para Arzında İçsellik ve Dışsalılık Sorunu” konusunu yeniden gözden geçiriniz. |

Sıra Sizde Yanıt Anahtarı

Sıra Sizde 1

Bir ekonomide para arzının belirlenmesinde çeşitli aktörler ve bunların davranışları etkili olmaktadır. Bu aktörler ise; Merkez bankaları, bankalar ve banka dışı kesim olarak sıralanmaktadır. Merkez bankası, bankacılık sisteminin kontrolü ve parasal politikanın yönetiminden sorumlu olan kamu yönetimi olarak süreçte en etkin aktördür. Aynı zamanda para arzının temelini oluşturan baz paranın yaratıcısı olarak da ayrı bir önemi bulunmaktadır. Bankalar, bireyler ve işletmelerden mevduat toplayan ve ödünç veren finansal araçlar olup, ticari bankalar ve mevduat toplayıp ödünç veren diğer her türlü kuruluşu içerir. Banka dışı kesim, bankalarda mevduatlarını tutan ve bankalardan ödünç alan hanehalkları ile işletmelerden oluşmaktadır. Para arzı hem banka dışı kesimin, hem bankaların davranışlarından etkilenmektedir. Buna göre özellikle halkın nakit talebi ve mevduat talebi para arzı sürecinde önemlidir. Bankaların rolü ise mevduatların bankalara yatırılması ile ortaya çıkmaktadır. Bankalar, mevduatlar ve krediler aracılığıyla para yaratmakta ve ekonominin likiditesini artırmaktadır. Kaydi para, bankacılık sisteminin işleyişine bağlı olarak kayıtlar yoluyla yaratılan para demektir. Para arzı kaynaklarından birisi bankacılık sistemi tarafından yaratılan kaydi paradır.

Sıra Sizde 2

Bilindiği gibi reeskont kredileri, bankaların nakit gereksinimlerini karşılayabilmek amacıyla Merkez Bankası'ndan senet iskontosu şeklinde talep ettikleri nakdi kredilerdir. Bu işlemde (iskonto işlemi) kullanılan faiz oranına reeskont oranı denilmektedir. Reeskont oranı para tabanı ve dolayısıyla para arzının belirlenmesinde kullanılan bir değişkendir. Merkez Bankası reeskont oranlarını düşürüp, yükselterek bu krediyi bankalar açısından cazip hale getirebilir ya da tersini yapabilir. Öyle ki Reeskont oranlarındaki bir düşüşe bağlı olarak bankacılık sisteminin reeskont kredisi talebi artacaktır. Merkez bankasından kullanılan reeskont kredisine bağlı olarak bankaların rezervleri değişecektir.

$$MB = C + R \uparrow$$

Banka rezervleri artışına bağlı olarak, yukarıdaki eşitlik uyarınca para bazı artacak sonuçta da para arzı artacaktır. Reeskont oranlarının artışı ise bankaların reeskont kredisi taleplerinin azalmasına, sonuç olarak da para arzının azalmasına neden olmaktadır. Fakat burada dikkat edilmesi gereken şey, bu yöntemle para tabanı ve dolayısıyla para arzının merkez bankasının tamamen kontrolü altında olmadığıdır. Merkez bankası, açık piyasa işlemleri yoluyla para tabanını istediği oranda kontrol edebilir. Ancak reeskont kredileri tamamen kontrolü altında değildir. Çünkü bankaların merkez bankalarından borçlanmalarını belirleyen tek faktör reeskont oranı değildir. Örneğin, reeskont oranı çok düşük olsa bile, bankalar merkez bankasından borçlanmak istemeyebilirler. Bu durumda merkez bankası para tabanını istediği gibi kontrol edemeyecektir.

Sıra Sizde 3

Burada öncelikli olarak para çarpanında kullanılan karşılık oranlarını ortaya koymamız gerekmektedir. Bunun için verilenleri bir hatırlayalım;

Verilenler:

$$D = \text{₺}900 \text{ Milyar}$$

$$C = \text{₺}500 \text{ Milyar}$$

$$ER = \text{₺}0,9 \text{ Milyar}$$

$$r_D = 0,10$$

gelin önce nakit tutma oranı (r_C) ve serbest rezerv oranlarını (r_E) bulalım:

$$r_C = \frac{C}{D} = \frac{500}{900} = 0,55$$

$$r_E = \frac{ER}{D} = \frac{0,9}{900} = 0,001$$

Bu işlemlerden sonra gelin para çarpanı formülünü hatırlayalım;

$$m = \left[\frac{1 + r_C}{(r_C + r_D + r_E)} \right]$$

yukarıda bulduğumuz değerleri formülde yerine koyalım,

$$m = \left[\frac{1 + 0,55}{(0,55 + 0,10 + 0,001)} \right] = \frac{1,55}{0,651} = 2,38$$

$$m = 2,38$$

Bu katsayı bize, parasal tabanda(baz para) meydana gelecek ₺1'lik bir artışın para arzında ₺2,38'lik bir artışa neden olacağını anlatmaktadır.

Yararlanılan Kaynaklar

- Akdiş, M. (2001). **Para Teorisi ve Politikası**, Beta. İstanbul.
- Burton, M ve Lombra, R. (2002). **The Financial System & The Economy**, 2nd Ed. New York. South Western.
- Çufadar, A. ve Kasapoğlu, Ö. (2002). **Merkez Bankacılığı Para Politikası ve Para Politikası Araçları**, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü API Müdürlüğü. Ankara.
- Hubbard, R.G. (2003). **The Financial System and the Economy**, New York. Addison Wesley.
- Keyder, N. (2002). **Para Teorisi ve Politika**, Filiz kitabevi Ankara.
- Mayer T. ve diğ. (2001). **Money, Banking and the Economy**, New York. Norton Publishing.
- Mishkin, F. S. (2009). **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, Prentice Hall: 9. edition.
- Önder T. (2005). **Para Politikası: Araçları Amaçları ve Türkiye Uygulaması**, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü. Ankara.
- Parasız, İ. (1999). **Para Ekonomisi**, Ezgi Kitabevi. Bursa.
- Parasız, İ. (2005). **Para Banka Finansal Piyasalar**, Ezgi Kitabevi. Bursa.
- Şıklar, İ. (2004). **Para Teorisi ve Politikası**, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını. No: 1583. Eskişehir.
- Yıldırım, K. (ed) (2010). **Makroekonomi**, Seçkin. Ankara.

3

Amaçlarımız

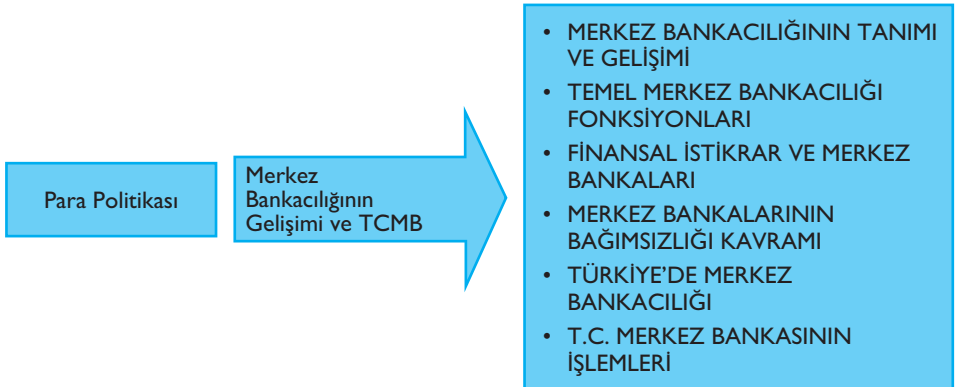
Bu üniteyi tamamladıktan sonra;

- Merkez bankacılığının tanımını ve gelişimini açıklayabilecek,
- Temel merkez bankacılığı fonksiyonlarını listeleyebilecek,
- Finansal istikrar için merkez bankalarının önemini ifade edebilecek,
- Merkez bankalarının bağımsızlığı kavramını açıklayabilecek,
- Türkiye’de merkez bankacılığını irdeleyebilecek,
- T.C. Merkez Bankası işlemlerini açıklayabilecek bilgi ve becerileri kazanabileceksiniz.

Anahtar Kavramlar

- Merkez Bankası
- Politik Bağımsızlık
- Ekonomik Bağımsızlık
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
- Reeskont İşlemi
- Açık Piyasa İşlemi

İçindekiler



Merkez Bankacılığının Gelişimi ve TCMB

MERKEZ BANKACILIĞININ TANIMI VE GELİŞİMİ

Merkez bankası denildiğinde, ilk önce para çıkarma yetkisine sahip bir banka akla gelmektedir. Ekonomideki fonksiyonları bu işlev ile özdeşleştirilen merkez bankaları aslında bunun dışında farklı fonksiyonlar da üstlenmektedir. Tarihsel süreç içinde merkez bankaları kuruldukları günden başlayarak yapısal ve işlevsel anlamda değişiklikler geçirmiştir.

Paranın ekonomik yaşamda kullanılması ve ekonomik faaliyet hacminde yaşanan gelişmelerle birlikte para ve paranın yönetimi önemli hâle gelmiş, aynı zamanda bankaların işlevleri de çeşitlenmiştir. Aslında ilk zamanlarda çeşitli ve çok sayıda ticari banka banknot ihraç edebilmekteydi. Bu bağlamda çıkarılan banknotlar kadar banka kasalarında altın bulundurma zorunluluğu bulunmaktaydı. Ancak ilerleyen dönemlerde bu zorunluluğun ortadan kalkması ve altın ayarındaki değişimler, devletin konuyla ilgilenmesine ve bu amaçla denetim işlemlerine başlamasına neden olmuştur. Bunun sonucunda bankaların birçoğu tarafından yapılan işlemler, devletin denetiminde tek bir bankaya devredilmiştir. Böylece, devletin denetiminde olmak üzere banknot çıkarmak, para piyasalarını denetlemek gibi işlevler merkez bankalarına verilmiştir.

Genel olarak banknot ihracı, para piyasasının denetlenmesi ve düzenlenmesi gibi amaçlarla kurulmaları nedeniyle merkez bankaları, çağdaş ekonomilerin vazgeçilmez kurumları arasındadır. Merkez bankalarının önemi, ekonomik yapıyı ve politikaları etkileme, aynı zamanda yönlendirme konusundaki güçlerinden kaynaklanmaktadır. Özellikle altın para sisteminin son bulması ve para sistemlerinin banknota dayanması merkez bankalarının önemini artırmıştır.

Merkez Bankası Kavramı

Merkez bankaları genellikle kâr amacı gütmeyen, ekonominin gelişmesi açısından para piyasası ve bankalara çeşitli şekillerde etki yapan kurumlardır. Para yaratan kurumların başında gelen ve her ülkenin finansal sistemi içinde faaliyet gösteren kurumlar arasında ilk sırada yer alan merkez bankaları, genel anlamda bankaların bankası olarak da tanımlanabilir. Merkez bankası adıyla anılmalarının nedeni ise para ve bankacılık işlerinde diğer bankaların merkezini oluşturmalarından, onları bir merkezden yönlendirmelerinden kaynaklandığı ileri sürülmektedir.

Merkez bankasının üstlendiği fonksiyonları tam olarak açıklığa kavuşturabilecek şekilde kısa bir tanımını yapmak oldukça güçtür. Ancak yine de merkez ban-

Merkez bankası denildiğinde öncelikle, para basma yetkisine sahip bir banka akla gelmektedir.

Para ve bankacılık işlerinde diğer bankaların merkezinde olmaları, onları bir merkezden yönlendirmeleri "merkez bankası" adıyla anılmalarına neden olmaktadır.

Merkez bankası; para basmak, para piyasasını denetlemek, altın ve döviz rezervlerini düzenlemek ve yönetmek, fiyat istikrarını sağlamak gibi işlevleri yerine getirmek üzere devletin kurduğu ya da kurulmasına öncülük ettiği bir banka türüdür.

Devletin bankacılığını yapan, banknot ihraç tekeline sahip olan ve son likitide kaynağı fonksiyonuna sahip olan gerçek anlamda ilk merkez bankası, 1694 yılında kurulan İngiltere Merkez Bankası (Bank of England)'dır.

kasının tanımı kendisine yüklenilen fonksiyonlara göre yapılabilir. Bu fonksiyonlar ise zamana, ihtiyaçlara ve ülkenin finansal sisteminin yapısal özelliklerine göre değişebilmektedir. Buna karşın, merkez bankasını, “temel görevi, ülkedeki para miktarını kontrol etmek olan kurum” şeklinde tanımlamak genel bir eğilimdir.

Bu bankalara atfedilen fonksiyonlar göz önüne alınarak bir tanımlama yapmak gerekirse merkez bankaları; ekonomilerde likidite derecesi çok yüksek olan kâğıt parayı yaratan, para ve bankacılık sisteminde aktif roller üstlenen finansal kuruluşlar olarak tanımlanabilir. Fonksiyonel anlamda yapılacak diğer bir tanımlama ise şöyledir: Merkez bankası; para basmak, para piyasasını denetlemek, altın ve döviz rezervlerini düzenlemek ve yönetmek, fiyat istikrarını sağlamak gibi işlevleri yerine getirmek üzere devletin kurduğu ya da kurulmasına öncülük ettiği bir banka türüdür.

Merkez Bankalarının Doğuşu ve Gelişimi

Dünyada merkez bankacılığı, bazı ticaret bankalarının banknot ihraç etmek ve devletin hazinedarlığını yapmak üzere şekil ve işlev değiştirmesiyle doğmuştur. İlk zamanlar banknot ihracı işlevi, özel veya karma sermayeli bir ya da birkaç ticaret bankası tarafından yerine getirilmekteydi. Bu fonksiyonun zamanla kamu hizmeti niteliğinin anlaşılması ve devletlerin yasal parayı tespit etmek, emisyon ve tedavülünü sağlamak, bankacılık faaliyetlerinin daha düzenli bir şekilde yürütülmesini kontrol etmek istemeleri, ulusal ekonomiler içinde bu işlevleri yerine getirecek tek bir merkez bankasının kurulmasına neden olmuştur.

Merkez bankaları başlangıçta, kâr amacı gütmeyen kamu kuruluşlarından ziyade, özel ticari bankalar olarak ortaya çıkmışlardır. Bu bağlamda banknot ihraç eden bankalar oluşturulmuştur. Banknot ihraç eden ilk bankalara on yedinci yüzyılın ikinci yarısında rastlanmaktadır. Bu konuda 1661 yılında “Stockholm Bankası” ilk örnek olarak karşımıza çıkmasına rağmen geçerlilik süresi oldukça kısa olmuştur. İlerleyen dönemde ise 1668’de İsveç Devlet Bankası (Riksbank) merkez bankası niteliği ile piyasaya para çıkarmıştır.

Ancak, gerçek anlamda merkez bankacılığı, 18. yüzyılda üç önemli fonksiyonu içerecek şekilde ortaya çıkmıştır. Bu üç önemli fonksiyon;

- Devletin bankası olmak,
- Banknot ihraç tekeline sahip olmak,
- Likiditenin son mercii fonksiyonuna sahip olmak olarak,

sıralanabilir. Bu bağlamda 1694 yılında kurulan ve 1844 yılında çıkarılan yasayla yeniden düzenlenen İngiltere Merkez Bankası (Bank of England) gerçek anlamda ilk merkez bankası olarak kabul edilmektedir.

SIRA SİZDE



1

Merkez bankalarının ortaya çıktıkları ilk dönem ile ilerleyen dönemlerdeki temel farklılıklar nelerdir?

İngiltere Merkez Bankası 1844 yılında kâğıt para ihraç tekeline kavuşmuş, 1870 yılında da likiditenin son mercii fonksiyonunu üstlenmiştir. 1844 tarihinde çıkarılan Peel Kanunuyla yeniden düzenlenen bu banka, merkez bankacılığı tekniğini ve ilkelerini geliştirmiş, banknot ihracı ve devletin bankerliğini yapmak suretiyle diğer bankalara göre sağladığı ayrıcalıklı durum, onun bankaların bankası hâline gelmesine neden olmuştur.

Hükûmetin bankerliğini yapması nedeniyle diğer bankalar İngiltere Merkez Bankasında hesap açmaya yönelmişlerdir. Bu yolla İngiltere Merkez Bankası za-

man içinde bankaların nakit rezervlerini muhafaza eden, takas odası hizmetini gören ve geçici likidite ihtiyaçlarını karşılayan bir kurum hâline dönüşmüştür. İngiltere Merkez Bankası reeskont oranlarını bir araç olarak kullanmış ve kredi politikasının yöneticisi olmuştur. 1870 yılında ise İngiltere Merkez Bankasının son kredi mercii olma fonksiyonunu kabul etmesi, merkez bankacılığı sürecinin önemli bir aşamasını oluşturmuştur.

Zamanla, her bağımsız ülke, bağımsızlığın bir simgesi olarak merkez bankası kurmaya yönelmiştir. İsveç Devlet Bankası ve İngiltere Merkez Bankasından sonra, 1800 yılında Fransa Merkez Bankası, 1811 yılında Finlandiya Merkez Bankası, 1814 yılında Hollanda Merkez Bankası, 1818 yılında Danimarka Merkez Bankası, 1841 yılında Yunanistan Merkez Bankası, 1850 yılında Belçika Merkez Bankası, 1874 yılında İspanya Merkez Bankası, 1878 yılında Avusturya Merkez Bankası, 1882 yılında Japonya Merkez Bankası, 1892 yılında İtalya Merkez Bankası, 1915 yılında da Federal Rezerv Bankası (Fed) kurulmuştur.

İsveç	1664	Romanya	1880	ABD	1915	Hindistan	1935
İngiltere	1694	Japonya	1882	Güney Afrika	1921	Almanya	1948
Fransa	1800	Bulgaristan	1885	Şili	1925	İsrail	1954
Hollanda	1814	Finlandiya	1886	Guatemala	1925	Brezilya	1964
Danimarka	1818	Portekiz	1891	Meksika	1925	Litvanya	1990
Yunanistan	1841	İtalya	1892	Ekvator	1927	Rusya	1990
Belçika	1850	Norveç	1897	Bolivya	1929	Beyaz Rusya	1990
Hong-Kong	1865	İsviçre	1905	Türkiye	1932	Kazakistan	1990
İspanya	1874	Çin	1908	Kanada	1934	Ukrayna	1991
Avusturya	1878	Avustralya	1912	Yeni Zelanda	1934	Azerbaycan	1992

Yukarıda bahsedildiği gibi merkez bankacılığı işlevlerinin ticaret bankalarından alınmasını takip eden süreç içinde, hemen her ülkede bu işlevi yapacak bir merkez bankasının oluşturulması yoluna gidilmiştir. Ancak bu durumun bir istisnası ABD’de ortaya çıkmıştır. Bu ülkedeki federe devletlerin özel haklarını koruma isteği, devlet içinde tek bir emisyon bankası kurulmasını önlemiştir. Bunun sonucunda oluşturulan “Federal Reserve Sistem (FED)”, her birinin çalışma alanları sınırlandırılmış 12 adet “Federal Reserve Bank” dan oluşmuştur. Ancak ülke ekonomisini ilgilendiren konularda izlenecek politikalar, ortak olarak belirlendiği ve 12 bankayı da bağlayıcı olduğu (sadece idari konularda bankaların özel takdir hakları bulunmaktadır) için, bu sistem (FED) tek bir banka gibi algılanmaktadır.

Bilinen anlamda merkez bankalarının doğuşu ve gelişmesi, bankacılığın gelişmesinden sonradır. Merkez bankalarının gelişimi, metal para sisteminin önemini yitirmesi ve bankaların para yaratma işlevlerinin ön plana çıkması ile paralel olmuştur. Dünyada merkez bankacılığı esas itibarıyla 19. yy’dan sonra gelişmiştir. Bununla birlikte I. Dünya Savaşı ve ardından gelen 1930 ekonomik krizi gibi olaylar, merkez bankacılığının gelişmesi açısından oldukça önemlidir. Merkez bankacılığının bu dönemdeki gelişiminde savaştan sonra 1920 yılında toplanan Brüksel Konferansı ile 1922 yılında toplanan Cenova Konferansı’nda alınan ilke kararlarının etkisi de büyük olmuştur.

Brüksel Konferansı, merkez bankacılığının gelişimi konusunda iki noktada önemli rol oynamıştır: İlk olarak, merkez bankalarının özerk bir yapıya sahip ol-

Tablo 3.1

Çeşitli ülkelerde Merkez Bankalarının Kuruluş Tarihleri

Kaynak: Hacıyev, N. (2003). *Merkez Bankasının Bağımsızlığı, Ülke Örnekleri ve Türkiye Uygulaması*, İstanbul: Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi. s.6

Dünyada merkez bankacılığı esas itibarıyla 19. yy’dan sonra gelişmiştir. Bununla birlikte I. Dünya Savaşı ve ardından gelen 1930 ekonomik krizi gibi olaylar dünyada merkez bankacılığının gelişmesi açısından oldukça önemlidir.

Merkez bankaları önceleri özel sermayeli bir banka niteliğinde kurulmuştur. Ancak süreç içinde devletçi ve liberal görüşler gündeme gelmiş, bu gelişmelere bağlı olarak merkez bankalarının büyük bir bölümü devletin denetiminde görev yapan özerk kuruluşlar statüsüne sahip olmuşlardır.

ması gerektiği konusu ilk kez bu konferansta gündeme gelmiştir. İkinci olarak ise merkez bankası olmayan ülkelerde de birer merkez bankası kurulması yönünde tavsiye kararı alınmıştır. Bu kararın alınmasını takiben dünyanın birçok ülkesinin kendi merkez bankalarını kurdukları görülmüştür. Daha sonra 1922'de toplanan Cenova Konferansı'nda, Brüksel Konferansı'nda alınan kararlara ilave olarak, çeşitli ülkelerin merkez bankaları arasında iş birliğinin kurulması ve geliştirilmesi gündeme gelmiştir. Bunun yanında, 1930 ekonomik krizinden sonra, hükümetlerin ekonomik istikrarı sağlamada etkili olabileceği, bunun da merkez bankaları aracılığıyla yapılabileceği görüşü hâkim olmuştur. Bu bağlamda merkez bankalarının ekonomik yaşamdaki fonksiyonlarında da önemli gelişmeler ortaya çıkmıştır.

Günümüzde artık merkez bankaları, sadece banknot ihraç eden bankalar değildir. Uzun yılların deneyimi sonucu kendine özgü kuralları ve ilkeleri olan, ekonomide çeşitli konularda etkinliğe sahip kurumlar hâline gelmişlerdir.

Merkez bankaları önceleri özel sermayeli bir banka niteliğinde kurulmuştur. Ancak süreç içinde devletçi ve liberal görüşler gündeme gelmiş, bu gelişmelere bağlı olarak merkez bankalarının büyük bir bölümü devletin denetiminde görev yapan özerk kuruluşlar statüsüne sahip olmuşlardır. Bu bağlamda sermaye yapılarına göre farklı statüye sahip, farklı merkez bankalarının ortaya çıktığını görmekteyiz. Bunlar:

- Sermayesinin tamamı devlete ait olan merkez bankaları,
- Sermayelerinin bir bölümü devlete, diğer bölümü de özel kişilere ait olan merkez bankaları,
- Sermayelerinin tamamı ticaret bankalarına ait olan merkez bankaları,
- Sermayeleri devlet, özel kişiler ve ticaret bankalarınınca oluşturulan merkez bankaları, olarak sıralanmaktadır.

Bununla birlikte, sermayelerinin oluşumunda belli ölçüde özel kişi ve kuruluşlar olmasına rağmen, günümüzde birçok ülkede merkez bankaları, devlet sermayesi ağırlıklıdır. Bu anlamda merkez bankalarının çoğu devletin yönetimindedir.

TEMEL MERKEZ BANKACILIĞI FONKSİYONLARI

Önceleri ekonominin ihtiyacı olan paranın basımı ve dağıtımı, merkez bankalarının tek ve en önemli görevi olarak kabul edilmekteydi. Bu işlev günümüzde de önemini korumaktadır. Ancak son dönemlerde ortaya çıkan, para ve kredi politikalarını kullanma şeklindeki değişiklikler merkez bankasının fonksiyonlarının artmasına ve çeşitlenmesine neden olmuştur. Merkez bankaları "bankaların bankası" şeklinde formüle edilen görünümünden ziyade, tüm finansal sistemi etkileyen, bir düzenleyici konumuna gelmiştir. Bugün merkez bankaları çağdaş ekonomilerde birçok işlevi yerine getiren kurumlar olarak karşımıza çıkmaktadır.

Günümüzde birçok ülkede para politikasının yönetimi merkez bankalarına verilmiş ve bu kuruluşlar para ve kredi hacmini denetleyebilecek bütün yetki ve araçlarla donatılmıştır. Merkez bankalarının çok yönlü işlev ve rolleri sayesinde, finansal piyasalarda düzen ve etkinlik sağlanmaya çalışılmaktadır.

Öte yandan ülkelerin finansal sistemlerinin yapısı ve içinde bulunan ekonomik koşullar ve ihtiyaçlar, merkez bankalarının üstlendiği fonksiyonların gelişmesindeki temel etkenler olarak karşımıza çıkmaktadır. Her ülkenin bu anlamda yaşadığı deneyimler, merkez bankalarının işlevlerinin ülkeden ülkeye farklılıklar göstermesine neden olmaktadır. Bununla birlikte, modern bir merkez bankasının yerine getirmesi gereken fonksiyonlar genel olarak belli başlıklar altında toplanabilmektedir. Bunlar;

Ülkelerin finansal sistemlerinin yapısı, içinde bulunan ekonomik koşullar ve ihtiyaçlar, merkez bankalarının üstlendiği fonksiyonların gelişmesindeki temel etkenlerdir.

- Banknot çıkararak ekonominin para ve kredi ihtiyaçlarını karşılamak,
- Finansal sistemin istikrarını sağlamak
- Son kredi mercii olarak ekonominin kredi hacmini ayarlamak,
- Devletin hazine işlerini ve mali danışmanlığını yapmak,
- Bankaların kasa fazlalıklarını ve mevduat karşılıklarını korumak,
- Bankalararası alacak ve borçların mahsubunu yapmak,
- Para piyasalarında istikrarı sağlamak,
- Ülkenin altın ve döviz rezervlerini korumak ve uluslararası ödemelerde aracı olmak şeklinde sıralanabilir.

Banknot Çıkarma (Emisyon) Fonksiyonu

Merkez bankalarının diğer bankalardan ayrı nitelik ve yetkilerle ortaya çıkmalarındaki temel nedenlerden birincisi, banknot çıkarma (para basma) imtiyazlarıdır. Banknot çıkarmı, merkez bankalarının en temel görevlerinden birisidir. İlk zamanlarda aynı ülkede birden fazla banka banknot çıkarma imkânına sahip olabılırken, günümüzde artık bu imtiyaza sadece merkez bankaları sahiptir. Devletlerin uzun yıllar korudukları ve hükümlerinin bir simgesi olarak da kabul edilen, para basma hakkı zamanla merkez bankalarının görevleri arasına girmiştir.

Banknot çıkarma yetkisinin tek bir bankaya (merkez bankasına) verilmesinin iki önemli faydası bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, ülke parasında yeknesaklığın sağlanması, ikincisi ise çıkarılan para miktarının denetiminin etkin şekilde yapılabilmesidir.

Merkez bankasının para çıkarma imtiyazına sahip olması, bankaya ekonominin likidite hacmini düzenleme olanağını da vermektedir. Merkez bankalarının likidite hacmini, piyasanın ihtiyacı düzeyinde tutması gerekmektedir. Bu bağlamda likidite sıkıntısı nedeniyle ekonomide resesyon (durgunluk) yaratmamak ya da likidite fazlalığı nedeniyle enflasyona neden olmamak merkez bankacılığında önemli konular arasında yer almaktadır.

Banknot çıkarma yetkisinin tek bir bankaya (merkez bankasına) verilmesinin iki önemli faydası; ülke parasında yeknesaklığın sağlanması ve çıkarılan para miktarının denetiminin etkin şekilde yapılabilmesidir.

En Son Kredi Mercii Olma Fonksiyonu

Bu işlev, merkez bankalarının genel olarak “bankaların bankası” olması tanımına uygun düşmektedir. Bankaların bankası olmak; ticaret bankalarının (mevduat bankaları) müşterilerine sunduğu hizmetlerin benzerlerinin, merkez bankası tarafından ticaret bankalarına sağlanması anlamına gelmektedir. Bu anlamda merkez bankaları son kredi verici olarak, bankalar üzerinde önemli bir etkiye sahiptir.

Merkez bankası, en son kredi veren kurum olması nedeniyle diğer bankaların, geçici nitelikteki likidite ihtiyaçlarını karşılamaktadır. Mevduat kurumlarına ihtiyaç duydukları ancak bulmakta zorlandıkları fonları reeskont kredisi vermek gibi yöntemlerle sağlayan merkez bankaları, bu işlevi ile finansal sistem içinde önemli bir görevi yerine getirmektedir.

Son kredi kaynağı fonksiyonu; ticaret bankalarının (mevduat bankaları) müşterilerine sunduğu hizmetlerin benzerlerinin, merkez bankası tarafından ticaret bankalarına sağlanması anlamına gelmektedir.

Devletin Bankacılığını Yapma Fonksiyonu

Merkez bankası bir finansal kurum olarak, devletin fonlarını toplama, tutma, aktarma ve bu fonlardan ödemede bulunma işlemleri yoluyla devletin bir nevi bankerliğini yapar. Bunun dışında merkez bankası kamu borcuna ilişkin teknik hizmetler sunabilir ve belirli şartlar altında devlete kısa vadeli avans verebilir. Öte yandan, merkez bankası, devletin mali danışmanı niteliğindedir ve bazı ülkelerde kamu borcunun yönetilmesinden de sorumludur.

Merkez bankaları takas odaları oluşturmak suretiyle bankalar arasında para aktarımlarının hızlı ve güvenli şekilde yapılmasına hizmet etmektedir.

Takas Fonksiyonu

Piyasada çok sayıda bankanın bulunması, diğer bankalar üzerine çekilmiş çekler, başka bankalar tarafından ödenmesi gereken senetler ve virman emirleri gibi işlemlerin yapılması bankalar arası efektif para hareketlerinin artmasına neden olmaktadır. Merkez bankaları takas odaları oluşturmak suretiyle bankalar arasında para aktarımlarının hızlı ve güvenli şekilde yapılmasına hizmet etmektedir. Özellikle çekle yapılan ödemelerin geliştiği yerlerde bankalar arasında doğan alacak ve borçların takas yoluyla tahsil ve ödenmesini sağlayan kuruluşlara ihtiyaç vardır. Bankaların merkez bankasında bulundurdıkları hesapları aracılığıyla bankalar arasındaki alacak ve borç farklılıkları, günün sonunda hesaplar arası aktarmalar suretiyle takas edilmektedir.

Banka Rezervlerini Muhafaza Fonksiyonu

Merkez bankaları, devletin bankerlik işlerini yapmaları ve banknot çıkarma imtiyazına sahip olmaları gibi nedenlerle ticaret bankaları nezdinde bir güven unsuru oluşturmuştur. Bu güvene bağlı olarak, özellikle kaydi para kullanımının yaygın olduğu ekonomilerde bankalar, kasa fazlalıklarını merkez bankasında tutarlar. Ayrıca birçok ülkede, bankaların sahip oldukları mevduatın belirli bir oranını merkez bankasında tutmaları zorunludur. Bu oranının değiştirilmesi, para ve kredi hacminin günün koşullarına uyarlanmasına imkân sağlamaktadır. Gerek fazlalık nedeniyle gerekse zorunluluktan kaynaklanıyor olsun, merkez bankasında bulunduru- lan banka rezervleri, ilave kaynak olmaları nedeniyle merkez bankalarının bünyelerini güçlendirmekte aynı zamanda ekonomideki etkinliklerini artırmaktadır.

Para Piyasalarında İstikrarın Sağlanması Fonksiyonu

Merkez bankalarının üstlendiği en önemli görev, ülkedeki parasal sistemi kontrol ederek istikrarlı bir şekilde çalışmasını temin etmektir. Merkez bankası bu amaca yönelik olarak para ve kredi arzını, maliyetini ve elde edilebilirliğini düzenler. Merkez bankalarının söz konusu parasal kontrol işlevi, bir yönüyle de kredi vererek kaynak yaratma yeteneklerinden kaynaklanmaktadır.

Para piyasalarında istikrarın sağlanması fonksiyonuna daha geniş bir perspektifle bakıldığında, merkez bankalarının önemi daha iyi kavranabilir. Bir ülkedeki finansal sistemin, elinde fon fazlası olanlardan fon gereksinimi olanlara kaynakların aktarılması işlevini başarıyla yerine getirmesi gerekir. Finansal sistem içinde piyasaların bu görevi yerine getirebilmeleri yani etkin bir şekilde çalışabilmeleri, halkın bu piyasalarda faaliyet gösteren mali kurumlara güven duyması ve tasarruflarını bu kurumlara teslim etmesiyle mümkün olur. Faiz oranlarında ve tahvil fiyatlarında ortaya çıkan büyük dalgalanmalara bağlı olarak, finansal piyasalar düzensiz çalışıyorsa veya finansal kurumlar sık sık ödeme güçlüğü içine düşüyorlarsa, halkın bu kurumlara olan güveni kaybolabilir. Bu bağlamda merkez bankaları, finansal piyasaların gelişimini ve fonların bu piyasalar aracılığı ile istikrarlı akımını sağlamada önemli görevler üstlenirler.

Altın ve Döviz Rezervlerini Koruma Fonksiyonu

Bir ülkenin altın ve döviz stoklarının önemli miktarlara ulaşması o ülke parasına güveni artırarak güç kazandırır. Bu nedenle merkez bankaları altın ve döviz rezervlerini artırmaya çalışırlar. Altın ve döviz rezervlerinin tedavüldeki banknotların karşılığı olma niteliğini kaybetmelerine bağlı olarak, bu rezervler yeni bir fonksi-

yon kazanmıştır. Buna göre bu rezervler, bir ülkenin dış ödemelerinin merkez bankasında olan ihtiyatlarını oluşturmaktadır.

Kronik ödemeler bilançosu açıklarının olduğu ekonomilerde merkez bankasının altın ve döviz rezervlerini muhafaza ve idare etmesi, dış ödemeleri düzenlemesi, dış ödeme yetersizliklerinde ülkeye yeni kaynaklar temin etmesi ve bu amaçla gerekli tedbirleri alması ve döviz kurlarını tespit etmesi ekonomik açıdan önem taşımaktadır.

FINANSAL İSTİKRAR VE MERKEZ BANKALARI

Özellikle Son 30-40 yıldır, fiyat istikrarının ve finansal istikrarın sağlanması ve korunması merkez bankaları açısından ayrı bir öneme sahiptir. Günümüzde merkez bankalarının temel amaçlarından birisinin; finansal sektör ile reel sektör arasında yakın ve istikrarlı bir ilişkiyi kurmak ve devamını sağlamak olduğu yönünde genel kabuller bulunmaktadır. Bunun nedeni ise finansal sistemde meydana gelebilecek bir istikrarsızlığın, hızlı bir şekilde reel ekonomiyi etkileyebilmesidir. Benzer şekilde ekonominin reel yapısında meydana gelen değişikliklerin de finansal sistem üzerinde önemli etkileri olabilmektedir. Bu bağlamda finansal istikrarın sağlanması ve korunması hedefi geçmiş yıllara kıyasla merkez bankaları açısından oldukça önemli hâle gelmiştir.

Finansal istikrar kavramıyla kastedilen şey; istikrarlı bir finansal ortam, finansal piyasa katılımcılarının istikrarlı hareket etmeleri ve istikrarlı bir ödeme sistemidir. Sözü edilen 3 temel alandaki istikrar, sağlıklı ve istikrarlı bir şekilde faaliyet gösteren bir finansal sistemin geliştirilmesinde gerekli olan temel unsurlardır.

Genel olarak, merkez bankaları finansal istikrarın sağlanmasında benzer yöntemler izlemektedir. Finansal istikrarın sağlanması amacı, finansal sistemin ve bunun en temel unsuru olan bankacılık sektörünün oldukça iyi değerlendirilmesi ve analiz edilmesini gerektirmektedir. Merkez bankalarının elinde bulunan makro düzeydeki finansal araçlar ve para politikası, finansal istikrarın sağlanması amacına yönelik önemli katkılar sağlamakla birlikte, gözetim ve denetim alanındaki politika ve uygulamaların da finansal istikrar açısından oldukça önemli etkileri bulunmaktadır. Ayrıca merkez bankalarının, finansal yapıdaki sistemik risk yaratıcı faktörleri dikkatli bir şekilde algılamaları ve bu risk faktörlerinde değişimler ortaya çıktığı zaman, sonuçlarını değerlendirmeleri son derece önemlidir.

Son yıllarda yaşanan finansal krizlerin de etkisiyle, artık finansal kuruluşlar portföylerinde bulunan riskleri belirleyebilme ve risk yapısına uyan sermaye yapısını sağlamak ve korumak için çeşitli risk ölçüm modelleri kullanmaktadır. Ayrıca stres testleri uygulayarak, değişik senaryolar altında risk yönetimine yönelik kararlarını belirlemeye çalışmaktadır. Aynı şekilde, merkez bankalarının da benzer bir yaklaşım izlemesi günümüzde açık bir gereksinim hâline gelmiştir. Bu yaklaşım merkez bankalarının, makroekonomik istikrarın ve finansal sistem istikrarının sağlanması amaçlarını olumsuz etkileyecek riskleri belirlemesinde yardımcı olacaktır. Merkez bankalarının finansal istikrar hedefini sağlamaya yönelik çabalarında dikkat etmeleri gereken ilkeleri;

- Sorumluluğun bireysel bazda kurumlar yerine genel olarak piyasalara verilmesi,
- Ödeme sisteminin etkin ve sorunsuz çalışmasının sağlanması,
- İhtiyaç duyulduğunda belirli ilkeler altında piyasaya likidite sağlanması, şeklinde

özetlemek mümkündür.

Finansal istikrar: İstikrarlı bir finansal ortam, finansal piyasa katılımcılarının istikrarlı hareket etmeleri ve istikrarlı bir ödeme sistemi demektir.

Bağımsız merkez bankaları, ulusal paranın değerinin korunması ve uzun dönemde fiyat istikrarının sağlanması konusunda daha etkilidir.

MERKEZ BANKALARININ BAĞIMSIZLIĞI KAVRAMI

Gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan birçok ülkede, merkez bankalarının iktisadi örgütlenme içindeki konumu, hükûmetlere karşı sorumluluğu ve genel anlamda bağımsızlığı hep sorgulanmıştır. Yapılan sorgulamalarda merkez bankalarının siyasi iktidarların müdahale alanlarının dışında kalmaları ve özerk kuruluşlar olmaları gerektiği yönündeki düşünceler ön planda olmuştur. Öyleki bağımsız merkez bankalarının ulusal paranın değerinin korunması ve uzun dönemde fiyat istikrarının sağlanmasında daha etkili olduğu iktisatçılar arasında genel kabul görmektedir.

Tanım ve Önemi

Hükûmetler merkez bankalarının kontrolünü hep ellerinde tutmak istemiştir. Yaşanan süreç içinde hükûmetlerin güçlü kalmak istekleri ile merkez bankaları arasında potansiyel bir mücadele ortaya çıkmıştır. Özellikle 20.yy'ın ilk çeyreğinden itibaren hükûmetler, çeşitli nedenlerle piyasaların işleyişine müdahalelerde bulunmuşlardır. Bu müdahaleler daha çok; istikrarlı büyüme, işsizlik, dış ödemeler dengesinin sağlanması, gelir dağılımı gibi makro hedefler üzerinde yoğunlaşmıştır. Hükûmetler bu müdahalelerde merkez bankalarını, kararları ile yanlarında görmek istemişlerdir. Bu bağlamda merkez bankalarının belirlediği hedef ve araçların, hükûmetin genel ekonomi politikalarına uygun ve tamamlayıcı olması gündeme gelmiştir. Ancak bu süreç ekonomilerde birtakım sorunların oluşmasına ve merkez bankalarının hükûmetlerle olan ilişkilerinin sorgulanmasına neden olmuştur. Bu bağlamda merkez bankalarının bağımsızlığı gündeme gelmiştir. Aslında merkez bankalarında bağımsızlık sorununun gündeme gelmesinin çeşitli nedenleri bulunmaktadır. Bunlar:

- 1980'li yıllarda ekonomilerde görülen enflasyon süreci,
- İç ve dış borçlanmanın sürdürülebilir ölçülerden uzaklaşması
- Makroekonomik istikrarsızlıklar ve
- Hükûmetlerin çözüm diye uyguladıkları popülist politikalar, olarak sıralanmaktadır.

Ayrıca para politikalarının politik süreçten ayrılması fikri de merkez bankalarının bağımsızlık tartışmalarına yeni bir boyut getirmiştir.

Genel olarak merkez bankasının bağımsızlığını şöyle tanımlayabiliriz: Merkez bankasının bağımsızlığı, bankanın fiyat istikrarını sağlamaya yönelik uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını kendi kararları ile seçmesi ve uygulamasıdır. Kurumsal anlamda bağımsız bir merkez bankası, politik müdahalelere maruz kalmaksızın para politikasını uygulayabilmelidir. Diğer yandan mali ve idari özerkliğe sahip olmak, merkez bankası bağımsızlığında bir ölçüt olarak oldukça önemlidir.

Literatürde merkez bankasının bağımsızlığı; siyasi iktidardan bağımsızlık, başka bir deyişle hükûmetin merkez bankası üzerinde etkinliğinin kalmaması olarak yorumlanmaktadır. Bu bağlamda merkez bankasının bağımsızlığından söz edilebilmek için bankanın fiyat istikrarını sağlama görevini yerine getirirken, siyasi otoriteden direktif almaması gerekmektedir. Bir başka deyişle para politikasına ilişkin temel kriterleri belirleme ve uygulamada serbesti içinde olmak, merkez bankası bağımsızlığının birincil koşuludur.

Merkez bankalarının işlevlerinin gelişimi daha çok parasal politikalar üzerinde gerçekleşmiştir. Yaşanan süreç içinde merkez bankaları finans sektörünün bir tem-

Merkez bankasının bağımsızlığı: Bankanın fiyat istikrarını sağlamaya yönelik uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı parasal araçları kendi kararları ile seçmesi ve uygulamasıdır.

Para politikasına ilişkin temel kriterleri belirleme ve uygulamada serbesti içinde olmak merkez bankası bağımsızlığının birincil koşuludur.

silcisi olarak, fiyat istikrarının sağlanmasına daha ağırlık vermiştir. Tüm dünyada yüksek enflasyonun ekonomiye ve topluma zarar verdiği ve fiyat istikrarının; ekonomik istikrarın, sürdürülebilir büyüme ve istihdam artışının ön koşulu olduğu kabul edilmektedir.

Bir ülkede genellikle fiyat istikrarını tehdit eden iki unsur bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, politika uygulayıcıların ve siyasetçilerin ekonomiyi canlandırmak amacıyla koşulları oluşmadan ekonomiyi kapasitesinin üzerinde çalışmaya zorlamasıdır. Diğeri ise hükûmetlerin kamu açıklarını merkez bankası kaynaklarıyla finanse etmek istemeleridir. İlk unsura göre yaşanan ekonomik hızlanma, kısa vadede olacak ve uzun vadede sürdürülebilmesi mümkün olmayacaktır. İkinci durumun sonucunda ise yüksek enflasyon meydana gelmekte ve bu da uzun vadede düşük büyümeye ve işsizlik artışına neden olmaktadır.

Fiyat istikrarını olumsuz şekilde etkileyecek bu koşullar oluştuğunda, merkez bankalarının gerekli uyarıları yapabilmesi ve bu politikaları durdurabilmesi gerekmektedir. Bu da merkez bankalarının bağımsız olmasını gerektiren bir olgudur. Fiyat istikrarının sağlanması ve enflasyonla mücadelede başarı kazanılması için para politikasının, kısa vadeli hedefler uğruna düşük enflasyon hedefinden vazgeçmeyecek bir kurum tarafından yürütülmesi gerekmektedir. Bu nedenle siyasi etkilerden kaçınarak enflasyonu kontrol etmek, fiyat istikrarını, tam istihdamı ve sürdürülebilir büyümeyi gerçekleştirmek için merkez bankaları, siyasi otoritelerden bağımsız olarak görevlendirilmelidir.

Merkez bankalarında bağımsızlık konusunun önemini açıklayınız.

Merkez bankalarının bağımsızlığına olan gereksinim, kâğıt para sisteminin ortaya çıkışı ve bu sistemin yarattığı çeşitli tehlikelerin fark edilmesi ile gündeme gelmiştir. Çeşitli ülke uygulamaları göstermiştir ki hükûmetlerin ya da bankanın serbestçe kâğıt para çıkarmaya başlamaları genellikle ekonomilerde birtakım aşırı politikaların uygulanmasına yol açmıştır. Popülist politikalar, verimli olmayan kurum ve kuruluşların merkez bankasınca kurtarılması, tarım sektöründe dünya fiyatlarının çok üzerinde fiyatların uygulanması gibi piyasa ekonomisine ters düşen sonuçların ortaya çıkmasına yol açmaktadır. Popülist amaçlarla yapılan aşırı para arzı artışları, ilgili ekonomilerde yaşanan enflasyonist ortamın oluşmasında temel nedenlerden birisi olmuştur. Bu anlamda, siyasi iradenin popülist amaçlar için kendi kendisini kolayca finanse edebilmesinin önlenmesinde bir yöntem olarak, merkez bankalarının bağımsız olması gereği ortaya çıkmıştır.

Merkez bankası bağımsızlığının sağlandığı ekonomilerde, yukarıda sayılan olumsuzlukların gerçekleşme olasılığı daha düşük olacaktır. Bağımsız bir merkez bankacılığı uygulaması ile hükûmetlerin dilediği gibi emisyon sistemine başvurmaları önlenmiş olacaktır. Harcamalar ise siyasi tercihlere göre değil, gelirler ve ekonomik gereksinimlere göre yapılacaktır. Gelişmiş ekonomilerde merkez bankalarının bağımsızlığı değişik ölçülerde de olsa sağlandığı için, bankanın görevleri ve ilgili ekonomi politikaları iktidarların etki alanları dışında kalmakta ve özgürce oluşabilmektedir. Siyasi etkilere açık olmayan, bağımsız bir merkez bankasının tüm faaliyetleri daha rasyonel ve piyasa ekonomisinin gereklerine daha uygundur. Yani bağımsız bir merkez bankasının; çeşitli koşulları, sosyal ve siyasal gelişmeleri dikkate alarak ekonomik gelişmeleri objektif olarak değerlendirmek, gerekli tedbirleri almak ve uygun politikaları uygulamak imkânı olmaktadır.



Bağımsız bir merkez bankası; çeşitli koşulları, sosyal ve siyasal gelişmeleri dikkate alarak ekonomik gelişmeleri objektif olarak değerlendirmek, gerekli tedbirleri almak ve uygun politikaları uygulamak olanına sahiptir.

Merkez Bankalarında Bağımsızlık Kriterleri

Merkez bankalarının bağımsızlığı konusunda temelde iki ölçüt bulunmaktadır. Bunlar politik ve ekonomik kriterlerdir. Merkez bankasının politik bağımsızlığı, bankanın hedeflerini hükûmetin etkilerinden uzak olarak belirleyebilmesidir. Ekonomik bağımsızlık ise sınırlamalar olmaksızın bankanın para politikası araçlarını seçebilmesi ve kullanabilmesini ifade etmektedir.

Politik Bağımsızlık

Merkez bankasının politik bağımsızlığının ölçülmesinde; atamalar, merkez bankasının hükûmetle olan ilişkileri ve kurumsal düzenlemeler olmak üzere üç grup kriter kullanılmaktadır.

Merkez bankasının politik bağımsızlığı, bankanın kendi politika tercihlerini oluştururken hükûmetin etkisi altında kalmaması durumunu ifade etmektedir. Bir başka ifadeyle politik bağımsızlık, hükûmetin etkisi olmadan merkez bankasının politik amaç ve tercihleri seçmedeki kabiliyeti olarak da tanımlanabilir.

Bir merkez bankasının politik bağımsızlığının ölçüsü bazı faktörlere göre belirlenmektedir. Politik bağımsızlığın ölçülmesinde kullanılan kriterler; atamalar, merkez bankasının hükûmetle olan ilişkileri ve kurumsal düzenlemeler olmak üzere üç grupta toplanmaktadır. Buna göre;

- Merkez bankası başkanının atanma ve görevden alınma süreci ve sıklığı
- Bankanın yönetimi üzerinde kamu bürokrasisinin rolü
- Banka ve yönetici arasındaki temas sıklığı, gibi faktörler bu anlamda oldukça önemlidir.

Politik bağımsızlık için arzu edilen, başkan ve yönetim kurulu üyelerinin atanmasında hükûmetin etkisinin olmaması ya da mümkün olduğunca sınırlı tutulmasıdır. Bu aşamada önemli olan bir başka konu ise başkan ve yönetim kurulu üyelerinin görevde kalma süreleridir. Uygulamada politik bağımsızlığın olmadığı ya da yeterince olmadığı ülkelerde, başkan ve yönetim kurulu üyelerinin görev süreleri, hükûmetlerin görev süreleri ile benzerlik göstermektedir. Bu bağlamda banka yönetiminin görev süresinin, hükûmetin görev süresine bağlı olmaması politik bağımsızlık kriteri olarak kabul edilmektedir. Bu kriterler açısından politik bağımsızlıktan söz edilebilmesi için başkan ve yönetim kurulu üyelerinin beş yıldan daha uzun bir süre için atanmaları gerekmektedir.

Politik bağımsızlık için bankanın hükûmetle olan ilişkilerinin derecesi de çok önemlidir. Bankanın hükûmetle olan ilişkilerinin derecesini ölçen iki temel kriter bulunmaktadır. İlk kritere göre, politik bağımsızlıktan söz edilebilmesi için banka yönetim kurulunda hiç bir hükûmet temsilcisi bulunmamalıdır. İkinci kritere göre ise para politikasının belirlenmesinde merkez bankası bağımsız hareket etmeli ve hiçbir hükûmet müdahalesi olmamalıdır.

Merkez bankalarının politik bağımsızlığı için yasal ve kurumsal düzenlemeler de ayrı bir öneme sahiptir. Bu bağlamda merkez bankası ile hükûmet arasında çeşitli sorunların oluşması durumunda, bankanın hükûmet karşısında haklarını savunan yasal ve kurumsal düzenlemelerin olması gerekir.

Ekonomik Bağımsızlık

Merkez bankasının ekonomik bağımsızlığının ölçülmesinde; bütçe açıklarının finansmanı ve parasal araçlar olmak üzere iki grup kriter kullanılmaktadır.

Ekonomik bağımsızlık, merkez bankasının para politikası araçlarını hiçbir engelleme ve kısıtlayıcı uygulamaya tabi olmadan kullanabilmesidir. Buna göre merkez bankası para politikası hedeflerine ulaşmak noktasında istediği para politikası aracını serbestçe seçip uygulayabilecektir. Bu durum aynı zamanda hükûmetin kamu açıklarını finanse etmek için her istediğinde merkez bankası kaynaklarına kolaylıkla başvuramamasını da ifade etmektedir.

Ekonomik bağımsızlığın ölçülmesinde kullanılan kriterler; bütçe açıklarının finansmanı ve parasal araçlar olmak üzere iki grupta toplanmaktadır.

İlk grupta yer alan kriterler, merkez bankasının bütçe açıklarını ne ölçüde finanse ettiğini belirlemek için geliştirilmiştir. Bu anlamda bütçe açıklarını otomatik olarak ve hiçbir sınırlama olmaksızın finanse eden bir merkez bankası, tam anlamıyla bağımsız olarak kabul edilmez. İkinci grupta yer alan kriterler, merkez bankasının kullandığı para politikası araçları ile ilgilidir. Merkez bankası para politikalarını yürütürken, hedefler ve araçları konusunda ne kadar serbestîye sahip ise ekonomik bağımsızlık seviyesi de o derece yüksek olacaktır.

TÜRKİYE’DE MERKEZ BANKACILIĞI

Türkiye’de Merkez Bankacılığının Doğuşu

Ülkemizde cumhuriyet öncesi dönemde merkez bankacılığı fonksiyonlarını yerine getiren ilk banka, yabancı sermaye ile kurulmuş olan “Osmanlı Bankası”dır. Bankaya Osmanlı İmparatorluğu döneminde banknot çıkarma ve devletin hazine işlerini yürütme görevleri verilmiştir.

“Osmanlı Bankası” Kırım Savaşı’ndan sonra bir grup İngiliz sermayedarı tarafından, 1856 yılında “Bank-ı Osmani” adıyla kurulmuştur. Yönetim merkezi Londra olan bankanın, iş merkezi İstanbul olarak belirlenmiştir. Fransız sermayedarlarının da katılımıyla 1863 yılında yeni bir düzenlemeye gidilerek bankanın adı “Bank-ı Osmani-i Şahane” olarak değiştirilmiş ve merkezi İstanbul olmuştur. Bankaya yine aynı tarihte (1863) Osmanlı İmparatorluğu için banknot çıkarmak ve devletin hazine işlerini yürütmek imtiyazı verilmiştir. Bu dönemde Osmanlı Bankası dışında, başka hiçbir kurum ve otorite banknot çıkarma yetkisine sahip değildir. Banka imtiyaz sözleşmesi gereğince çıkardığı banknotlara karşılık, 1/3 oranında altın bulundurmak ve ibrazı hâlinde karşılığını altın olarak ödemek durumundaydı. Osmanlı Bankasına verilen banknot çıkarma ayrıcalığı, ilk sözleşmede 30 yıl olarak belirlenmiş olmasına karşılık, bu süre daha sonra uzatılmıştır.

Osmanlı Bankasının gerçek bir merkez bankası niteliğine sahip olup olmadığı konusu tartışmalıdır. Banka, bir merkez bankasından beklenen, ekonominin likiditesini ve kredi hacmini ayarlama ve denetleme işlevlerini yerine getirmemiştir. Banka, klasik anlamda bir merkez bankası görevi yapmaktan sürekli kaçınmıştır. Para politikası araçlarını kullanmamış, bu yetkilere sahip olamamıştır.

Banka, bir devlet bankasından beklenen reeskont ve karşılıklar yoluyla kredi sağlama mekanizmasına hiçbir zaman sahip olmamıştır. Bu bankanın banknot çıkarma imtiyazına sahip olması, ülkemizde modern kredi yapısının kurulması için yeterli olmamış, daha çok Osmanlı Hükûmeti’nin dış ülkelerden ödünç para almasını kolaylaştıran bir kurum olarak iş görmüştür.

Osmanlı Bankası esas itibarıyla bir ticaret bankası olarak faaliyet göstermiş, devletin hazinedarlığı ve mali ajanlığını kısmen yerine getirmekle birlikte, devletin gereksinimlerinden çok, banka kârlılığını ön planda tutmuştur. Osmanlı Bankası’nın banknot çıkarma imtiyazı cumhuriyet döneminde de bir süre devam etmiş, ancak 1930 yılında T.C Merkez Bankası kurulduktan sonra Osmanlı Bankası bir daha banknot çıkarmamıştır.

T.C. Merkez Bankasının Gelişimi

Osmanlı Bankası cumhuriyetten sonra da bir süre merkez bankası görevini yürütmeye devam etmiştir. Ancak devletin yeni yapısı içinde bir yabancı bankanın mer-

Cumhuriyet öncesi dönemde merkez bankacılığı görevi, yabancı sermaye ile kurulmuş olan “Osmanlı Bankası”na verilmiştir.

Osmanlı Bankası, klasik anlamda bir merkez bankası görevi yapmaktan sürekli kaçınmış, para politikası araçlarını kullanmamıştır.

Osmanlı Bankasının banknot çıkarma imtiyazı cumhuriyet döneminde de bir süre devam etmiştir. Ancak 1930 yılında T.C. Merkez Bankası kurulduktan sonra Osmanlı Bankası bu imtiyazını kaybetmiştir.

TCMB, 1930 yılında çıkarılan "1715 Sayılı Yasa" ile kurulmuş ve 3 Ekim 1931 tarihinde faaliyete geçmiştir.

kez bankası olarak görev yapmasına karşı tepkiler artınca, millî bir merkez bankasının kuruluş çalışmalarına başlanmıştır. Bu çalışmalar sonucunda, 30 Haziran 1930 tarihinde çıkarılan 1715 Sayılı Yasa ile TCMB kurulmuş ve banka faaliyete 3 Ekim 1931 tarihinde geçmiştir.

TCMB 15 milyon sermayeli ve banknot ihracı imtiyazına sahip, bir anonim ortaklık olarak kurulmuştur. Çeşitli grupların bankaya katılımı sağlanmak suretiyle TCMB yönetimine bir özerklik verilmiştir. Bu anlamda banka tamamen devlet sermayesiyle kurulmamış, özel sektörün de sermayeye katılımı sağlanmıştır. 1715 sayılı yasaya göre, Hazine'nin ve Maliye Bakanlığının TCMB üzerindeki etkisinin mümkün olduğunca az olması amacıyla sermaye içindeki Hazine payı %15 olarak tespit edilmiştir. Devletin banka üzerindeki etkisini sınırlandırmak amacıyla bu payın en fazla %25'e kadar çıkarılabileceği kabul edilmiştir. Kuruluş yasasına göre bankaya, ülkenin ekonomik kalkınmasına yardımcı olmak amacıyla birtakım görev ve yetkiler verilmiştir. Buna göre TCMB, kanunda gösterilen amaçlara ulaşmak için;

- İskonto oranını saptamak,
- Para piyasası ve paranın tedavülünü düzenlemek,
- Hazine işlemlerini yapmak,
- Hükûmetle uyum içinde ulusal paranın istikrarını temin etmek için gerekli önlemleri almak gibi çeşitli görev ve yetkilere sahip olmuştur.

1715 Sayılı TCMB Kanunu, uygulandığı dönemde değişikliklere uğramış ve günün koşullarına uyarlanmaya çalışılmıştır. Bununla birlikte, yapılan değişiklikler etkin bir merkez bankacılığı uygulaması sağlayacak düzenlemeler olamamıştır. Öyle ki bu dönemde bankanın temel fonksiyonu etkin bir para politikası yürütmek ve ekonomik kalkınmaya katkı sağlamaktan çok, kamu kesiminin finansman açıklarını kapatmak olmuştur. Bu bağlamda yapılan değişiklikler daha çok bankanın Hazine ve Kamu İktisadi Teşebbüsleri'ne daha fazla kredi vermesini sağlayan düzenlemeler şeklinde olmuştur.

Banka, zaman içinde devlete karşı bağımsızlığını önemli ölçüde yitirmiş, banknot çıkarmaya ilişkin başlangıçta konulan sınırlamalar oldukça genişletilmiş, açık finansman imkânları yasallaştırılmıştır. Bütün bu gelişmeler sonucunda geline aşamada TCMB'nin yeniden organize edilmesi bir zorunluluk hâline gelmiştir.

1211 Sayılı Yasa ve T.C. Merkez Bankası

Türkiye'de 1715 sayılı Merkez Bankası Yasası 40 yıl yürürlükte kaldıktan sonra 1970 yılında değiştirilmiştir. Ekonomik koşulların zorlaması ve "planlı ekonomi" ilkelerine uyum amacıyla 1211 sayılı yeni Merkez Bankası Yasası 26.01.1970 tarihinde uygulanmaya başlanmıştır. Bu yasaya bağlı olarak, TCMB'nin organizasyon yapısı yeniden düzenlenmiş ve banka yeni yetki ve görevlere kavuşmuştur. Yeni yasanın getirdiği en önemli değişiklik ise banka sermayesi içindeki Hazine payının %15'den %51'e çıkarılması olmuştur. Eski kanuna göre Hazine'nin payı %15 olarak belirlenmiş ve bunun en çok %25'e kadar artırılabilmesi hükmüne bağlanmış iken yeni yasada Hazine'nin payının %51'den az olamayacağı kararlaştırılmıştır. Bunun bir sonucu olarak da Merkez Bankasının devlete karşı bağımsız ve özerk bir yapıda olması ilkesinden vazgeçilmiştir.

Yeni yasa ile ortaya konulan oldukça geniş görev alanı içinde banka, esas görevi olan paranın iç ve dış istikrarını sağlama görevini gereği gibi yerine getirememiştir. Bu dönemde banka, kamu açıklarını finanse eden ve kalkınma bankacılığı yapan bir kurum niteliğine bürünmüştür.

İlk dönemde TCMB'nin temel fonksiyonu; etkin bir para politikası yürütmek ve ekonomik kalkınmaya katkı sağlamaktan ziyade, kamu kesiminin finansman açıklarını kapatmak olmuştur.

26.01.1970 tarihinde uygulanmaya başlanan 1211 sayılı yasaya bağlı olarak TCMB'nin organizasyonu yeniden düzenlenmiş, banka yeni yetki ve görevlere kavuşmuştur.

1980 Dönüşümü ve T.C. Merkez Bankası

1980'li yıllar Türkiye'de ekonomik bir dönüşümün yaşandığı yıllar olmuştur. Bu dönemde 1980'den sonra ortaya çıkan gelişmelere bağlı olarak TCMB'ye birtakım yeni görev ve sorumluluklar yüklenmiştir. Bunun sonucunda TCMB finansal sistemdeki gelişmelere öncülük etmiş ve etkin bir para politikası yürütebilmek için yeni yöntemler geliştirmiştir. Bunlardan en önemlisi ise TCMB'nin para politikası aracı olarak "açık piyasa işlemleri"ni 1987 yılında yapmaya başlamasıdır. Böylece Merkez Bankası piyasadaki likidite ve faizler üzerinde etkili olan aktif bir araca kavuşmuştur.

Bu dönemde Merkez Bankasının yeni bir görevi de döviz piyasalarında ortaya çıkmıştır. 1988 yılında döviz piyasalarının kurulmasına bağlı olarak, Merkez Bankası doğrudan bu piyasalara alıcı ve satıcı olarak girebilmiş ve kurlar üzerinde etkili olabilmıştır.

Ayrıca yapılan düzenlemeler doğrultusunda, bankanın hazineye kısa vadeli avans sağlama mekanizması belli bir disiplin altına sokulmuştur. 1994 tarihinde Hazinesin kullanabileceği kısa vadeli avansın düzeyi çeşitli sınırlamalar içine konulmuştur. 1997 yılında Merkez Bankası ve Hazine arasında bir protokol imzalanmış ve 1998'den itibaren Hazinesin Merkez Bankasından kısa vadeli avans kullanmaması konusunda uzlaşma sağlanmıştır.

Ortaya çıkan bir gelişme de Merkez Bankası kredilerinin amacı ve vadesiyle ilgilidir. Buna göre, Merkez Bankası orta ve uzun vadeli kredi uygulamasını terk etmiş ve bu görevi TKB (Türkiye Kalkınma Bankası) ve EXİMBANK üstlenmiştir. Bu bağlamda, Merkez Bankasınca kullanılan krediler, kalkınmanın finansmanına yönelik selektif bir araç olmaktan çıkmış, yalnızca para politikası aracı olarak kullanılır hâle gelmiştir.

4651 Sayılı Yasa ve T.C. Merkez Bankası

1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu'nun yürürlüğe girdiği 1970 tarihinden itibaren geçen süre içinde, değişen ekonomik ve sosyal koşullar ve başta Avrupa Birliği normları olmak üzere dünyada meydana gelen gelişmeler, T.C. Merkez Bankası Kanunu'nda değişiklik yapılması gereğini doğurmuştur. Bu anlamda 25.04.2001 tarihinde kabul edilen 4651 sayılı kanun ile T.C. Merkez Bankasının bazı görev ve işlevlerinde değişiklikler yapılmıştır. Bu değişiklikler genel hatlarıyla aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Bir bağımsızlık ölçütü olarak, Merkez Bankasının temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu ve bankanın, para politikasının belirlenmesi ve uygulamasında tek yetkili ve sorumlu olduğu hükme bağlanmıştır.
- Banka, fiyat istikrarını sağlama ve enflasyonla mücadele edebilmek için, günümüz çağdaş merkez bankacılığında kullanılan, para politikası araçlarını belirleme ve kullanma konusunda görevli ve yetkili kılınmıştır.
- Hazineye ve kamu sektörüne avans ve kredi verilmesi uygulaması kaldırılmış, Hazine ile kamu kuruluşlarının ihraç ettiği borçlanma araçlarının birincil piyasadan satın alınması yasaklanmıştır.
- Fiyat istikrarı amacıyla çelişmemek kaydıyla Hükûmet'in büyüme ve istihdam politikalarının desteklenmesi öngörülmüştür.
- Başkan ve yardımcılarının atanması, görev süreleri ve görevden alınamamaları konularındaki düzenlemelerle bağımsızlık kriterleri ortaya konulmuştur.
- Bankanın, para politikasının belirlenmesi ve uygulanmasında, şeffaflık ve para politikası kararlarında hesap verilebilirlik artırılmıştır.

Yukarıdaki değişikliklerden anlaşılabacağı gibi 4651 sayılı kanunla, öncelikle merkez bankasının bağımsızlığı konusundaki ilkeler gerçekleştirilmeye çalışılmıştır.

SIRA SİZDE

3



2001 yılında kabul edilen “4651 sayılı kanununun” Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası için getirdiği değişiklikler nelerdir?

T.C. Merkez Bankasının Yapısı

T.C. Merkez Bankası’nın yapısı başlığı altında, bankanın idari ve sermaye yapısı ile ilgili açıklamalar yapılacaktır.

T.C. Merkez Bankasının Sermaye Yapısı

Dünyada Merkez Bankası niteliğini taşıyan ilk bankaların daha çok özel sermaye ile kuruldukları görülmektedir. İlerleyen süreçte özel sermaye ile kurulan bu bankaların, sahip oldukları banknot ihraç yetkisinin bir kamu fonksiyonu olarak nitelendirilmesi, merkez bankalarının tamamen ya da kısmen devletleştirilmelerine neden olmuştur. Bununla birlikte dünyada tamamen özel sermayeli merkez bankaları da bulunmaktadır. T.C. Merkez Bankası ise ABD Merkez Bankası gibi tamamen özel sermayeli bir banka olmadığı gibi, Kanada ve İsrail merkez bankaları gibi tamamen devlet sermayeli de değildir. Bu bağlamda TCMB’nin sermayesine çeşitli menfaat grupları iştirak ettirilerek, bankaya belli bir serbesti verilmeye çalışılmıştır.

Başlangıçta TCMB ₺15 milyon sermaye ile kurulmuş, 1960 yılında ise sermayesi ₺25 milyon’ye çıkarılmıştır. İlerleyen dönemlerde de banka sermayesi ile ilgili değişikliklere gidilmiştir. En son “28.04.1988 tarihli olağan genel kurul ve 24.06.1988 tarih, 88/13075 sayılı banka esas mukavelesinde değişiklik yapılması hakkındaki Bakanlar Kurulu kararları” ile banka sermayesi ₺25 milyar olmuştur.

DİKKAT



2005 yılında Türk lirasından altı sıfır atıldığını ve bankanın sermayesinin bugünkü durumunda ₺25 bin olduğunu dikkate alınız.

Banka sermayesi 250.000 adet hisse senedi tarafından temsil edilmektedir. Hisse senetleri ise nama yazılı olup (A), (B), (C) ve (D) olmak üzere dört sınıfa ayrılmaktadır. Banka hisse senetlerinin gruplar arasındaki dağılımı ise şöyledir;

- A** sınıfı hisse senetleri Hazineye ait olup, sermaye içindeki ağırlığı %51’den az olamaz
- B** sınıfı hisse senetleri Türkiye’de faaliyette bulunan ulusal bankalara tahsis edilmiştir.
- C** sınıfı hisse senetleri, ulusal bankalar dışında kalan diğer bankalar ve imtiyazlı şirketlere ayrılmıştır. C sınıfı hisse senetlerinin en çok 15.000 adet olacağı sınırı getirilmiştir.
- D** sınıfı hisse senetleri ise Türk ticaret müesseselerine ve Türk vatandaşlığına haiz tüzel ve gerçek kişilere ait bulunmaktadır.

T.C. Merkez Bankasının İdari Yapısı

T.C. Merkez Bankasının idari yapısı çeşitli organların bir bileşkesini oluşturmaktadır. Merkez Bankasının idari yapısı içinde yer alan bu organlar;

- Başkanlık (Guvernörlük),
- Genel kurul
- Banka meclisi
- Denetleme kurulu

- Yönetim komitesi
- Para politikası kurulu, gibi başlıklar altında sıralanmaktadır.

Başkanlık (Guvernörlük): Bankayı en yüksek icra amiri sıfatıyla yöneten, yurt içinde ve dışında temsil eden başkan, Bakanlar Kurulu kararıyla beş yıllık bir süre için atanır. Başkanın bu süre sonunda yeniden atanması mümkündür. Bu hüküm, başkanın siyasi etkilerden korumak amacıyla düzenlenmiştir. Başkanın müşterek kararnameyle beş yıllık bir süre için atanan dört yardımcısı bulunmaktadır.

Genel Kurul: Merkez bankası pay sahipleri defterinde yazılı bulunan hissedarlar, bankanın Genel Kurulunu oluşturmaktadır. Esas mukavelede belirtildiği üzere, her yıl toplanan Genel Kurulda her on hisseye sahip olan veya bu miktar hisseyi temsil eden bir oya sahiptir. Genel kurulun; yıllık rapor ve denetleme kurulu raporunun incelenmesi, sermayenin artırılması, esas sözleşmede değişiklik yapılması, banka meclisi üyeleri ve denetleme kurulunun ibrası, bankanın bilançosuyla kâr-zarar hesaplarının incelenip karara bağlanması ve bankanın tasfiyesi hakkında karar verilmesi gibi çeşitli konularda görev ve yetkileri bulunmaktadır.

Banka Meclisi: Bankanın karar organı olarak görev yapan Banka Meclisi, başkan ile genel kurulca seçilecek altı üyeden oluşur. Meclis üyelerinin görev süreleri üç yıl olup, bunların 1/3'ü her yıl yenilenir.

Banka Meclisinin; tedavüldeki paraların değiştirilmesinden, reeskont, iskonto ve faiz oranlarının belirlenmesine, mevduat vade ve türlerinin tespitinden, altın ve döviz rezervlerinin yönetimine, bankanın kredi şartları ve limitlerinin belirlenmesinden, ihtiyaç duyulan gayri menkullerin alım ve satımına kadar birçok konuda görevleri bulunmaktadır.

Denetleme Kurulu: Hissedarlar tarafından iki yıllık bir süre için seçilen ve dört üyeden oluşan Denetleme Kurulu, bankanın bütün muamele ve işlemlerini denetler.

Yönetim Komitesi: Başkanın başkanlığı altında, başkan ve dört başkan yardımcısından oluşan Yönetim Komitesi, başkanlıktan sonra gelen karar ve icra organıdır.

Para Politikası Kurulu: Başkanın başkanlığı altında, Başkan Yardımcıları, Banka Meclisince üyeleri arasından seçilecek bir üye ve Başkanın önerisi üzerine müşterek kararla atanacak bir üyeden oluşur. Hazine Müsteşarı veya belirleyeceği Müsteşar Yardımcısı toplantılara oy hakkı olmaksızın katılabilir. Para Politikası Kurulunun;

- Fiyat istikrarını sağlamak amacıyla para politikası ilke ve stratejilerinin belirlenmesi,
- Para politikası stratejisi çerçevesinde Hükûmetle birlikte enflasyon hedefinin belirlenmesi,
- Para politikası hedefleri ve uygulamaları konusunda belirli dönemler itibarıyla raporlar hazırlayarak Hükûmetin ve belirleyeceği esaslar doğrultusunda kamuoyunun bilgilendirilmesi,
- Hükûmetle birlikte Türk lirasının iç ve dış değerini korumak için gerekli tedbirlerin alınması ve yabancı paralar ile altın karşısındaki muadeletini tespit etmeye yönelik kur rejiminin belirlenmesi gibi görev ve yetkileri bulunmaktadır.

T.C. Merkez Bankasının Görev ve Yetkileri

4651 sayılı kanunla yapılan düzenlemelere göre bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Bu amacı gerçekleştirmek için banka uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler. Bununla

4651 sayılı kanunla yapılan düzenlemelere göre; bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Bu amacı gerçekleştirmek için banka uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı politika araçlarını doğrudan kendisi belirler.

birlikte fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla banka, hükûmetin büyüme ve istihdam politikalarını da destekler.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının, 1211 Sayılı Kanunun 4651 sayılı kanun ile değiştirilen şekline göre, temel görev ve yetkileri ilgili başlıklar altında aşağıdaki gibi açıklanabilir.

Görevleri

T.C. Merkez Bankasına yasayla verilen görevler şunlardan ibarettir:

- Açık piyasa işlemleri yapmak,
- Hükûmetle birlikte Türk lirasının iç ve dış değerini korumak için gerekli tedbirleri almak ve yabancı paralar ile altın karşısındaki muadeletini tespit etmeye yönelik kur rejimini belirlemek.
- Türk lirasının yabancı paralar karşısındaki değerinin belirlenmesi için döviz ve efektiflerin vadesiz ve vadeli alım ve satımı ile dövizlerin Türk lirası ile değişimi ve diğer türev işlemlerini yapmak,
- Bankaların ve Bankaca uygun görülecek diğer mali kurumların yükümlülüklerini esas alarak, zorunlu karşılıklar ve umumi disponibiliteler ile ilgili usul ve esasları belirlemek,
- Reeskont ve avans işlemleri yapmak,
- Altın ve döviz rezervlerini yönetmek,
- Türk lirasının hacim ve tedavülünü düzenlemek, ödeme ve menkul kıymet transferi ve mutabakat sistemleri kurmak, kurulmuş ve kurulacak sistemlerin kesintisiz işlemlerini ve denetimini sağlayacak düzenlemeleri yapmak, ödemeler için elektronik ortam da dâhil olmak üzere kullanılacak yöntemleri ve araçları belirlemek,
- Finansal sistemde istikrarı sağlayıcı ve para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri almak,
- Mali piyasaları izlemek,
- Bankalardaki mevduatın vade ve türleri ile özel finans kurumlarındaki katılma hesaplarının vadelerini belirlemek.

Yetkileri

Yasayla T.C. Merkez Bankasına tanınan yetkiler şunlardır:

- Türkiye’de banknot ihracı imtiyazı tek elden Bankaya aittir.
- Banka, Hükûmetle birlikte enflasyon hedefini tespit eder, buna uyumlu olarak para politikasını belirler. Bu anlamda para politikasının uygulanmasında tek yetkili ve sorumludur.
- Fiyat istikrarını sağlamak amacıyla kanunda belirtilen para politikası araçlarını kullanmaya, uygun bulacağı diğer para politikası araçlarını da doğrudan belirlemeye ve uygulamaya yetkilidir.
- Banka, olağanüstü hâllerde ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonunun kaynaklarının ihtiyacı karşılamaması durumunda, belirleyeceği usul ve esaslara göre bu Fona avans vermeye yetkilidir.
- Banka, nihai kredi mercii olarak bankalara kredi verme işlerini yürütür.
- Banka, bankaların ödünç para verme işlemlerinde ve mevduat kabulünde uygulayacakları faiz oranlarını, belirleyeceği usul ve esaslara göre bankalardan istemeye yetkilidir.
- Banka, mali piyasaları izlemek amacıyla bankalar ve diğer mali kurumlardan ve bunları düzenlemek ve denetlemekle görevli kurum ve kuruluşlardan gerekli bilgileri istemeye ve istatistiki bilgi toplamaya yetkilidir.

T.C. MERKEZ BANKASININ İŞLEMLERİ

T.C. Merkez Bankasının bankalar (kredi kurumları olarak) başta olmak üzere, ekonomide çeşitli kesimlere yönelik işlemleri bulunmaktadır. Bunları genel başlıklar altında aşağıdaki gibi açıklayabiliriz.

Reeskont İşlemi

Bankalar tarafından önceden iskonto edilmiş senetlerin Merkez Bankasına sunulması, Merkez Bankasının da bu senetleri tekrardan iskontaya tabi tutarak, karşılığında ilgili bankalara kredi vermesi işlemine “reeskont işlemi” denir. Reeskont işleminde uygulanan faiz oranı ise “reeskont oranı” olarak adlandırılır.

Merkez Bankası reeskont oranlarını artırıp, azaltmak suretiyle ticari bankaların kendisinden ödünç alma eğilimlerini etkileyebilir. Bu bağlamda reeskont oranlarının artması, bankaların merkez bankasından olan ödünç alma eğilimini azaltırken, reeskont oranlarının düşmesi, bankaların ödünç alma eğilimlerinin yükselmesine neden olmaktadır.

1211 Sayılı Yasa, para ve kredi politikalarının yürütülmesinde, Merkez Bankasına, modern merkez bankacılığının gerektirdiği araçları kullanma imkânını vermiştir. Yasaya göre Merkez Bankasının, işlemlerinde uygulayacağı reeskont, iskonto ve faiz oranlarını, hükûmetçe izlenen ekonomik politikaları da göz önünde bulundurarak tespit etmek hakkı bulunmaktadır. İlgili yasada bu şekilde belirtilmiş olmasına rağmen, uygulamada bazı sorunlar ortaya çıkmış ve 1980’li yılların sonuna kadar çeşitli nedenlerden dolayı reeskont politikası etkin bir araç olarak kullanılamamıştır.

TCMB, 1989 yılı sonuna kadar reeskonta kabul ettiği senetler karşılığında, bankalara orta ve uzun vadeli kredi açmaktaydı. Ancak, Banka Meclisinin 26.11.1989 tarihinde almış olduğu kararla bu uygulamaya son verilmiştir. Bu bağlamda 1990 yılının başından itibaren TCMB’ce her bankaya öz kaynağı, mevduatları ve plasmanlarıyla orantılı olarak belirlenecek bir limit dâhilinde kısa vadeli bir iskonto penceresi açılmıştır. Buna göre bankalar, likiditeye ihtiyaç duydukları zaman kısa vadeli (en çok üç ay vadeli) senetlerini iskonto ettirebilmektedirler. Bu yöntem ve diğer bazı uygulamalarla, reeskont aracına etkin bir para politikası için gerekli olan esneklik kazandırmaya çalışılmıştır.

Uygulamada TCMB, muteber saydığı asgari üç imzayı taşımak ve vadelerine en çok 120 gün kalmış olmak şartıyla ve kendi belirleyeceği esaslar dâhilinde bankalar tarafından verilecek ticari senet ve vesikaları reeskonta kabul edebilir. Reeskonta kabul edilecek ticari senet türleri ve diğer koşullar Bankaca belirlenir. Bu kapsamda verilecek kredilerin üst sınırı ve kredi türlerine göre limitleri, para politikası ilkeleri göz önünde tutulmak suretiyle Banka tarafından belirlenir.

Karşılık Oranları İşlemleri

Bankalar kendilerine yatırılan mevduatın kanunen belirlenen bir oranını zorunlu karşılık olarak ayırmak durumundadırlar. Zorunlu karşılık olarak tutulan bu miktar, bankaların fonlarından kullanamadıkları miktarı göstermektedir. Zorunlu karşılık oranlarının değişmesi, bankacılık sisteminin kullanabileceği fon miktarının belirlenmesi açısından önem taşımaktadır. Bankaların ödünç verilebilir fonlarını etkilemek için kullanılan zorunlu karşılıklar, Merkez Bankasınca belirlenmektedir. Zorunlu karşılıklar başlangıçta mevduatların korunması amacıyla düşünülmüş, ancak yaşanan süreç içinde bu araç para politikasının etkin bir aracı konumuna gelmiştir.

TCMB, 1980’li yılların sonuna kadar çeşitli nedenlerden dolayı reeskont politikasını etkin bir araç olarak kullanamamıştır.

Mevduat zorunlu karşılık oranlarının değiştirilmesi suretiyle bankacılık sisteminin kullanılabilir fonları ve kaydi para yaratma imkânı üzerinde etkili olmak amaçlanır. Günümüzde bankaların ayırdıkları zorunlu karşılıkların en önemli işlevi, bir para arzı kontrol aracı olmasıdır. Zorunlu karşılık oranlarının yükseltilmesi, ekonomideki para arzında bir azalışa, zorunlu karşılık oranlarının düşürülmesi ise para arzında artışa neden olmaktadır.

İnterbank (Bankalararası Para Piyasası) İşlemleri

Bankalararası para piyasasının yönlendirilmesi, para politikası bakımından merkez bankasına yeni bir araç sağlamıştır. Merkez Bankası bu imkâna 1986 yılında yapılan bir düzenleme ile kavuşmuştur. Buna göre bankalar, Merkez Bankası yönetiminde oluşan “İnterbank piyasası”ndaki arz ve talebe göre kısa vadeli fon ihtiyaçlarını giderebilmektedirler. Aynı zamanda, fon fazlası olan ve kısa süreli olarak bu fonu değerlendirmek isteyen bankaların istekleri de yine bu piyasada giderilebilmektedir.

Para ve Kredi İşlemleri

TCMB, son kredi mercii olma özelliğine bağlı olarak, ödeme sisteminde aksamalara neden olabilecek geçici nitelikteki likidite sıkışıklıklarını ve teknik nedenlerle ödeme sorunlarını gidermek amacıyla sisteme, teminat karşılığında gün içi veya gün sonu kredi imkânı sağlamaktadır. Ayrıca TCMB, bankacılık sisteminde ortaya çıkan belirsizlik ve güvensizliğe bağlı olarak fon çekilişlerinin hızlanması hâlinde, haklarında belirsizlik ve güvensizlik oluşan bankalara, fon çekilişlerini karşılayacak miktarda kredi vermektedir.

TCMB bazı durumlarda TMSF (Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu) ile birtakım ilişkiler içerisinde olmaktadır. Buna göre; Merkez Bankası olağanüstü hâllerde ve TMSF kaynaklarının ihtiyacı karşılamaması durumunda, BDDK (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu)’nın talebi üzerine bu Fona (TMSF) avans verebilmektedir. Verilen avansın vade, tutar, geri ödeme şekil ve şartları ile uygulanacak faiz oranı gibi hususlar BDDK’nın görüşü alınarak, TCMB tarafından belirlenmektedir.

Ayrıca bankacılık sisteminde faaliyet gösteren bankalar, zaman zaman bazı konularda TCMB’yi bilgilendirmek durumundadırlar. Buna göre sistemde yer alan bankalar, kredi verme işlemleri ve mevduat kabulünde uygulayacakları faiz oranlarını belirlenecek esaslara göre TCMB’ye bildirmek durumundadır. Merkez Bankası, bankalardaki mevduatın vade ve türleri ile özel finans kurumlarındaki katılma hesaplarının vadelerinin belirlenmesinde de etkin bir rol oynamaktadır.

Hükûmetle İlgili İşlemleri

Günümüz merkez bankaları hükûmetlere de birtakım bankacılık hizmetleri sunmaktadır. Aynı zamanda merkez bankaları Hazine’nin ana hesabını tutarak hükûmetin mali ajanı ve haznedarı olarak hareket etmektedir.

TCMB’nin hükûmetle olan işlemleri ekonomik danışmanlık ve haznedarlık olmak üzere iki boyutlu olarak incelenebilir. Bu anlamda TCMB hükûmetin mali ve ekonomik müşaviri, mali ajanı ve haznedarıdır. Banka, Hükûmetin mali ve ekonomik istişare organıdır. Bankanın hükûmetle ilişkisi, Başbakan aracılığı ile sağlanmaktadır. Merkez Bankası Kanunun 41. maddesinde “Hazine ve katma bütçeli idarelerle, özel idare ve belediyelere ait paraların, kurulu olduğu mahallerde Bankaya, kurulu bulunmadığı yerlerde muhabirlerine yatırılmasının zorunlu olduğu ve Bankanın bu tevdiata faiz ödemeyeceği” hükme bağlanmıştır. Kamu ödemelerinin

yapıldığı hazine hesabının merkez bankaları tarafından tutulmasının sakıncası, hazine gelir ve giderlerindeki dalgalanmaların arttığı dönemlerde, merkez bankalarının likidite kontrolünü zorlaştırabilmesidir.

TCMB, para ve kredi politikaları başta olmak üzere, finansal sistemle ilgili olarak belli konularda hükûmete görüş bildirmektedir. Bilindiği gibi Merkez Bankası, finansal sistemle ilgili her türlü bilgiyi çok kısa zamanda toplayabilmekte ve değerlendirebilmektedir. Bu bağlamda Banka, finansal piyasalarda faaliyet gösteren kuruluşlarla ilgili bu bilgileri, bunların mali piyasalar üzerindeki olumlu veya olumsuz etkilerini de içerecek şekilde Hükûmete aktarmaktadır. Bu durum Merkez Bankasının aynı zamanda Hükûmete görüş veren bir danışma mercii olduğunu da göstermektedir. Bunun yanında Merkez Bankası, bankalar ve uygun göreceği diğer finansal kurumlar hakkındaki görüş ve tespitlerini, Başbakanlık ile ilgili kurum ve kuruluşları düzenleme ve denetleme yetkisine sahip kuruluşlara (BDDK) bildirebilmektedir.

Açık Piyasa İşlemleri

Açık piyasa işlemleri (APİ), merkez bankalarının içinde yer aldıkları ulusal ekonomilerde, para arzı miktarını düzenlemek için, hazine bono ve tahvilleri ile özel kesime ait çeşitli tahvil ve senetleri alıp satması işlemleridir. Ancak uygulamada APİ çerçevesinde genellikle kamuya ait menkul kıymetler alınıp satılmaktadır. Merkez bankaları, ekonomideki para arzını artırmak istediklerinde piyasadan bu kıymetleri satın alarak karşılığında piyasaya para sürmekte, para arzını daraltmak istediklerinde ise ellerindeki kıymetleri satarak, bunların karşılığı kadar parayı piyasadan çekmektedirler.

Açık piyasa işlemleri 1211 Sayılı Merkez Bankası kanununda yer almasına rağmen, kullanımı ancak 1986 yılında yapılan bir düzenleme ile mümkün olabilmektedir. Açık piyasa işlemlerinin etkin şekilde işlemesi, gelişmiş bir sermaye piyasasının varlığına bağlıdır. Sermaye piyasalarının gelişmediği ekonomilerde açık piyasa işlemlerinden beklenen faydalara ulaşılamaz. Para ve sermaye piyasalarının yeterince gelişmemesi, ülkemizde 1980'li yılların sonlarına kadar açık piyasa işlemlerinin uygulanmasını engellemiştir. Ülkemizde açık piyasa işlemlerine Şubat 1987 tarihinden itibaren, genel hatlarıyla ABD Merkez Bankasının (Federal Reserve Bank) uyguladığı sistem örnek alınarak başlanmıştır. 1994 yılında yapılan bir düzenlemeye bağlı olarak, önceleri sadece bankalara tanınan açık piyasa işlemleri yapma izni aracı kurumlara da verilmiştir.

Açık piyasa işlemlerinin amacı, 1211 Sayılı TCMB Kanununun 52. maddesi uyarınca, para arzını ve ekonominin likiditesini düzenlemektir. Bu amacı gerçekleştirmek üzere, TCMB bünyesinde açık piyasa portföyü oluşturulmuştur. Bu portföyün limiti yapılacak açık piyasa işlemlerinin yoğunluğuna bağlı olarak artırılabilir.

2001 yılında yapılan yasal düzenleme ile açık piyasa işlemlerinde değişiklikler yapılmıştır. Bu değişiklikler yapılmadan önce açık piyasa işlemleri portföyüne dâhil edilebilecek kıymetlerin vadeleri bir yıl ile sınırlandırılırken, değişiklikle bu sınır kaldırılmıştır. Böylece bir yıldan uzun vadeli kıymetlerle de açık piyasa işlemi yapılarak, işlemlere esneklik kazandırılmıştır.

Merkez Bankası açık piyasa işlemlerini yürütmek ve bu anlamda ekonomide para arzını ve likiditeyi düzenlemek amacıyla, kendi nam ve hesabına çeşitli kıymetleri alıp satabilmektedir. Bu kıymetler;

Açık piyasa işlemleri, 1211 Sayılı Merkez Bankası kanununda yer almasına rağmen, kullanımı ancak 1986 yılında yapılan bir düzenleme ile mümkün olabilmektedir.

Açık piyasa işlemlerinin amacı; 1211 Sayılı TCMB Kanununun 52. maddesi uyarınca, para arzını ve ekonominin likiditesini düzenlemektir.

- Her türlü devlet iç borçlanma senetleri, kamu idare ve kuruluşlarının tahvilleri,
- Ödenmiş sermayeleri en az ₺500 milyon olan anonim şirketlerin borsaya kayıtlı tahvilleri, SPK tarafından ihraç izni verilmiş borç senetleri,
- Banka mevduat sertifikaları,
- Vadelerine en çok 120 gün kalmış gelir ortaklığı senetleri ve kâr zarar ortaklığı belgelerinden oluşmaktadır.

Bu konuda 2001 yılında yapılan başka düzenleme ise kullanılacak araç türlerinde karşımıza çıkmaktadır. Buna göre merkez bankası, açık piyasa işlemleri çerçevesinde kendi nam ve hesabına vadesi 91 günü aşmayan, ikincil piyasada alınıp satılabilen likidite senetleri ihraç edebilmektedir. Böyle bir aracın ihraç yetkisinin verilmesi, bankanın oluşturduğu portföyün likidite yönetiminde yeterli olmaması durumunda, alternatif bir araç yaratılması içindir.

Merkez bankası; doğrudan alım, doğrudan satım, repo ve ters repo yöntemlerinden birini kullanarak açık piyasa işlemlerini gerçekleştirmektedir.

Altın ve Döviz İşlemleri

TCMB, uygulanan para politikası çerçevesinde, Türk lirasının yabancı paralar karşısındaki değerini belirlemek amacıyla, vadeli ve vadesiz her çeşit döviz alıp satılabilmektedir. Ayrıca banka şartları önceden belirlenmek suretiyle dövizlerin Türk lirası ile değişimi gibi çeşitli diğer türev işlemleri de yerine getirmektedir.

TCMB, altın ve döviz rezervlerini para politikası hedefleri ve uygulamaları çerçevesinde yönetmektedir. Bu amaçla TCMB güvenli yatırım, likidite ve getiri önceliklerini dikkate alarak yurt içi ve yurt dışı piyasalarda vadeli ya da vadesiz altın, döviz, menkul kıymet, türev ürün alım satım, borçlanma ve borç verme işlemlerini içeren bankacılık faaliyetlerinde bulunabilmektedir.

T.C. Merkez Bankasının Yapamayacağı İşlemler

T.C. Merkez Bankasının yapamayacağı işlemler yasada belirtilmiştir. Buna göre banka yasada belirtilen aşağıdaki işlemleri yapamaz:

- 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, kanunla yetki verilen işlemler dışında avans veremez ve kredi açamaz.
- Vereceği avans ve açacağı krediler ise teminatsız veya karşılıksız olamaz.
- Her ne şekilde olursa olsun kefil olamaz ve doğrudan kendisi ile ilgili işlemler dışında teminat veremez.

Bilindiği gibi merkez bankalarının temel amacı, fiyat istikrarını sağlamaktır. Bu anlamda fiyat istikrarının sağlanabilmesinin önündeki en önemli engellerden biri, Hazine ile diğer kamu kurum ve kuruluşlarına avans verilmesi ve kredi açılmasıdır. Bu tür krediler ekonomide parasal genişlemeye yol açmakta ve dolayısıyla da enflasyon düzeyini yükseltmektedir.

Merkez bankalarının bağımsızlığının en temel göstergelerinden biri de hazine ve kamu kuruluşlarına kredi açma zorunluluklarının olmamasıdır. Bu nedenle “ekonomik bağımsızlık” olarak ifade edilen, merkez bankalarının hazineye avans vermemesi ve kamu kurum ve kuruluşlarına kredi açmaması hususu, günümüz merkez bankacılığına yön veren öncelikli ilkeler içindedir.

Özet



Merkez bankacılığının tanımı ve gelişimini açıklayabilmek

Merkez bankaları, içinde yer aldıkları ülkedeki bankacılık ve parasal yapının düzenleyicisidirler. Genel olarak banknot ihracı, para piyasasının denetlenmesi ve düzenlenmesi gibi amaçlarla kurulmaları nedeniyle çağdaş ekonomilerin vazgeçilmez kurumları arasındadırlar. Merkez bankalarının önemi, ekonomik yapıyı ve politikaları etkileme, aynı zamanda yönlendirme konusundaki güçlerinden kaynaklanmaktadır. Özellikle altın para sisteminin kalkması ve para sistemlerinin banknota dayanması merkez bankalarının önemini artırmıştır. Para yaratan kurumların başında gelen ve her ülkenin finansal sistemi içinde faaliyet gösteren kurumlar arasında ilk sırada yer alan merkez bankaları, genel anlamda bankaların bankası olarak da tanımlanabilir. Merkez bankasının kısa ve aynı zamanda üstlendiği fonksiyonları tam olarak açıklığa kavuşturabilecek bir tanımını yapmak oldukça güçtür. Bununla birlikte yine de merkez bankasının tanımı kendisine yüklenen fonksiyonlara göre yapılabilir. Bu bağlamda merkez bankaları; ekonomilerde likidite derecesi çok yüksek olan kâğıt parayı yaratan, para ve bankacılık sisteminde aktif roller üstlenen finansal kuruluşlar olarak tanımlanabilir. Fonksiyonel anlamda yapılacak başka bir tanımlama ise şöyledir: Merkez bankası; para basmak, para piyasasını denetlemek, altın stokları ve döviz rezervlerini düzenlemek ve yönetmek, fiyat istikrarını sağlamak gibi işlevleri yerine getirmek üzere devletin kurduğu ya da kurulmasına öncülük ettiği bir banka türüdür.

Dünyada merkez bankacılığı, bazı ticaret bankalarının banknot ihraç etmek ve devletin hazine darlığını yapmak üzere şekil ve işlev değişikliğiyle doğmuştur. İlk zamanlar banknot ihracı işlevi, özel veya karma sermayeli bir ya da birkaç ticaret bankası tarafından yerine getirilmekteydi. Banknot ihracı işlevinin zamanla kamu hizmeti niteliğinin anlaşılması, devletlerin bankacılık faaliyetlerinin daha düzenli bir şekilde yürütülmesini kontrol etmek istemeleri, ulusal ekonomiler içinde bu işleri yapacak tek bir merkez bankasının kurulmasına neden olmuştur. Merkez banka-

cılığı işlevlerinin ticaret bankalarından alınmasını takip eden süreç içinde, hemen her ülkede bu işlevi yapacak bir merkez bankasının oluşturulması yoluna gidilmiştir.



Temel merkez bankacılığı fonksiyonlarını listele-yebilmek

Önceleri ekonominin ihtiyacı olan paranın basımı ve dağıtımı, merkez bankalarının tek ve yegâne görevi olarak kabul edilmekteydi. İlerleyen dönemlerde ortaya çıkan para ve kredi politikalarını kullanma şeklindeki değişiklikler merkez bankasının fonksiyonlarının artmasına ve çeşitlenmesine neden olmuştur. Günümüz merkez bankaları artık çağdaş ekonomilerde birçok işlevi yerine getiren kurumlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Öyleki artık merkez bankaları “bankaların bankası” şeklinde formüle edilen görünümünden çok, tüm finansal sistemi etkileyen bir kurum konumundadır. Her ülkenin ekonomik yaşamdaki farklı deneyimleri, merkez bankalarının fonksiyonlarının da ülkeden ülkeye farklılıklar göstermesine neden olmaktadır. Bununla birlikte hemen her ülkede ortak olan ve modern bir merkez bankasının yerine getirmesi gereken fonksiyonlar bulunmaktadır. Bunlar: Banknot çıkararak ekonominin para ve kredi ihtiyaçlarını karşılamak; finansal sistemin istikrarını sağlamak; son kredi mercii olarak ekonominin kredi hacmini ayarlamak; devletin hazine işlerini ve mali danışmanlığını yapmak; bankaların kasa fazlalıklarını ve mevduat karşılıklarını korumak; bankalar arası alacak ve borçların mahsubunu yapmak; ülkenin altın ve döviz rezervlerini korumak ve uluslararası ödemelerde aracı olmak şeklinde sıralanmaktadır.



Finansal istikrar için merkez bankalarının önemini ifade edebilmek

Merkez bankalarının temel amaçlarından birisinin finansal sektör ile reel sektör arasında yakın ve istikrarlı bir ilişkiyi kurmak ve devamını sağlamak olduğu yönünde genel kabuller bulunmaktadır. Bunun nedeni, finansal sistemde meydana gelebilecek bir istikrarsızlığın, hızlı bir şekilde reel ekonomiyi etkileyebilmesidir. Aynı zamanda

ekonominin reel yapısında meydana gelen değişiklikler de finansal sistem üzerinde önemli etkilere sahiptir. Bu bağlamda finansal istikrarın sağlanması ve korunması hedefi, geçmiş yıllara kıyasla merkez bankaları açısından oldukça önemli hâle gelmiştir. Finansal istikrar kavramından anlaşılmalı; istikrarlı bir finansal ortam, finansal piyasaya katılımcılarının istikrarlı hareket etmeleri ve istikrarlı bir ödeme sistemidir. Bu üç alandaki istikrar, aynı zamanda sağlıklı ve istikrarlı bir şekilde faaliyet gösteren bir finansal sistemin geliştirilmesinde gerekli olan unsurlardır. Finansal istikrarın sağlanması amacı, finansal sistemin ve bunun en temel unsuru olan bankacılık sektörünün oldukça iyi değerlendirilmesini ve analiz edilmesini gerektirmektedir. Merkez bankalarının elinde bulunan makro düzeydeki finansal araçlar ve para politikası uygulamaları, finansal istikrarın sağlanması amacına yönelik önemli katkılar sağlamaktadır. Bunun yanında gözetim ve denetim alanındaki politika ve uygulamaların da finansal istikrar açısından oldukça önemli etkileri bulunmaktadır. Ayrıca merkez bankalarının, finansal yapıdaki sistemik risk yaratıcı faktörleri dikkatli bir şekilde algılamaları ve bu risk faktörlerinde değişimler ortaya çıktığı zaman, sonuçlarını değerlendirmeleri son derece önemlidir. Merkez bankalarının finansal istikrar hedefini sağlamaya yönelik çabalarında dikkat etmeleri gereken bazı ilkeler bulunmaktadır. Bunlar: Sorumluluğun bireysel bazda kurumlar yerine genel olarak piyasalara verilmesi; ödeme sisteminin etkin ve sorunsuz çalışmasının sağlanması; ihtiyaç duyulduğunda belirli koşullar altında piyasaya likidite sağlanması şeklinde sıralanmaktadır.



Merkez bankalarının bağımsızlığı kavramını açıklayabilmek

Merkez bankalarında bağımsızlık konusunun gündeme gelmesinin çeşitli nedenleri bulunmaktadır. Bunlar: 1980'li yıllarda ekonomilerde görülen enflasyon süreci; iç ve dış borçlanmanın sürdürülebilir ölçülerden uzaklaşması; makroekonomik istikrarsızlıklar ve hükümetlerin çözüm diye uyguladıkları popülist politikalar, olarak sıralanmaktadır. Ayrıca para politikalarının politik süreçten ayrılması fikri de merkez bankalarının bağımsızlık tartışmalarına yeni bir boyut getirmiştir. Merkez bankasında bağımsızlık, bankanın

fiyat istikrarını sağlamaya yönelik uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı parasal araçları kendi kararları ile seçmesi ve uygulamasıdır. Kurumsal anlamda bağımsız bir merkez bankası, politik müdahalelere maruz kalmaksızın para politikasını uygulayabilmelidir. Diğer yandan mali ve idari özerkliğe sahip olmak, merkez bankası bağımsızlığında bir ölçüt olarak oldukça önemlidir. Literatürde merkez bankasının bağımsızlığı; siyasi iktidardan bağımsızlık, başka bir deyişle hükümetin merkez bankası üzerinde etkinliğinin kalmaması olarak yorumlanmaktadır. Bu bağlamda merkez bankasının bağımsızlığından söz edilebilmek için bankanın parasal istikrarı sağlama görevini yerine getirirken, siyasi otoriteden direktif almaması gerekmektedir. Bir başka deyişle merkez bankasının bağımsızlığının birincil koşulu para politikasına ilişkin temel kriterleri belirleme ve uygulamada serbesti içinde olmasıdır. Merkez bankalarının bağımsızlığı konusunda temelde iki kriter bulunmaktadır. Bunlar politik ve ekonomik kriterlerdir. Bunlardan birincisi merkez bankasının politik bağımsızlığı olup, bankanın hedeflerini hükümetin etkilerinden uzak olarak belirleyebilmesidir. İkincisi ise ekonomik bağımsızlık olup, sınırlamalar olmaksızın bankanın para politikası araçlarını seçebilmesi ve kullanabilmesini ifade etmektedir.



Türkiye'de merkez bankacılığını irdeleyebilmek

Türkiye'de cumhuriyet öncesi dönemde merkez bankacılığı fonksiyonlarını yerine getiren ilk banka, yabancı sermaye ile kurulmuş olan "Osmanlı Bankası"dır. Bankaya imparatorluk döneminde banknot çıkarma ve devletin hazine işlerini yürütme görevleri verilmiştir. Osmanlı Bankasının gerçek bir merkez bankası niteliğine sahip olup, olmadığı konusu tartışmalıdır. Banka, bir merkez bankasından beklenen, ekonominin likiditesini ve kredi hacmini ayarlama ve denetleme işlevlerini yerine getirmemiştir. Osmanlı Bankası esas itibarıyla bir ticaret bankası olarak faaliyet göstermiş, devletin hazinedarlığı ve mali ajanlığını kısmen yerine getirmekle birlikte, devletin gereksinimlerinden çok bankanın kârlılığı ön planda olmuştur. Osmanlı Bankası cumhuriyetten sonra da bir süre merkez bankası görevini yürütmeye devam etmiştir. Ancak devletin yeni yapısı içinde bir yabancı bankanın merkez bankası olarak gö-

rev yapmasına karşı tepkiler artınca, millî bir merkez bankasının kuruluş çalışmalarına başlanmıştır. Bu çalışmalar sonucunda, 30 Haziran 1930 tarihinde çıkarılan 1715 Sayılı Yasa ile TCMB kurulmuş ve banka faaliyete 3 Ekim 1931 tarihinde geçmiştir. TCMB T15 milyon sermayeli ve banknot ihracı imtiyazına sahip, bir anonim ortaklık olarak kurulmuştur. Çeşitli grupların bankaya katılımı sağlanmak suretiyle TCMB yönetimine bir özerklik verilmiştir. Bu anlamda banka tamamen devlet sermayesiyle kurulmamış, özel sektörün de sermayeye katılımı sağlanmıştır. 1715 sayılı T.C. Merkez Bankası Yasası 1970 yılında değiştirilmiş ve 1211 sayılı yeni yasa uygulanmaya başlanmıştır. Buna göre TCMB'nin organizasyonu yeniden düzenlenmiş ve bankaya yeni yetki ve görevler verilmiştir. Yeni yasanın getirdiği en önemli değişikliklerden birisi de banka sermayesi içindeki Hazine payının %15'den %51'e çıkarılması olmuştur. Eski kanuna göre Hazinenin payı %15 olarak belirlenmiş ve bunun en çok %25'e kadar artırılabilceği hükme bağlanmış iken, yeni yasada Hazine payının %51'den az olamayacağı kararlaştırılmıştır. Bunun sonucunda Merkez Bankasının devlete karşı bağımsız ve özerk bir yapıda olması ilkesinden vazgeçilmiştir. 1980'li yıllar Türkiye'de ekonomik bir dönüşümün yaşandığı yıllar olmuştur. Ortaya çıkan gelişmelere bağlı olarak TCMB'ye yeni birtakım görev ve sorumluluklar yüklenmiştir. TCMB finansal sistemdeki gelişmelere öncülük etmiş ve etkin bir para politikası yürütebilmek için yeni yöntemler geliştirmiştir. Bunlardan en önemlisi ise para politikası aracı olarak "açık piyasa işlemleri"ni kullanması olmuştur. Böylece Merkez Bankası piyasadaki likidite ve faizler üzerinde etkili olan aktif bir araçta kavuşmuştur. 2001 yılında kabul edilen 4651 sayılı kanun ile T.C. Merkez Bankasının bazı görev ve işlevlerinde değişiklikler yapılmıştır. Buna göre: Bir bağımsızlık ölçütü olarak, Merkez Bankasının temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu ve bankanın, para politikasının belirlenmesi ve uygulamasında tek yetkili ve sorumlu olduğu hükme bağlanmıştır. Banka, fiyat istikrarını sağlamak ve enflasyonla mücadele edebilmek için, günümüz çağdaş merkez bankacılığında kullanılan, para politikası araçlarını belirleme ve kullanma konusunda görevli ve yetkili kılınmıştır. Hazineye ve kamu sektörüne avans ve

kredi verilmesi uygulaması kaldırılmış, Hazine ile kamu kuruluşlarının ihraç ettiği borçlanma araçlarının birincil piyasadan satın alınması yasaklanmıştır. Hükûmetin büyüme ve istihdam politikalarının, fiyat istikrarı amacıyla çelişmemek kaydıyla desteklenmesi öngörülmüştür. Başkan ve yardımcılarının atanması, görev süreleri ve görevden alınamamaları konularındaki düzenlemelerle bağımsızlık kriterleri ortaya konulmuştur. Bankanın para politikasının belirlenmesi ve uygulanmasında, şeffaflığı ve para politikası kararlarında hesap verilebilirliği artırılmıştır.



T.C. Merkez Bankasının işlemlerini açıklayabilmek

T.C. Merkez Bankasının bankalar (kredi kurumları olarak) başta olmak üzere, ekonomide çeşitli kesimlere yönelik işlemleri bulunmaktadır. Bunlar: Reeskont işlemi; karşılık oranları işlemleri; interbank işlemleri; para ve kredi işlemleri; hükûmetle ilgili işlemler; açık piyasa işlemleri; altın ve döviz işlemleri, gibi başlıklar altında toplanmaktadır.

Kendimizi Sınavalım

1. “Merkez bankalarının önemi,etki-
leme, aynı zamanda yönlendirme konusundaki güçle-
rinden kaynaklanmaktadır”.

Yukarıda noktalı yere gelecek en doğru ifade aşağıda-
kilerden hangisidir?

- a. Ekonomik yapıyı ve politikaları
- b. Yatırım kararlarını
- c. İşletmeleri
- d. Bireyleri
- e. Toplumu

2. Aşağıdakilerden hangisi, fonksiyonel olarak yapılan
bir merkez bankası tanımında **yer almaz**?

- a. Para basma
- b. Para piyasasını denetleme
- c. Fiyat istikrarını sağlama
- d. Altın ons ayarını yapma
- e. Döviz stoklarını yönetme

3. Aşağıdakilerden hangisi, gerçek anlamda ilk merkez
bankası olarak kabul edilmektedir?

- a. Hollanda merkez bankası
- b. İngiltere merkez bankası
- c. Finlandiya merkez bankası
- d. Japonya merkez bankası
- e. Fransa merkez bankası

4. Aşağıdakilerden hangisi, “sermaye yapılarına göre”
yapılan bir merkez bankası sınıflandırması içinde **yer
almaz**?

- a. Sermayesinin tamamı devlete ait olan merkez
bankaları
- b. Sermayelerinin bir bölümü devlete, diğer bölü-
mü de özel kişilere ait olan merkez bankaları
- c. Sermayelerinin tamamı ticaret bankalarına ait
olan merkez bankaları
- d. Sermayeleri devlet, özel kişiler ve ticaret banka-
larınca oluşturulan merkez bankaları
- e. Sermayelerinin tamamı sigorta şirketlerine ait
olan merkez bankaları

5. Aşağıdakilerden hangisi geçmişten günümüze mer-
kez bankalarının en vazgeçilmez işlevidir?

- a. Bankalararası alacak ve borç mahsubu
- b. Döviz yönetimi
- c. Ekonominin ihtiyacı olan paranın basımı ve
dağıtımı
- d. Bankaların kasa fazlalıklarını koruma
- e. Hazineye borç verme

6. Aşağıdakilerden hangisi, Merkez bankalarında ba-
ğımsızlık konusunun gündeme gelmesinin nedenleri
arasında **yer almaz**?

- a. 1980’li yıllarda ekonomilerde görülen enflasyo-
nist süreç
- b. Hükûmetlerin merkez bankaları üzerinde baskı
kurmaya çalışması
- c. Makroekonomik istikrarsızlıklar
- d. Hükûmetlerin uyguladıkları popülist politikalar
- e. Faiz oranlarının düşürülmeye çalışılması

7. “Merkez bankasının bağımsızlığından söz edilebil-
mek için bankanın parasal istikrarı sağlama görevini ye-
rine getirirken,.....gelmektedir”

Yukarıdaki boşluğa en uygun ifade aşağıdakilerden
hangisidir?

- a. Para arzını sabit tutması
- b. Hükûmete tabi olması
- c. Başbakana bağlı olması
- d. Siyasi otoriteden direktif almaması
- e. Kararlarında istikrarlı olması

8. “Merkez bankasının kendi politika tercihlerini oluş-
tururken hükûmetin etkisi altında kalmaması durumu-
na” ne ad verilir?

- a. Serbestlik
- b. Ekonomik bağımsızlık
- c. Etkinlik
- d. Politik bağımsızlık
- e. Özerklik

9. “Merkez bankasının para politikası araçlarını hiçbir
engelleme ve kısıtlayıcı uygulamaya tabi olmadan ser-
bestçe kullanabilmesi” durumuna ne ad verilir?

- a. Ekonomik bağımsızlık
- b. Parasal serbestlik
- c. Emisyon
- d. Politik bağımsızlık
- e. Kültürel bağımsızlık

10. Cumhuriyet öncesi dönemde, Türkiye’de merkez
bankacılığı fonksiyonlarını yerine getiren ilk banka aşağı-
dakilerden hangisidir?

- a. Ziraat bankası
- b. Garanti bankası
- c. Emlak bankası
- d. Galata bankası
- e. Osmanlı bankası

Kendimizi Sınavalım Yanıt Anahtarı

1. a Yanıtınız yanlış ise “Merkez Bankacılığı Tanım ve Gelişimi” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
2. d Yanıtınız yanlış ise “Merkez Bankacılığı Tanım ve Gelişimi” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
3. b Yanıtınız yanlış ise “Merkez Bankacılığı Tanım ve Gelişimi” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
4. e Yanıtınız yanlış ise “Merkez Bankacılığı Tanım ve Gelişimi” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
5. c Yanıtınız yanlış ise “Temel Merkez Bankacılığı Fonksiyonları” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
6. e Yanıtınız yanlış ise “Merkez Bankacılığında Bağımsızlık Kavramı” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
7. d Yanıtınız yanlış ise “Merkez Bankacılığında Bağımsızlık Kavramı” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
8. d Yanıtınız yanlış ise “Merkez Bankacılığında Bağımsızlık Kavramı” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
9. a Yanıtınız yanlış ise “Merkez Bankacılığında Bağımsızlık Kavramı” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
10. e Yanıtınız yanlış ise “Türkiye’de Merkez Bankacılığı” konusunu yeniden gözden geçiriniz.

Sıra Sizde Yanıt Anahtarı

Sıra Sizde 1

Dünyada merkez bankacılığı, bazı ticaret bankalarının banknot ihraç etmek ve devletin hazinedarlığını yapmak üzere şekil ve işlev değiştirmesiyle doğmuştur. İlk zamanlar banknot ihracı işlevi, özel veya karma sermayeli bir ya da birkaç ticaret bankası tarafından yerine getirilmekteydi. Bu bağlamda çıkarılan banknotlar kadar banka kasalarında altın bulundurmak zorunluluğu bulunmaktaydı. Ancak ilerleyen dönemde bu zorunluluğun ortadan kalkması ve altın ayarındaki değişimler, devletin konuyla ilgilenmesine ve bu amaçla denetim işlemlerine başlamasına neden olmuştur. Bunun sonucunda yapılan işlemler, devletin denetiminde tek bir bankaya devredilmiştir. Böylece, devletin denetiminde olmak üzere banknot çıkarmak, para piyasalarını denetlemek gibi işlevler merkez bankalarına verilmiştir. Özellikle altın para sisteminin kalkması ve para sistem-

lerinin banknota dayanması merkez bankalarının önemini arttırmıştır. Bugün merkez bankaları, içinde yer aldıkları ülkedeki bankacılık ve parasal yapının düzenleyicisidirler. Banknot ihracı, para piyasasının denetlenmesi ve düzenlenmesi gibi amaçlarla kurulmaları nedeniyle çağdaş ekonomilerin vazgeçilmez kurumları arasındadırlar. Merkez bankalarının önemi, ekonomik yapıyı ve politikaları etkileme, aynı zamanda yönlendirme konusundaki güçlerinden kaynaklanmaktadır.

Sıra Sizde 2

Bilindiği gibi gelişmişlik düzeyi farklılık gösteren birçok ülkede, merkez bankalarının iktisadi örgütlenme içindeki konumu, hükûmetlere karşı sorumluluğu ve genel anlamda bağımsızlığı hep sorgulanmıştır. Yapılan sorgulamalarda merkez bankalarının siyasi iktidarların müdahale alanlarının dışında kalmaları ve özerk kuruluşlar olmaları düşüncesi ön planda olmuştur. Hükûmetler merkez bankalarının kontrolünü hep ellerinde tutmak istemişlerdir. Öyleki süreç içinde hükûmetlerin güçlü kalmak istekleri ile merkez bankaları arasında potansiyel bir mücadele ortaya çıkmıştır. Özellikle 20.yy’ın ilk çeyreğinden itibaren hükûmetler, çeşitli nedenlerle piyasaların işleyişine müdahalelerde bulunmuşlardır. Bu müdahaleler daha çok; istikrarlı büyüme, işsizlik, dış ödemeler dengesinin sağlanması, gelir dağılımı gibi makro hedefler üzerinde yoğunlaşmıştır. Hükûmetler bu müdahalelerde merkez bankalarını, kararları ile yanlarında görmek istemişlerdir. Bu bağlamda merkez bankalarının belirlediği hedef ve araçların, hükûmetin genel ekonomi politikalarına uygun ve tamamlayıcı olması gündeme gelmiştir. Ancak bu süreç ekonomilerde birtakım sorunların oluşmasına ve merkez bankalarının hükûmetlerle olan ilişkilerinin sorgulanmasına neden olmuştur. Merkez bankası işlevlerinin gelişimi daha çok parasal politikalar üzerinde gerçekleşmiştir. Yaşan süreç içinde merkez bankaları finans sektörünün bir temsilcisi olarak, fiyat istikrarının sağlanmasına daha fazla ağırlık vermiştir. Tüm dünyada yüksek enflasyonun ekonomiye ve topluma zarar verdiği ve fiyat istikrarının; ekonomik istikrarın, sürdürülebilir büyüme ve istihdam artışının ön koşulu olduğu kabul edilmektedir. Bir ülkede genellikle fiyat istikrarını tehdit eden iki unsur bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, politika uygulayıcıların ve siyasetçilerin ekonomiyi canlandırmak amacıyla koşullar oluşmadan ekonomiyi kapasitesinin üzerinde çalışmaya zorlamasıdır. Diğeri

ise hükümetlerin kamu açığı vermeleri ve bunu merkez bankası kaynaklarıyla finanse etmek istemeleridir. İlk durumda yaşanan ekonomik hızlanma, kısa vadeli olup uzun vadede sürdürülebilmesi mümkün değildir. İkinci durumun sonucunda ise yüksek enflasyon meydana gelmekte ve uzun vadede düşük büyümeye ve işsizlik artışına neden olmaktadır. Fiyat istikrarını olumsuz şekilde etkileyecek bu koşullar oluştuğunda, merkez bankalarının gerekli uyarıları yapabilmesi ve bu politikaları durdurabilmesi gerekmektedir. Bu da merkez bankalarının bağımsızlığının temelidir. Fiyat istikrarının sağlanması ve enflasyonla mücadelede başarı kazanılması için para politikasının, kısa vadeli hedefler uğruna düşük enflasyon hedefinden vazgeçmeyecek bir kurum tarafından yürütülmesi gerekmektedir. Bu nedenle siyasi etkilerden kaçınarak enflasyonu kontrol etmek, fiyat istikrarını, tam istihdamı ve sürdürülebilir büyümeyi gerçekleştirmek için merkez bankaları, siyasi otoritelerden bağımsız olarak görevlendirilmelidir.

Sıra Sizde 3

2001 yılında kabul edilen 4651 sayılı yasaya bağlı olarak T.C. Merkez Bankasının bazı görev ve işlevlerinde değişiklikler yapılmıştır. Bu değişiklikler genel hatlarıyla aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Merkez Bankasının temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu ve bankanın, para politikasının belirlenmesi ve uygulamasından tek yetkili ve sorumlu olduğu hükmüne bağlanmıştır.
- Banka, fiyat istikrarını sağlama ve enflasyonla mücadelede de etkin olabilmesi için, günümüz çağdaş merkez bankacılığında kullanılan, para politikası araçlarını belirleme ve kullanma konusunda görevli ve yetkili kılınmıştır.
- Hazineye avans ve kredi verilmesi uygulaması kaldırılmış, Hazine ile kamu kuruluşlarının ihraç ettiği borçlanma araçlarının birincil piyasadan satın alınması yasaklanmıştır.
- Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarının, fiyat istikrarı amacıyla çelişmemek kaydıyla desteklenmesi öngörülmüştür.
- Başkan ve yardımcılarının atanması, görev süreleri ve görevden alınamamaları konularındaki düzenlemelerle bağımsızlık kriterleri ortaya konmuştur.
- Para politikasının belirlenme ve uygulanmasında şeffaflık ve hesap verilebilirlik artırılmıştır.

Yararlanılan Kaynaklar

- Abdullayev, A. (2002). Merkez Bankalarının Bağımsızlığı ve T.C. **Merkez Bankasının Bağımsızlığının Ölçülmesi**, İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, İktisat Politikası Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi.
- Afşar, M. ve A. Afşar. (2010). **Finansal Ekonomi**. Ankara: Detay Yayıncılık.
- Akçay, B. (1996). “**Finansal Sistemin Gelişmesinde Merkez Bankasının Rolü**”, İktisat işletme ve Finans, Sayı:127.
- Akgüç, Ö. **Türkiye’de Bankacılık**, İstanbul: Gerçek Yayınevi, 2. Baskı
- Aktan, C. C. - Utkulu, U.- Togay, S. (1998) **Nasıl Bir Para Sistemi?** İstanbul: İMKB yayınları.
- Akyazı, H., (2001). “**T.C Merkez Bankası ile Federal Rezerv Sisteminin (FED) Karşılaştırması**”, Bankacılar Dergisi, Sayı 36.
- Alesina, A And Summers, L. H. (1993). “**Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence**”, Journal of Money Credit and Banking, Number: 22, pp.151-62.
- Cukierman, A., Kalaitzidakis, P., Summers, L. H. And Web, S. B. (1993). “**Central Bank Independence, Growth, Investment, and Real Rate**”, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Autumn.
- Çolak, Ö. F. (2001). “**TCMB’nin Para Politikası ve Para Programı**” Ankara: Finansal Piyasalar ve Para Politikası.
- Hacıyev, N. (2003). **Merkez Bankasının Bağımsızlığı, Ülke Örnekleri ve Türkiye Uygulaması**, İstanbul: Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi.
- İpeker, M. (2002). **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Finansal Sistem İstikrarının Sağlanmasındaki Rolü**, Ankara: T.C.M.B. (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü.
- Önder, T. (2005). **Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması**. Ankara: TCMB Piyasalar Gen. Müdürlüğü (Uzmanlık Yeterlilik Tezi).
- Parasız, İ. (1987). **Para Banka ve Finansal Piyasalar**. Ezgi Kitapevi.
- Parasız, İ. (2003). **Para Politikası (Türkiye Uygulamaları)**, Bursa: Ezgi Kitabevi.

- Parkin, M. (1994). “**The Case for Central Bank Independence**”, The Theory of Inflation, M. Parkin (Der.), London: Edward Elgar Publications.
- Takan, M.(2002). **Bankacılık Teori Uygulama ve Yönetim**, Ankara: Nobel Yayın No:434, 2.Basım.
- Tekeli İ., İlkin S. (1997). **Para ve Kredi Sisteminin Oluşturulmasında Bir Aşama**. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, TCMB.
- Zarakolu, A. (1988). **Bankalar İçin Merkez Bankacılığı Bilgisi**. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.
- 25.4.2001 tarih, 4651 Sayılı Kanun
- www.tcmb.gov.tr

4

Amaçlarımız

Bu üniteyi tamamladıktan sonra;

- Para politikası amaçlarını tartışabilecek,
- Para politikası hedefleme stratejisinin nasıl işlediğini değerlendirebilecek,
- Para politikası araçlarının neler olduğunu ve bu araçların nasıl kullanıldığını açıklayabilecek,
- Küresel finansal krizden sonra TCMB'nin para politikası uygulamalarında yaşanan değişimi tartışabilecek bilgi ve becerileri kazanabileceksiniz.

Anahtar Kavramlar

- Para Politikası Hedefleme Stratejisi
- Likidite Yönetimi
- Reeskont Oranı
- Zorunlu Karşılık Oranı
- Açık Piyasa İşlemleri
- Faiz Koridoru
- Politika Faizi

İçindekiler



Para Politikasının Yürütülmesi ve Para Politikası Araçları

GİRİŞ

En basit hâliyle ekonomi politikası bazı politika araçları kullanılarak makroekonomik değişkenlere yön vermek olarak tanımlanabilmektedir. Kullanılan bu araçlar, toplam talep aracılığıyla temel makroekonomik değişkenler üzerinde bir etki yaratmaktadır. Dolayısıyla talep üzerinde etkili olarak ekonomiye yön veren bu politikalara, talep yönlü ekonomi politikaları da denilebilmektedir. İktisat literatüründe, makroekonomik değişkenlerde arzulanan düzeylere ulaşma hedefi ekonomi politikası amaçları, bu amaçlara ulaşabilmek için değiştirilebilen değişkenler ise ekonomi politikası araçları olarak adlandırılmaktadır. Kullanılan araçların türü ise izlenen politikanın maliye ya da para politikası olarak isimlendirilmesine neden olmaktadır. İzlenen politikaların başarısı, nihai amaçlara ulaşma ile değerlendirilmektedir. Dolayısıyla ekonomi politikasının başarılı olabilmesi; amaç ve araçların doğru tespitini ve bu araçların doğru kullanımını gerektirmektedir. Bu ünite de para politikasının yürütülmesinde, para politikası amaç ve araçları ele alınarak para politikasının dizayn edilmesinde büyük bir öneme sahip olan hedefleme stratejisi değerlendirilecektir.

PARA POLİTİKASININ YÜRÜTÜLMESİ

Bilindiği gibi makroekonomik değişkenlerdeki gelişmeler bir ekonomideki tüm ekonomik birimleri yakından ilgilendirmektedir. Bu değişkenlerin düzeyi ya da durumu, toplumun ilgili dönemdeki refah düzeyini yansıtır ve gelecekteki refah düzeyine ilişkin öngörüler yapabilmeye olanak tanıyan temel göstergeler niteliğindedir. Ekonominin durumu bu göstergeler ile değerlendirilir ve ekonomiye bu göstergeler aracılığı ile yön vermeye çalışılır. Para politikası uygulamaları bu amaçla yürütülen politik çabalar içinde önemli bir paya ve ekonomi üzerinde de önemli etkilere sahiptir. Bu başlıkta öncelikle para politikası tanımlanarak toplam talep üzerinden ekonomi üzerinde nasıl etkili olabileceği ortaya konacaktır. Ardından para politikası yapımcılarının, bu politikaları uygularken hedefleyebileceği alternatif politika hedefleri tanımlanacaktır.

Para Politikasının Tanımlanması

Ekonomide bazı politika araçlarının kullanımı ile para miktarının değiştirilmesi ve böylelikle makroekonomik değişkenlere yön verilmesi, **para politikası** olarak tanımlanmaktadır. Para politikasının tanımından da anlaşılacağı gibi po-

Para Politikası: Para politikası araçları ile para miktarının ayarlanarak makroekonomik değişkenlere yön verilmesidir.

litikanın yürütülmesinde öncelikle makroekonomik değişkenlerde nasıl bir değişimin arzulanır olduğuna karar vermek gerekir. Başka bir ifade ile izlenecek politikanın sonucunda varılması arzulan amacın ne olduğuna karar verilmelidir. Söz konusu makro değişkenlerin neler olduğuna baktığımızda karşımıza çıkan önemli değişkenlerin;

- Millî gelir (Y),
- İstihdam (L) ve
- Fiyatlar genel düzeyi (P)

olduğu görülmektedir. Her ekonomi için bu değişkenler, ekonomideki genel görünümü yansıtmada en önemli göstergeler arasında sayılmaktadır. Başka bir ifadeyle bu değişkenler, ekonominin nabzını en iyi yansıtan değişkenler arasındadır. Ekonomi politikası uygulamaları bu değişkenlere yön verebilmek için yapılır. Bazen bu değişkenlerin mevcut düzeylerinin değişmiş olması eski düzeylerine gelebilmeleri adına politikayı motive eder. Yani kimi zaman ekonomi politikası yaşanan bir gelişme nedeniyle bir değişkenin değerinde meydana gelen gelişmeyi tersine çevirmek için yürütülür. Bazen de yeni bir gelişme yaşanmamasına rağmen bu değişkenlerin mevcut düzeylerinin değiştirilmesi arzulanabilir.

İktisat teorisi derslerinden hatırlanacağı gibi ekonomide yukarıda sıraladığımız temel makroekonomik değişkenler birbiri ile yakın ilişki içerisindedir. Yani istihdam miktarı, millî gelir ve fiyatlar genel düzeyi birbiri ile bire bir ilişki içinde olan değişkenlerdir. Dolayısıyla herhangi birinde meydana gelen bir değişimin, kısa dönem etkileri değerlendirilir iken diğerlerindeki değişimlerin göz ardı edilmesi mümkün görünmemektedir. Yani istihdamın artması (işsizliğin azalması), millî gelirin artması ve fiyatlar

genel seviyesinin yükselmesi bir bütün olarak yaşanan gelişmelerdir. Benzer biçimde, bu gelişmelerin tam ters yönde yaşanması durumu da bütüncül bir bakış açısını gerektirmektedir.

Şekil 4.1

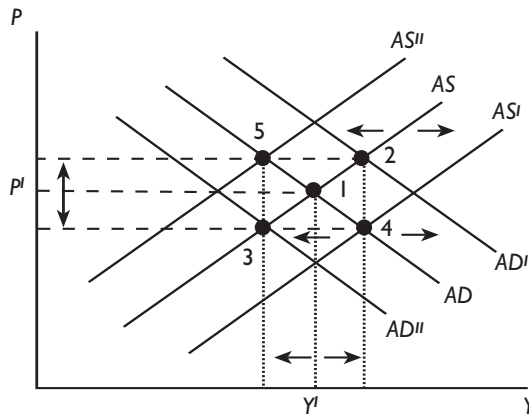
Temel Makro
Ekonomik
Değişkenler



Ayrıca makroekonomik değişkenlerdeki bu gelişmeler her ekonominin yapısı gereği yaşadığı konjonktür dalgalanmalarıdır. Konjonktürün canlanma dönemlerinde millî gelir artarken işsizlik azalmakta, fiyatlar genel düzeyi ise yükselmektedir. Konjonktürün daralma dönemlerinde ise bu gelişmeler aksi yönde gerçekleşmektedir.

Şekil 4.2

Ekonominin Genel
Dengesi



Ekonomi politikasının bu değişkenlere yön vermek amacıyla yürütüldüğünü hatırladığımızda bu değişkenlere verilmesi arzulanan yönün, konjonktür ile ilişkili olduğu ortaya çıkmaktadır.

Ekonominin genel dengesini gösteren Şekil 4.2'de, bu makroekonomik değişkenlerde meydana gelecek değişimlere ilişkin olası gelişmelerin sonuçları görülmektedir. Ekonomide geçerli olan toplam talep eğrisinin AD,

toplam arz eğrisinin ise AS olduğunu varsayalım. Bu durumda bu ekonomide genel dengenin 1 numaralı noktada gerçekleştiği ve toplam talebi toplam arza eşitleyen ortalama fiyat düzeyinin P^1 u ve denge millî gelirinin de Y^1 olduğu görülmektedir. Bu aynı zamanda bu ekonomi için L^1 gibi bir istihdam düzeyi anlamına gelmektedir. Bu ekonomide, fiyatlar genel düzeyi dışındaki herhangi bir gelişme, toplam talep eğrisinin ya da toplam arz eğrisinin yerini değiştirebilir. Bu durumda denge artık 1 numaralı noktada gerçekleşmeyecek ve dolayısıyla denge fiyat düzeyi ve denge millî gelir düzeyi değişmiş olacaktır. Fiyatlar genel düzeyi dışındaki bir gelişme nedeniyle bu eğrilerdeki kayma, eğer ekonomi politikası uygulamasından kaynaklanmıyor ise şok olarak tanımlanmaktadır. Yaşanan gelişme sebebiyle eğrilerdeki kaymanın yönü ise şokun yönünü belirlemektedir. Eğer fiyatlar genel düzeyi dışındaki herhangi bir gelişme sebebiyle her ortalama fiyat düzeyi için toplam arz miktarı ya da toplam talep miktarı artıyor ise bu durumda ilgili eğri sağa kaymakta ve yaşanan şok pozitif olarak tanımlanmaktadır. Yaşanan herhangi bir fiyat dışı gelişme sebebiyle aksi yönde sonuçlar ortaya çıkıyor ise şok negatif olarak tanımlanmaktadır. Yaşanan pozitif bir **talep şoku**, toplam talebi arttırarak AD eğrisini sağa, AD^1 konumuna kaydıracak ve ekonominin genel dengesi 2 numaralı noktada oluşacaktır. Oluşan yeni denge incelendiğinde ekonomide fiyatlar genel düzeyinde ve millî gelir düzeyinde bir artış meydana gelecektir. Bu durumda bu ekonomide istihdam düzeyi artarken işsizlik düzeyinin azaldığı da unutulmamalıdır. Yaşanan talep şokunun aksi yönde olması hâlinde ise yani negatif bir talep şoku yaşanması durumunda ise toplam talep eğrisi sola kayarak AD^2 konumuna gelecek ve ekonominin genel dengesi 3 nolu noktada oluşacaktır. Bu durumda ise millî gelir, istihdam düzeyi ve fiyatlar genel düzeyinde bir azalma yaşanırken işsizlik düzeyinde bir artış meydana gelecektir.

Arz şoklarına baktığımızda ise pozitif arz şokunun, arz eğrisi AS'yi sağa AS^1 konumuna kaydıracağı ve yeni dengenin 4 nolu noktada sağlandığı görülmektedir. Bunun sonucunda ise millî gelir ve istihdam düzeyi artarken fiyatlar genel düzeyinin azaldığı görülmektedir. Arz şokunun negatif olması durumunda ise arz eğrisi sola, AS^2 konumuna kayacak ve ekonominin genel dengesi 5 nolu noktaya taşınacaktır. Bu durumda ekonomide hem millî gelir hem de istihdam düzeylerinde bir azalma ve fiyatlar genel düzeyinde ise bir artış meydana gelecektir. Tablo 4.1'de pozitif ve negatif şokların temel makroekonomik değişkenler üzerinde yaratacağı etkiler gösterilmiştir.

Talep Şoku: Bir ekonomide para ve maliye politikası eylemleri uygulanmaksızın toplam talebin fiyatlar genel düzeyi dışındaki bir nedenden dolayı değişmesidir.

Arz Şoku: Bir ekonomide toplam arzın fiyatlar genel düzeyi dışındaki bir nedenden dolayı değişmesidir.

Talep şokunu tanımlarken herhangi bir ekonomi politikası eylemi uygulanmadığı belirtilmekte iken arz şokunun tanımında benzer bir ifadenin kullanılmamış olduğu gözden kaçırılmamalıdır. Çünkü para ve maliye politikası uygulamaları toplam talep eğrisinin yerini etkilerken kısa dönemde arz eğrisinin yerini etkilememektedir. Politikalar ancak toplam arz eğrisi üzerinde bulunan noktanın yerini etkilemektedir.



DİKKAT

Şok Türü	Eğrilerdeki Kayma	Y	L	P
Pozitif Talep Şoku	AD sağa kayar	Artar	Artar	Artar
Negatif Talep Şoku	AD sola kayar	Azalır	Azalır	Azalır
Pozitif Arz Şoku	AS sağa kayar	Artar	Artar	Azalır
Negatif Arz Şoku	AS sola kayar	Azalır	Azalır	Artar

Tablo 4.1
Arz ve Talep
Şoklarının Sonuçları

Görüldüğü gibi temel makroekonomik değişkenler, olası talep ve arz şoklarından etkilenmektedir. Talep yönlü ekonomi politikaları, işte bu olası etkilerin arzulananları tersine çevirmek ya da mevcut düzeylerini arzulanır düzeylere getirmek amacıyla yürütülmektedir. Bir politika yürütülürken kullanılan politika araçları ile toplam talep düzeyi etkilenecek amaç olarak belirlenen makroekonomik değişkene ulaşılmaya çalışılmaktadır.

Şekil 4.3

*Para Politikasının
Dolaylı Etkisi*



Genişlemeci Para

Politikası: Para politikasının nihai hedefe ulaşmak için toplam talebi arttırıcı yönde uygulanmasıdır.

Daraltıcı Para Politikası:

Para politikasının nihai hedefe ulaşmak için toplam talebi azaltıcı yönde uygulanmasıdır.

Talep yönlü ekonomi politikaları, para ve maliye politikaları şeklinde ikiye ayrılmaktadır. Dolayısıyla para politikası ile arzulanan nihai hedefe toplam talep üzerinden ulaşmaktadır. Eğer para politikası, nihai hedefe ulaşmak adına toplam talebi arttırmakta ise izlenen politika **genişlemeci ya da gevşek para politikası** olarak tanımlanmaktadır. Para politikasının hedefe ulaşmak için, toplam talebi azaltıcı yönde uygulanması durumunda ise politika, **daraltıcı ya da sıkı para politikası** olarak tanımlanmaktadır.

Para Politikası Amaçları

Bir önceki başlıkta, para politikanın makroekonomik değişkenlere yön vermek amacıyla yürütüldüğünü gördük. Şimdi amaçlanan değişkenlerdeki arzulanır gelişmelerin neler olabileceğini daha sistematik olarak ortaya koymaya çalışalım. Bir başka ifadeyle para politikası için alternatif amaçların neler olabileceğini açıklamaya çalışalım. İktisat literatüründe, öne çıkan para politikası amaçlarını genel olarak aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:

- Tam istihdam
- Arzulanan bir ekonomik büyüme
- Fiyat istikrarı
- Finansal istikrar

Yukarıda sıralanan ilk üç amaç bir üst başlıkta ele alınan temel makroekonomik değişkenler olan millî gelir, istihdam ve işsizlik düzeyi ve fiyatlar genel düzeyi ile doğrudan ilişkili amaçlardır. Sıralamayı takip eden finansal istikrar amacı ise ilk üç amaç üzerinde dolaylı olarak etkili olmaktadır.

Tam İstihdam

İstihdam kavramı, üretim faktörlerinin kullanım düzeyi olarak tanımlanmaktadır. Dolayısıyla tam istihdam kavramı, üretim faktörlerinin tam kullanımı olarak algılanabilir. Ancak burada gözden kaçırılmaması gereken tüm üretim faktörü türlerinden sadece emeğin kullanımının dikkate alınıyor olmasıdır. Emek faktörünün tam kullanılmama durumu, diğer üretim faktörlerinin tam kullanılmaması ile kıyaslandığında ekonomi açısından daha önemli bir sorundur. Bu durum kullanılmayan emeğin depolanamıyor olmasından kaynaklanmaktadır. Örneğin bir ekonomik birimin iki sene iktisadi anlamda işsiz olması durumunda, o ekonomik birimin insan olduğu dikkate alındığında ömrünün iki yıl uzatılamayacağı gerçeği karşımıza çıkar. Dolayısıyla eksik istihdam durumu, ekonominin geneli açısından en fazla, emek faktörü dolayısıyla önemlidir. Bu sebeple istihdam kavramı ile vurgulanmak istenen, üretim faktörleri içinde emeğin kullanım düzeyi, tam istihdam ile vurgulanmak istenen ise emek faktörünün tamamının kullanımınıdır.

Bu amacın politik bir amaç olarak seçilmesi için mevcut istihdam düzeyinin tam olmaması gerekir. Yani ekonominin ya eksik istihdam dengesinde ya da aşırı

istihdam dengesinde bulunuyor olması gerekir. Örneğin, ekonominin eksik istihdam dengesinde bulunduğunu ve para politikası yapımcılarının ekonomideki mevcut istihdam düzeyini, tam istihdam düzeyine taşımayı amaçladığını varsayalım. Bu durum tam istihdamın nihai hedef olarak seçilmesi anlamına gelir. Dolayısıyla artık para politikası araçları toplam talebi arzulan hedefe uygun olarak değiştirmek için kullanılacaktır. Eksik istihdam dengesinde, millî geliri tam istihdam düzeyine çıkarabilmek için toplam talebin artırılması gerekmektedir. Dolayısıyla politika yapımcıların genişlemeci para politikası uygulamaları gerekmektedir. Ancak tam istihdamı nihai hedef olarak belirleyen bir ekonominin, aşırı istihdam dengesinde bulunması durumunda ise toplam talebi tam aksi yönde etkilemek için daraltıcı para politikalarının uygulanması gerektiği gözden kaçmamalıdır.

Görüldüğü gibi para politikasının yürütülmesinde, tam istihdamın nihai hedef olarak seçilmesi, mevcut istihdam düzeyini tam istihdam düzeyine taşımak amacıyla para politikası araçlarının toplam talebi değiştirmek için kullanımı anlamına gelmektedir. Bu hedefe ilişkin üzerinde durulması gereken bir başka önemli konu ise tam istihdam düzeyi ile kastedilen düzeyin ne olduğudur. Genel olarak tam istihdam ile emeğin yüzde yüz kullanımı dolayısıyla da işsizlik düzeyinin sıfır olması kastedilmemektedir. Ekonomide doğal işsizlik düzeyinin sıfıra inmesinin hem mümkün hem de arzulanır olmaması sebebiyle tam istihdam hedefinin buna göre dikkate alınması gerekir. Bu durumda tam istihdam hedefi, mevcut istihdam düzeyini doğal istihdam düzeyine getirmek olarak tanımlanabilir.

Arzulanır Bir Ekonomik Büyüme

Para politikasının yürütülmesinde ekonomik büyümenin hedef olarak seçimi, tam istihdam düzeyinin hedeflenmesine benzer bir durumdur. Mevcut millî gelir düzeyi ve istihdam düzeyleri, ekonomi politikası yürütücüleri tarafından değiştirilmek istenebilir. Ancak aynen tam istihdam hedefinde olduğu gibi bu hedefin amaçlanmasında da izlenecek politikanın yönünün, mevcut durum ile ilişkili olduğu unutulmamalıdır. Eğer mevcut gelir ve istihdam düzeyi, arzulananın üzerinde ise bu durumda arzulanır düzeye gelmek için ekonomiyi soğutmak olarak da tanımlayabileceğimiz, millî geliri ve istihdam düzeyini azaltıcı politikalar uygulanmalı, eğer mevcut gelir ve istihdam düzeyi arzulananın altında ise ekonomiyi ısıtmak amacıyla millî gelir ve “istihdam” düzeyi arttırılmaya çalışılmalıdır. Bu durumda nihai olarak hedeflenen millî gelir düzeyi amacına ulaşmak için, mevcut milli gelir düzeyi arttırılmalı bunun için ise toplam talebi arttırıcı genişlemeci para politikaları uygulanmalıdır. Tersine millî gelir düzeyini azaltmak için toplam talebi azaltıcı sıkı para politikaları kullanılmalıdır. Bu hedefin bazen iktisat kitaplarında ekonomik kalkınma olarak da isimlendirildiği görülmektedir. Ancak bahsedildiği gibi bazen mevcut ekonomik performans arzulanandan daha yüksek seviyede gerçekleşir ise para politikasının bu durumda ekonomiyi soğutmak için aksi yönde kullanımı gerekecektir.

Fiyat İstikrarı

Ekonomik birimlerin tüketim, tasarruf, yatırım yapma gibi kararlar alırken dikkate aldıkları en önemli değişkenlerden biri fiyat düzeyleridir. Çünkü fiyatların, piyasa ekonomisinde yol gösterme işlevi bulunmaktadır. Fiyatların bu işlevi sağlıklı olarak yerine getirebilmesi, ekonomide kaynak tahsisi açısından önemlidir. Bu sebeple fiyatlar, ekonomik etkinliğin sağlamasında önemli bir yere sahiptir. Ekonomideki önemine kısaca değinmeye çalıştığımız fiyatlara ilişkin, makro anlamda temel

Enflasyon: Ekonomide fiyatlar genel seviyesinde meydana gelen sürekli artıştır.

Deflasyon: Ekonomide fiyatlar genel seviyesinde meydana gelen sürekli azalıştır.

"Fiyat İstikrarı: Ekonomik birimlerin yatırım, tüketim ve tasarruf kararları alırken, dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranıdır."

gösterge olarak kullanılan değişken ise ortalama fiyat düzeyi anlamına gelen fiyatlar genel düzeyidir. Bir ekonomide fiyatlar genel düzeyi, fiyat hareketlerini takip için önemle izlenen bir değişkendir. Dolayısıyla fiyatlar genel düzeyi; gerek fiyatların ekonomik etkinliği sağlamadaki rolünün önemi, gerek çok hızlı değişebilen bir değişken olması gerekse de diğer değişkenlerin reel düzeylerini etkileyebilmesi açısından son derece önemli bir değişkendir. Bu önem, fiyatlar genel düzeyinin politika yapımcılar tarafından alternatif para politikası amaçları içinde ön sıralarda değerlendirilmesine neden olmaktadır.

Fiyatlar genel düzeyindeki hareketlilik bazen artış bazen de azalma yönünde olabilir. Fiyatlar genel seviyesindeki sürekli artış **enflasyon** olarak tanımlanmakta iken fiyatlar genel düzeyindeki sürekli azalış **deflasyon** olarak tanımlanmaktadır.

Dolayısıyla fiyat istikrarsızlığı ya enflasyon ya da deflasyon şeklinde gerçekleşmektedir. Enflasyon ve deflasyon birbirinden farklı da olsa, yaşandığı ekonomiler için önemli ve hatta yıkıcı sorunlara neden olmaktadır. Bu iki sorundan özellikle enflasyonun yaşandığı ülkelerde fiyatların yol gösterme işlevini sağlıklı yerine getiremediği, dolayısıyla kaynak tahsisinde ve verimlikte sorunların yaşandığı, görece fiyat hareketlerinin ve nispi fiyat değerlendirmelerinin sağlıklı yapılamadığı, vadelilerin kısaldığı, geleceğe ilişkin öngöründe bulunmanın ve dolayısıyla geleceği planlamanın zorlaştığı dahası gelir dağılımı ve sosyal adaletin olumsuz etkilendiği görülmektedir.

Fiyat istikrarı, fiyatlar genel seviyesinin değişim hızı ile ilgili bir kavramdır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası fiyat istikrarını, ekonomik birimlerin yatırım, tüketim ve tasarruf kararlarını alırken dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranı olarak tanımlamaktadır. Bu tanımlamadan da anlaşıldığı gibi fiyat istikrarı, fiyat artış hızının sıfır olması değil fiyat artış hızının arzulanır bir düzeyde olması olarak tanımlanabilir. Bir ekonomide fiyatların artış hızının sıfır olması ekonomi açısından olumlu bir durum olarak görülmemektedir. Çünkü bu durum ekonomik birimlerin ekonomik faaliyetlerinde bir monotonluğa neden olabilir. Ekonomide fiyatlar genel düzeyinin artış hızının arzulanır düzeyi, gelişmiş ekonomiler için yıllık fiyat artış hızının %1-3 aralığında olmasıdır. Ancak bu seviyenin bir kez yakalanmış olması fiyat istikrarının gerçekleştiği anlamında algılanmamalıdır. Ulaşılmış olan enflasyon düzeyinin sürdürülmesi de gerekmektedir. Bu düzeyin sürdürülebilir olması, ekonomik birimlerin yatırım ve tüketim kararlarını alırken nispi fiyat değişimlerini daha rahat takip edebilmelerine ve daha sağlıklı kararlar alabilmelerine yardımcı olacaktır. Bu durum, fiyat istikrarının, sürdürülebilir bir ekonomik büyümenin yakalanabilmesi, ekonomik istikrarın sağlanabilmesi ve toplumsal refahın gelişimi açısından önemli olduğu anlamına gelmektedir.

DİKKAT



1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanununda 25.4.2001 tarihinde 4651 sayılı Kanun ile yapılan değişiklik sonucunda, ülkemiz merkez bankasının temel nihai hedefi fiyat istikrarı olarak tanımlanmıştır. Aynı yasa, bankaya fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını belirleme bağumsızlığını da sağlamaktadır.

Bir ekonomide para politikasının, fiyat istikrarını nihai hedef olarak amaçlaması durumunda, izlenecek para politikalarını anlayabilmek için mevcut fiyat istikrarsızlığının ne olduğunu anlamak gerekir. Eğer ekonomide fiyatlar genel düzeyinin değişim hızı arzulanır fiyat artış hızının üzerine çıkmış ise bu durumda enflasyon ile mücadele anlamında fiyat artış hızını düşürmeyi amaçlayan politi-

kalar izlenecektir. Bunun için toplam talebi azaltan daraltıcı para politikaları izlenecektir. Ancak yaşanan fiyat istikrarsızlığı deflasyon ise fiyat artış hızını arzulanan düzeye çıkarmak için, fiyatlar genel düzeyini arttırmak gerekecektir. Bu durumda ise toplam talebi arttırmak için genişlemeci para politikası stratejisinin izlenmesi gerekmektedir.

Finansal İstikrar

Ödünç verilebilir fonların transferinin gerçekleştiği finansal sistem, ekonominin gelişimi için önemli bir rol üstlenmektedir. Bu sistem üstlendiği bu rolü, fon transferinde etkinliği sağlayabildiği ölçüde yerine getirmektedir. Finansal sistem içinde bulunan piyasaların istikrarlı çalışması, finansal piyasaların gelişimi açısından önemlidir. Faiz oranları, döviz kurları gibi makroekonomi için önemli birçok finansal değişken, finansal sistem içinde belirlenmekte, dolayısıyla finansal sistemdeki istikrardan etkilenmektedir. **Finansal istikrar**; finansal sistemde, yer alan kurumlarda ve ödeme sistemlerinde istikrarı ve şoklara karşı dayanıklılığı ifade etmede kullanılan bir kavramdır.

Finansal istikrarı nispeten yakalamış ekonomilerde, finansal sistem daha sağlıklı çalışmakta, fon transferi daha etkin gerçekleşmekte ve riskleri başarılı yönetmek daha mümkün olmaktadır. Günümüzde küreselleşme, finansal serbestleşme ve teknolojik ilerlemenin ulaştığı boyutlar, finansal sistemde ulusal ve uluslararası kırılganlıkların önemini arttırmış, finansal krizleri daha önemli hâle getirmiştir. Finansal krizlerin yaşandığı ekonomilerde krizlerin yıkıcı reel etkileri göz önüne alınırsa finansal istikrarın önemi daha kolay anlaşılabilecektir. Merkez bankaları ilk üç amaçtan herhangi biri üzerine odaklandığında genelde finansal istikrar amacını da destekleyici amaç olarak dikkate almak durumundadır. Özellikle fiyat istikrarı amacı ile finansal istikrar amacının birbirinden ayrı düşünmek günümüzde zorlaşmıştır.

Finansal İstikrar: Finansal sistemde, yer alan kurum ve ödeme sistemlerinde istikrar ve yaşanan şoklara karşı dayanıklılığı ifade etmek için kullanılan bir kavramdır.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2005 yılından itibaren yılda iki kere düzenli olarak Finansal İstikrar Raporu yayınlamaktadır. Böylelikle banka, finansal sistemi bir bütün olarak değerlendirerek sisteme ilişkin kırılganlık ve risklere ilişkin değerlendirmelerini şeffaflık ilkesine dayanarak kamuoyu ile paylaşmaktadır.



DİKKAT

Merkez bankaları finansal istikrarı sağlamak amacıyla finansal sistemi takip ederek, para miktarını ayarlamakta, ödeme ve menkul kıymet transferi ve mutabakat sistemleri kurmakta ve bu sistemlere ilişkin gerekli düzenlemeleri yapmakta, finansal sistemde istikrarı sağlamak amacıyla para ve döviz piyasaları ile ilgili gerekli tedbirleri almaktadır. Faiz oranı istikrarı ve döviz kuru istikrarı gibi konuları da finansal istikrar içinde değerlendirmek mümkündür. Çünkü bu iki değişkende oluşan istikrarsızlık finansal istikrarsızlığa neden olabilmektedir. Faiz oranlarındaki istikrarsızlık finansal istikrarsızlığa neden olarak, gerek sağlıklı bir büyüme amacının gerçekleştirilmesinde gerekse de fiyat istikrarının yakalanmasında bir sorun yaratabilmektedir. Benzer bir durum döviz kurlarındaki istikrarsızlık içinde geçerlidir. Bu durumda sağlıklı bir büyüme ve fiyat istikrarı amacının gerçekleştirilmesini zorlaştırmaktadır. Ayrıca gerek faiz oranlarının gerekse de döviz kurlarının aslında finansal aktiflere ilişkin bir fiyat olma gerçeğini unutmamak gerekir. Yani yabancı paranın ya da ödünç verilebilir fonun fiyatında bir dalgalanma bu aktiflere ilişkin piyasalarda yaşanan istikrarsızlığın göstergesi durumundadır. Bu istikrarsızlıklar yaşanan ekonomi için başka finansal ve reel istikrarsızlıklara neden olabilecek po-

tansiyeye sahiptir. Dolayısıyla faiz oranı, döviz kuru ve finansal istikrar hedefleri, birbirinden bağımsız değerlendirilemeyeceği gibi, bu hedef grubunun ilk üç temel hedeften bağımsız düşünülmemesi de gerekmektedir.

Para Politikası Amaçları Arasındaki İlişki

Para politikasının amaçlarına ilişkin üzerinde durulması gereken bir başka nokta ise bazen amaçların birbirini tamamladığı bazen ise çatışabildiğidir. Ekonomik büyüme ve tam istihdama ulaşma amacı birbirini tamamlarken kısa dönemde bu amaçlar fiyat istikrarı amacı ile çatışmaktadır. Ancak uzun dönemde ise fiyat istikrarı ve ekonomik büyüme amaçları birbirini tamamlayan amaçlardır.

Günümüzde genel olarak fiyat istikrarı amacı merkez bankaları için en ön planda yer alan amaç niteliğindedir. Para politikalarının tüm iktisat teorilerinde uzun dönemde nötr kabul edilmesi yani reel değişkenler üzerinde etkisinin olmaması, sadece nominal değişkenler üzerinde etkili olabildiği geçeceği, fiyat istikrarı hedefine odaklanılması gerektiği görüşünü desteklemektedir. Çünkü para politikasının uzun dönemde reel etkisi yok ise para politikası fiyat istikrarını sağlayarak reel dalgalanmaları azaltmaya yardımcı olup ekonomi açısından olumlu sonuçlar doğurabilir. Fiyat istikrarı hedefinin öne çıkmasının bir diğer nedeni ise yüksek enflasyonun, verimliliği ve yatırımları olumsuz etkileyerek ekonomik büyüme üzerinde olumsuz etkisi olduğuna dair ampirik sonuçlara ulaşmış çalışmalardır. Dolayısıyla fiyat istikrarı, sürdürülebilir sağlıklı bir büyüme için hedef olarak seçilmesi gereken bir amaç olma durumundadır. 2008'den bu yana gelişmiş ekonomilerde yaşanan kriz ortamı ve bunu takiben AVRO bölgesinde yaşanan ekonomik kriz, söz konusu ekonomilerde para politikasının ekonomik büyümeye odaklanması yönünde bir hava yaratmış olsa da bahsi geçen ekonomilerde merkez bankalarının ekonomik durgunluğa müdahalelerinin, fiyat istikrarı hedefinden tolere edilebilir bir sapma çerçevesinde gerçekleştiği göz ardı edilmemelidir. Yani merkez bankalarının fiyat istikrarı hedefini tamamen göz ardı etmiş olmadığı görülmektedir.

HEDEFLEME STRATEJİSİ

Şimdi, merkez bankalarının ulaşmak istedikleri nihai amaca yönelik politikaları yürütürken nasıl bir yol izleyeceklerini ele almaya çalışalım. Merkez bankalarının nihai hedeflerine ulaşmada izleyecekleri yola kısaca hedefleme stratejisi denilmektedir. Bu başlıkta hedefleme stratejisi tanımlanarak bu stratejinin nasıl işlediği ele alınacak, ardından da nihai amaca uygun hedef seçiminin önemine değinilecektir.

Para Politikası Hedefleme Stratejisi

Para politikasının başarılı olabilmesi için, para politikası araçlarının kullanımında önemli bir ayarlama yeteneği gerekmektedir. Kullanılan politik aracın, amaca arzulanır etkiyi verebilmesi buna bağlıdır. Bu sebeple merkez bankaları, para politikası yürütürken hedefleme stratejisi adını verdiğimiz bir yapıyı dikkate almaktadır. Para politikasının hedefleme stratejisi dâhilinde yürütülmesinin iki temel nedeni bulunmaktadır. Bu nedenler, para politikası eylemlerinin nihai hedef üzerinde yaratacağı etkinin,

- Dolaylı ve
- Gecikmeli olmasıdır.

Daha önce de değindiğimiz gibi merkez bankaları nihai hedef üzerinde doğrudan bir kontrol gücüne sahip değildir. Para politikaları dolaylı yoldan nihai hedef üzerinde etkili olabilmektedir. Çünkü merkez bankaları, para politikası araç-

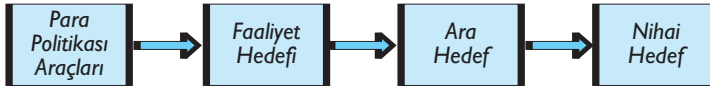
Merkez bankaları, para politikası yürütürken hedefleme stratejisi adını verdiğimiz bir yapıyı dikkate almaktadır.

ları üzerinde doğrudan bir kontrol gücüne sahip iken nihai amaç üzerinde doğrudan bir kontrol gücüne sahip değildir. Bunun yanında nihai hedef üzerinde yaratılan etkinin ortaya çıkabilmesi için belirli bir zamanın geçmesi gerekmektedir. Yani herhangi bir para politikası eylemi, ekonomiye gecikmeli olarak etki etmektedir. Para politikası uygulamalarının fiyatlar ya da gelir üzerindeki etkisinin genelde bir yıl ve bir yılın üzerinde bir süre sonra gerçekleştiği düşünülmektedir. Ekonomi politikalarının yürütülmesinde gecikmeler önemli bir sorun olma potansiyeli taşımaktadır. Ortaya çıkan etkinin arzulanır etki olmaması hâlinde geri bildirim ile politik aracın tekrar ayarlanması gerekecektir. Bu durumda, politik eylemin etkisini göstermesinde yaşanan gecikmenin yanında, politik araçların yeniden ayarlanmasını takiben, etkinin ortaya çıkması için benzer bir gecikmenin bir daha yaşanması söz konusudur. Bu da nihai hedefe ulaşmada çifte gecikme anlamına gelmektedir. Yani bu durumda arzulan nihai hedefe ulaşılmadan geçen zamanın uzaması ve dolayısıyla nihai hedefe ulaşılamaması sonucu yaşanan istikrarsızlığın ekonomiye yüklediği maliyetlerin artması söz konusudur. Görüldüğü gibi para politikasının dolaylı ve gecikmeli etkilerinin olması, bu sürecin yönetimini zorlaştırmaktadır. Bu sebeple merkez bankaları hedefleme stratejisi adını verdiğimiz bir yaklaşımı benimser. **Hedefleme stratejisi;** merkez bankasının para politikası yürütürken para politikası araçları ile nihai hedefler arasına faaliyet ve ara hedefler koymasdır.

Para Politikası Hedefleme Stratejisi: Para politikasının yürütülmesinde, nihai amaca, faaliyet ve ara hedefler üzerinden ulaşma stratejisidir.

Şekil 4.4

Para Politikası Hedefleme Stratejisi



Şekil 4.4., para politikası hedefleme stratejisinin temel yolunu göstermektedir. Hedefleme stratejisini benimsemiş bir merkez bankası, doğrudan nihai hedefe etki edemediği için nihai hedefi etkileyecek ara hedefi etkilemeye çalışmaktadır. Dolayısıyla artık nihai hedef yerine daha kısa sürede etkilenebilecek ve etkinin daha az dolaylı gerçekleşeceği bir hedef söz konusudur. Ara hedef olarak tanımladığımız bu hedef aslında nihai hedefin yerini almış görünmektedir. Merkez bankası için artık amaç bu ara hedefi gerçekleştirmektir. Ancak ara hedef nihai hedef kadar olmasa da dolaylı olarak etkilenebilen bir değişkendir. Süreci kısaltmak ve de basitleştirmek için ara hedefin etkilendiği ve merkez bankasının daha kolay kontrol edebildiği bir başka hedef seçilmelidir. Faaliyet hedefi olarak tanımlanan bu hedef, arzulanan ara hedefe ulaşmanın yerini almıştır. Dolayısıyla temel amaca ulaşma süreci, hedefleme stratejisi kullanarak basitleştirilmiş ve de süre olarak kısaltılmıştır. Bu durumda merkez bankası, doğrudan kontrol edebildiği para politikası araçlarını kullanarak para politikası araçlarına çok kolay tepki veren faaliyet hedefine odaklanmaktadır.

Şekil 4.5'teki gibi hedefleme stratejisinin kullanımı ile para politikası araçlarının kullanımında gözetilen tek amaç, faaliyet hedefinin gerçekleştirilmesi olmuştur. Faaliyet hedefinin para politikası araçlarına çok hızlı tepki verdiği düşünüldüğünde, para politikasının yürü-

Şekil 4.5

Hedefleme Stratejisinde Para Politikası



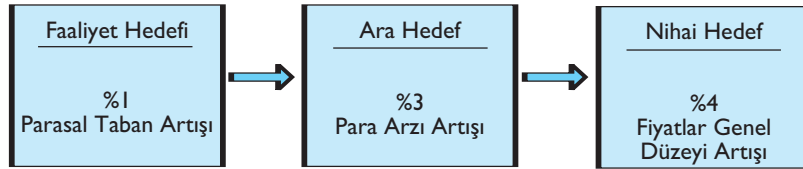
tülmesinde hedefleme stratejisinin kullanımı ile oluşacak gecikmenin süresi kısalmış olmaktadır. Örneğin, merkez bankasının fiyat artış hızının %4 olmasını nihai hedef olarak belirlediğini düşünelim. Bu nihai hedefe ulaşmak için para arzının artış hızının %3 olarak gerçekleşmesini kendisine ara hedef olarak belirlediğini varsayalım. Artık merkez bankası nihai hedefi gerçekleştirmek için ara hedef olarak para arzının değişim hızının %3 düzeyinde gerçekleşmesini sağlamaya çalışacaktır. Yine ara hedefe ulaşmak için de faaliyet hedefi olarak parasal tabanı %1 oranında arttırmanın seçildiğini düşünelim. Artık merkez bankasının amacı; para politikası araçlarını kullanarak bu faaliyet hedefini gerçekleştirmek yani parasal tabanı %1 oranında arttırmaya çalışmaktır. Çünkü merkez bankası bunu yapabildiği zaman, ara hedef olan para arzının değişim hızının %3 olması gerçekleşecek, bu gerçekleştiğinde ise fiyat artış hızına ilişkin nihai hedef tutturulmuş olacaktır.

Para Politikası Hedefleme Stratejisinde Hedef Seçimi

Yukarıda nasıl işlediğini özetlemeye çalıştığımız hedefleme stratejisinin, para politikasının nihai hedefe ulaşma sürecini basitleştirdiğini ve gecikme sorununu hafiflettiğini açıkladık. Ancak bu stratejinin başarılı bir şekilde yürütülebilmesi, faaliyet ve ara hedeflerin hangi değişkenler olacağına ve de hedeflenen düzeylerinin neler olacağına doğru karar verilmesine bağlıdır. Bunu bir örnekle anlatmaya çalışalım. Örneğin, bir radyonun istenildiği gibi çalışması elektrik devrelerinin doğru bağlanmış olmasını gerektirir. Eğer bu devreler doğru bağlanmamış ise açma kapama düğmesine nasıl dokunursak dokunalım, radyonun pillerini nasıl yerleştirirsek yerleştirelim, radyonun çalışması mümkün olmayacaktır. Hedefleme stratejisinin başarısı da bu basit örneğe benzer. Eğer hedefler arasındaki ilişki doğru tespit edilmez ve de yanlış hedeflere odaklanılır ise bu hedefleri gerçekleştirmek merkez bankasını nihai hedefe götürmeyecektir. Bir önceki başlıkta verdiğimiz örneğe Şekil 4.6. aracılığıyla tekrar bakalım.

Şekil 4.6

*Para Politikası
Hedefleme Stratejisi
Örneği*



Yukarıdaki hedefleme stratejisinde, faaliyet hedefini başarmanın ara hedefi yakalamayı, ara hedefi yakalamamanın ise nihai hedefi başarmayı beraberinde getireceği varsayılmıştır. Bu sebeple ilk önce merkez bankasının odaklandığı tek konu faaliyet hedefini yakalamak olmakta, para politikası araçlarını bu amacı başarmaya dönük kullanmaktadır.

Şimdi hedef olarak seçilen değişkenlerin ve bu değişkenlere ilişkin düzeylerin doğru tespit edilmemiş olması durumunu düşünelim. Yani fiyat artış hızının %4 oranında gerçekleşmesi için para arzının %3 oranında arttırılmasının yeterli olması ya da bu ilişki doğru tahmin edilmiş olsa bile, parasal tabanı %1 arttırmanın para arzını %3 arttırmayacağını varsayalım. Bu durumda söz konusu faaliyet ve hatta ara hedefe ulaşılması merkez bankasına nihai hedefe ulaşma başarısını getirmeyecektir. Bu örnekte nihai hedefe ulaşılmamış olmasının temel nedeni, hedeflerin doğru seçilmemiş olmasından kaynaklanmaktadır. Hedefleme stratejisinin ba-

şanlı olmamasının nedeni hedefler arası ilişkinin doğru tahmin edilmemiş olmasıdır. Dolayısıyla merkez bankaları hedefleme stratejisinde arzulanır sonuçlara ulaşabilmek için doğru hedeflere odaklanmalıdır. Bu ise hedef seçiminde bazı kriterleri dikkate almayı gerektirmektedir.

Hedef Seçim Kriterleri

Hedefleme stratejisinde nihai hedefe ulaşabilmek için hangi değişkenlerin ara ve faaliyet hedefi olarak kullanılacağına ve bu değişkenlerde hangi düzeyin hedef olarak belirleneceğine karar verilmesi gerekmektedir. Faaliyet hedeflerinin para politikası araçlarına kolay tepki veren değişkenler arasından, ara hedefleri ise faaliyet hedefi değişkenlerinden etkilenen ve fiyat düzeyi ve istihdam gibi nihai amaçlara etki edebilen değişkenler arasından seçilmesi gerekmektedir. Ancak bu özellikleri sağlayan birçok alternatif değişken bulunmaktadır. Bu sebeple merkez bankaları doğru değişkeni ara hedef olarak seçmek için bazı kriterleri dikkate almak durumundadır. Bu kriterleri, kontrol edilebilirlik, ölçülebilirlik ve tahmin edilebilirlik olarak sıralamak mümkündür.

- Kontrol Edilebilirlik: Merkez bankasının hedef değişken üzerinde etkili bir kontrol gücünün olmasını ifade eder.
- Ölçülebilirlik: Hedef olarak seçilen değişkenin gözlenebilir ve kolay bir şekilde ölçülebilir olmasıdır.
- Tahmin Edilebilirlik: Ara hedef olarak seçilecek değişkenin, nihai amaç üzerindeki etkisinin tahmin edilebilir olması gerekir.

Ara hedef seçiminde dikkat edilmesi gereken bu kriterler faaliyet hedefi seçimi için de geçerlidir. Burada sadece tahmin edilebilirlik kriterinde seçilecek faaliyet hedefinin ara hedef üzerindeki etkisinin tahmin edilebilir olması gerektiğine dikkat etmek gerekir. Ancak faaliyet hedefi seçiminde dikkat edilmesi gereken ilave bir kriter daha vardır o da ara hedef seçiminde hangi kriterin seçilmiş olduğudur. Ara hedef olarak seçilen değişkene benzer bir değişkenin faaliyet hedefi olarak seçilmesi gerekmektedir. Ara hedef olarak parasal büyüklük ya da faiz oranı değişkenlerinden hangisi seçilmiş ise faaliyet hedefinin de benzer bir değişken olması gerekir. Örneğin merkez bankası, para arzı gibi parasal büyüklük grubundan bir değişkeni ara hedef olarak belirlemiş ise faaliyet hedefi olarak da parasal taban gibi parasal büyüklük değişkenlerinden birini seçmelidir. Eğer merkez bankası faiz oranlarını hedef değişken olarak seçme eğiliminde ise ara hedef ve faaliyet hedefi değişkenlerinin ikisini de faiz oranlarından seçmelidir.

Hangi tür değişkenin hedef olarak seçilmesi gereği ise nihai hedeften olan uzaklaşma nedeni ile ilgilidir. Yani fiyat istikrarı ya da ekonomik büyüme hedefinden yaşanan sapmanın nedeni, nasıl bir değişken grubunun hedeflenmesi kararını etkilemektedir. Daha önce, arz veya talep şoklarının toplam arz ve toplam talep eğrilerinin yer değiştirmesine yol açtığını dolayısıyla bu şokların fiyatlar genel düzeyi ve millî gelir düzeyini (aynı zamanda istihdam ve işsizlik düzeyini) etkilediğini görmüştük. Herhangi bir şok yaşanmaksızın nihai hedefe ulaşmak adına ara ve faaliyet hedefi olarak parasal büyüklük ya da faiz oranı değişkenlerinden hangisinin seçildiğinin pek bir önemi olmasa da bir şok sebebiyle nihai hedeften sapma gerçekleştiğinde ara ve faaliyet hedefi seçimi önemli bir konudur. Para politikası uygulamalarıyla yaşanan şokların nihai hedef üzerindeki etkisinin toplam talebi etkileyerek ortadan kaldırmaya çalışıldığını düşünürsek merkez bankalarının yaşanan şoku dikkate alarak toplam talebi en iyi etkileyecek değişken grubunu hedef olarak belirlemeye çalışması gerektiği daha iyi anlaşılır.

Hedef seçiminde şoku dikkate almanın yanında göz önüne alınması gereken bir başka konu da para politikası ve ekonomi arasındaki etkileşimdir. Çünkü araç seçimi bir tercih sorunu gibi görünse de aslında basit bir tercih sorunundan öte, ekonominin içinde bulunduğu koşullar ile ilgili bir durumdur. Parasal aktarım mekanizmalarından hatırlanacağı gibi para politikasının ekonomiyi etkilediği birçok alternatif mekanizma bulunmaktadır. Bir ekonomide para politikası hedefleme stratejisinde hangi tip değişkene odaklanılması gerektiğine karar verirken ekonominin para politikası uygulamalarından nasıl etkilendiğinin de iyi anlaşılması gerekmektedir.

Para Politikasının Yürütülmesinde Nominal Çapa Hedeflemesi

Hedef olarak hangi değişkenlerin seçileceği nihai hedefe ulaşma başarısı üzerinde belirleyicidir. Hedef olarak seçilecek değişkenler aynı zamanda nominal çapa olarak kullanılacak değişkenin belirlenmesi anlamına gelir. Para politikası yürütülmesinde fiyat istikrarı gibi nihai hedeflere ulaşmak için faiz oranı, döviz kuru, enflasyon oranı veya parasal büyüklük gibi nominal değişkenlerden hedef olarak biri kullanılıyor ise bu değişken **nominal çapa** olarak tanımlanmaktadır. Bu durum aynı zamanda para politikası kuralları olarak da görülebilir. Hedefleme stratejisinde nominal çapaların kullanımı özellikle enflasyon beklentilerine yön vermekte başarılı olmak suretiyle nihai hedefin gerçekleştirilmesinde önemlidir.

Hedefleme stratejisinde bu nominal değişkenlerden ikisini dikkate alan, döviz kuru hedeflemesi kitabınızın 5. Ünite'sinde, faiz hedeflemesinin gelişmiş olarak da değerlendirebileceğimiz enflasyon hedeflemesi ise 6. Ünite'de ayrıntılı olarak ele alınmıştır. Bu başlık altında şimdi günümüzde popüleritesi nispeten zayıflamış bir hedefleme stratejisi olan faiz oranı hedeflemesi ve parasal hedefleme konuları kısaca ele alınacaktır.

İktisat teorisinde, paranın kısa dönemde reel değişkenleri de etkileyebildiği (paranın yansız olmaması) Keynesyen model tarafından sistematize edilmiştir. Keynesyen yaklaşım, hedefleme stratejisinde faiz oranlarının hedef olarak seçilmesi görüşünü benimseme eğiliminde olmuştur. Faiz oranlarının hedef olarak kullanımında uzun dönemli faiz oranı ara hedef olarak seçilmekte iken faaliyet hedefi bu ara hedefi etkileyebilen bir faiz oranı olarak belirlenmektedir (örneğin gecelik faiz oranları gibi). Merkez bankası para politikası araçları ile bu faaliyet hedefi değişkenine yön vererek ekonomide uzun dönemli faiz oranlarını etkilemeye ve dolayısıyla nihai hedefi böylelikle yakalamaya çalışmaktadır. Çünkü toplam talebin birçok bileşeni uzun dönemli faiz oranlarına tepki vermektedir. Ancak 1970'lerin ortalarından itibaren birçok ülkede hedefleme stratejisinde hedef değişken olarak faiz oranlarının artık tercih edilmemeye başladığı görülmektedir. Faiz oranlarının hedef değişken olarak kullanımında yaşanan iki önemli sorun politika yapıcılarını parasal hedeflerin kullanımına yöneltmiştir. Bunlardan ilki, kısa vadeli faiz oranının uzun vadeli faiz oranını etkilemede bazen güçlü olmaması, diğeri ise enflasyonist süreçlerde ekonomik birimlerin nominal faiz oranlarına karşı davranışlarının tahmin edilebilirliğinin zayıflığıdır. Bu iki nedene ilaveten 70'li yıllarda yaşanan stagflasyon sorununu Keynesyen görüşün çözmedeki başarısızlığına duyulan tepkiler, parasal hedeflemeyi daha popüler kılmıştır.

Monetarist yaklaşımın üzerinde durduğu parasal büyüklükleri hedefleme stratejisi 70'li yıllarda Amerika, Kanada, Almanya gibi birçok ülkede başarı ile uygulanmıştır. Ancak finansal yenilikler ve teknolojik ilerleme gibi gelişmeler sebebiyle parasal büyüklükler ile toplam harcamalar arasındaki ilişkilerin istikrarsız olması, parasal hedeflerin 80'li yıllardan itibaren ve özellikle 90'lı yıllarda terkedilmesi-

Nominal Çapa: Para politikasının yürütülmesinde, nominal değişkenlerden döviz kuru, enflasyon oranı, parasal büyüklük veya faiz oranı değişkenlerden hedef olarak dikkate alınan değişkendir.

ne yol açmıştır. Para politikasının yürütülmesinde nominal çapa olarak parasal büyüklüklerin kullanımını takip eden popüler hedefleme stratejisi döviz kuru hedefleme stratejisi olmuştur.

PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

Para politikasının nihai hedeflerine ve bu hedeflere ulaşmak için kullanılan stratejinin nasıl işlediğine bir önceki başlıklarda değindik. Şimdi hedefleme stratejisinin başlangıç aşamasını yani para politikasının araçlarını incelemeye geçebiliriz. Merkez bankasının kontrolünde olan ve ekonomiye yön vermek için merkez bankasının kullandığı enstrümanlar **para politikası araçları** olarak tanımlanır.

Bu araçlar, merkez bankalarının ekonomide yaratmayı arzuladığı etkilerin ortaya çıkabilmesi için kullandığı enstrümanlardır. İlk başlıkta değindiğimiz gibi politik aracın kullanım yönünün, genişlemeci ya da daraltıcı olarak tanımlanması politika eyleminin toplam talep üzerinde yaratacağı etkinin yönüne bağlıdır.

Şekil 4.7.a'da, daraltıcı bir para politikası uygulamasının nihai amaç olarak dikkate alınacak temel makroekonomik değişkenlerde yaratacağı sonuçlar görülmektedir. Daraltıcı para politikası toplam talebi azaltarak fiyatlar genel seviyesini, millî gelir ve istihdam düzeylerini azaltırken, işsizlik oranını arttırmaktadır. Şekil 4.7.b'de ise genişlemeci bir para politikası uygulamasının temel makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisi görülmektedir. Bu politik eylem ise fiyatlar genel düzeyi, millî gelir ve istihdam düzeyini arttırmakta iken işsizlik düzeyini azaltmaktadır. Ama elbette ki bu iki politika eyleminin söz konusu etkilere neden olabilmesi için, diğer bütün koşulların sabit kalması varsayımı gözden kaçırılmamalıdır.

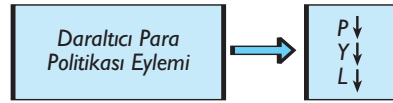
Şimdi, merkez bankalarının toplam talep ve bunun aracılığı ile temel makroekonomik değişkenler üzerinde etki yaratabilmek için kullanabileceği araçların neler olduğunu inceleyelim. Bu araçları şu şekilde sıralamak mümkündür.

- Politika faizi
- Faiz koridoru
- Reeskont oranı
- Zorunlu karşılık oranı
- Açık piyasa işlemleri
- İletişim politikası
- Döviz işlemleri

Yukarıda sıralanan araçlardan bazıları (Reeskont oranı, zorunlu rezerv oranı ve açık piyasa işlemleri) merkez bankalarının doğrudan likiditeyi yönetmek için kullandıkları araçlardır. İlk iki araç ise ekonomideki likidite durumu ile ilişkili araçlardır. İletişim politikası yine likidite talep ve arzını etkilemek için merkez bankasının kamuoyuna verdiği sinyaller ile ilgili iken son araç olarak verilen döviz işlemleri, likiditeyi düzenlemek adına yapılsa da yine likidite üzerinde etkili olabilecek araçlardır. Sıralanan bu araçların likidite durumu ile ilişkisine dair kısa açıklamalardan da anlaşılacağı gibi, merkez bankaları, para politikası araçlarını kullanarak ülkedeki likidite düzeyini etkilemekte ve böylece amaçlar üzerinde etkili olabilir.

Para Politikası Araçları: Merkez Bankasının para politikasını yürütmeye kullandığı ve kontrol etme gücü olduğu enstrümanlardır.

Şekil 4.7a



Daraltıcı Para Politikasının Sonuçları

Şekil 4.7b



Genişlemeci Para Politikasının Sonuçları

Merkez bankasının likidite yönetimi: Merkez Bankasının ekonomideki likidite arzını yönetmesidir.

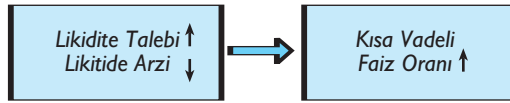
mektedir. Bu durumda para politikasını yürütmek, aslında ekonomideki likiditeyi yönetmek anlamına gelmektedir. Dolayısıyla para politikası araçları likidite düzeyini etkileyen araçlardır.

Para politikası araçlarının nasıl çalıştığını iyi anlayabilmek için, **likidite yönetimini anlamak** gerekmektedir. Ekonomide likidite arzı ve talebi ekonomideki kısa vadeli faiz oranlarını belirlemektedir. Merkez bankalarının likidite arzını yönetmeleri anlamına gelen likidite yönetiminde amaç, kısa vadeli faiz oranlarının nihai amaca uygun bir düzeyde gerçekleşmesini sağlamaktır. Ekonomide para arzı likidite arzı ile bire bir ilişkilidir. Para arzındaki artış likidite arzını arttırmakta iken tersine para arzının azalması ise likidite arzının daraltmaktadır.

Öncelikle Merkez bankasının yönetmeye çalıştığı likidite arzının talebine de kısaca bakmak gerekmektedir. Çünkü ekonomideki likidite talebindeki gelişmeleri anlamak, likidite arzını başarıyla yönetmek için önemlidir. Bankaların likidite talebini etkileyen unsurlar kısaca, merkez bankalarının belirledikleri zorunlu karşılık oranları, banka müşterilerinin nakit talepleri ve ekonomideki iç borçlanma durumudur. Bu unsurlarda likidite talebini arttırıcı bir gelişme yaşanması, diğer bütün koşullar sabitken kısa vadeli faiz oranlarının artması yönünde bir baskıya neden olmaktadır. Şekil 4.8.a'da görüldüğü gibi benzer bir sonuç diğer bütün şartlar sabitken likidite arzında bir azalma yaşanması durumunda da ortaya çıkmaktadır.

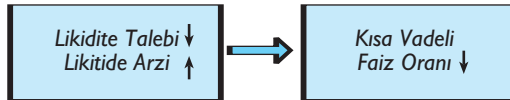
Şekil 4.8a

Likidite ve Kısa Vadeli Faiz Oranları Arasındaki İlişki



Şekil 4.8b

Likidite ve Kısa Vadeli Faiz Oranları Arasındaki İlişki



Şekil 4.8.b'de görüldüğü gibi diğer bütün koşullar sabitken likidite talebi azalır ise veya likidite arzı artar ise bu durumda da kısa vadeli faiz oranlarının düşmesi yönünde bir hareketlilik ortaya çıkacaktır.

Merkez bankası likiditeyi yönetirken kısa vadeli faiz oranını arzuladığı düzeye getirmeye çalıştığına göre, uygulayacağı para politikasına karar verirken aynı zamanda likidite arzını nasıl değiştirmeye çalışacağına da

karar vermektedir. Örneğin merkez bankası, likidite talebinde meydana gelen bir yükselmenin, kısa vadeli faiz oranı üzerindeki etkisini giderebilmek için likidite arzını arttırmalıdır. Şimdi yukarıda sıraladığımız para politikası araçlarını sırasıyla inceleyelim.



Politika Faizi

Ekonomide likidite arzı ve talebine göre belirlenmekte olan kısa vadeli faiz oranları, para politikası yürütülmesinde temel araçların başında gelmektedir. Para politikasının toplam talep üzerinde arzuladığı sonuçları temelde harcama bileşenlerinin faiz duyarlılığı ile gerçekleştirdiği hatırlanır ise para politikası etkisinin çıkış noktasının kısa vadeli faiz oranları olduğu görülür. Ancak birbiri ile yakın ilişkili olsa da ekonomide kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin tek bir gösterge faiz oranı

yoktur. Merkez bankası bu oranlardan birini kendisine politika faiz oranı olarak belirlemektedir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası bu amaçla 1 hafta vadeli repo faiz oranını politika faiz oranı olarak kullanmaktadır.

Merkez bankası, politika faizi düzeyinin kaç olacağına karar verdiğinde belirlediği politika faiz oranının geçerli olabilmesi için likidite arzını ayarlamak durumunda olmaktadır. Merkez bankası likidite arzına yön vermek için sonraki başlıklarda ele alınacak politika araçlarından özellikle açık piyasa işlemlerini kullanmaktadır. Merkez bankasının politika faizine ilişkin belirlediği düzey ve bu düzeydeki değişim, izlenen politikaya ilişkin fikir vermektedir. Politika faizini arttıran bir merkez bankası, sıkı para politikası uygulamakta iken politika faizini düşüren bir merkez bankası ise genişlemeci bir politika izlemektedir.

Faiz Koridoru

Kısa vadeli faiz oranları ile ilgili kullanılabilinecek bir başka araç koridor sistemi olarak da adlandırılan **faiz koridorudur**. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ve Avrupa Merkez Bankası tarafından kullanılmakta olan koridor sistemi uygulamasına baktığımızda, merkez bankası borç alma ve borç verme faiz oranlarını alt ve üst faiz limiti olarak belirlemektedir. Merkez bankası bu sistemde bankalara ilan ettiği üst limit olan borç verme faizinden dilediği kadar likidite sağlamakta, isteyen bankadan ise alt limit olan borç alma faizinden dilediği kadar likidite kabul etmektedir.

Faiz Koridoru: Merkez Bankasının kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin borç alma (alt limit) ve borç verme (üst limit) faiz oranlarını açıklayarak piyasa faiz oranının limitler içinde belirlenmesini sağladığı sistemdir.

TCMB faiz koridoru uygulamasında borç alma ve verme faizlerinin geçerli olduğu en son zaman dilimlerini tam iş günleri için saat 16:00, yarım iş günleri için ise saat 12:00 olarak belirlemiştir.



DİKKAT

Faiz koridoru uygulamasında, merkez bankasının borç verme faiz oranının üzerinde bir orandan borçlanmayı hiçbir banka tercih etmeyecek ve borç alma faizinden daha düşük bir düzeyden de hiçbir banka borç vermeyi tercih etmeyecektir. Böylelikle merkez bankası, bu sistemle kısa vadeli faiz oranlarının açıklanmış olduğu bu koridor içinde gerçekleşmesini sağlayacaktır. Piyasada gerçekleşen kısa vadeli faiz oranlarının düzeyi ekonominin likidite durumu hakkında fikir vermektedir. Kısa vadeli faiz oranlarının, borç verme faiz oranına yakın bir düzeyde seyretmesi piyasada likidite talebinin yüksek olduğu, borç alma düzeyine yakın bir seviyede seyretmesi ise likidite bolluğu olduğu şeklinde yorumlanabilir. Bunun yanında merkez bankaları, faiz koridoru içinde belirli bir düzeyi politik hedef olarak da belirleyebilir. Bu durumda gerçekleşen faiz oranının hedefe yakınlığı amaçlanır iken faiz koridorunun alt ve üst limitleri, hedef faiz oranından sapmaların kabul edilebilir sınırlarını yansıtmaktadır.

Faiz koridorunun kullanımında günün daha geç zamanları için (ülkemizde bu zaman, tam iş günleri için eğer zorunlu karşılık tesis süresinin sonu değil ise 16:00-17:00 arası, tesis süresi sonu ise 16:00-17:15'dir) daha yüksek borç verme faiz oranı limiti ve daha düşük borç alma faiz oranı limiti belirlenmektedir. Bu zaman diliminde borçlanma geç likidite penceresi olarak tanımlanmaktadır. Merkez bankaları bu sistemde borç alma, borç verme ve hedef faiz oranı düzeylerini zaman içinde değiştirebilmektedir. Dolayısıyla nihai hedefe uygun likidite yönetimini bu şekilde ayarlayabilir.

Reeskont Oranı

Kelime anlamı yeniden iskonto olan reeskont, ticari bankaların iskonto ettikleri bir senedi merkez bankasına tekrar iskonto ettirerek merkez bankasından kısa vadeli kredi kullanımı anlamına gelir. Bankaların bankası olan merkez bankasının bankalara kullandığı bu krediye reeskont kredisi, bu kredi için uygulanan faiz oranına reeskont oranı denilmektedir. Merkez bankasının likidite arzını arttırmak amacıyla olması durumunda reeskont kredilerini arttırmak için bu kredilere uyguladığı faiz oranı olan reeskont oranını düşürmesi, likiditeyi azaltmak amacıyla olması durumunda ise reeskont kredilerini düşürmek için reeskont oranını arttırması gerekecektir.

Ancak burada iki önemli noktanın vurgulanmasında fayda vardır. Bunlardan ilki, bankalara verilen bu kredilerin kısa vadeli olmasıdır. Bankaların uzun vadeli yani kalıcı olarak merkez bankasından kredi kullanımı bu olanak dâhilinde mümkün değildir. Zaten böyle bir ihtiyacın varlığı, o bankanın mali pozisyonunun iyi olmadığı anlamına gelmektedir. İkinci önemli konu ise merkez bankasının “nihai kredi merci olması” konusudur. Merkez bankası likiditenin son kaynağı olarak, nihai kredi verici olma özelliğine (misyonuna) sahiptir. Dolayısıyla bu politik araç, likiditeyi ayarlamak adına kullanılır iken bazen fiyat istikrarı nihai hedefine uyumlu görünmese de finansal sistemin ve bankaların ihtiyaçları gözetilerek kullanılabilir. Reeskont kredileri özellikle finansal istikrarsızlık ortamlarında, bankacılık sisteminde bir sorun yaşanmasına engel olmak ya da mevcut bir sorunun derinleşmesine mâni olmak adına kullanılabilir. Merkez bankaları likidite sıkıntısı içinde olan bankacılık sistemine reeskont penceresinden finansal krizlere engel olmak için likidite sağlar.

Zorunlu Karşılık Oranı

Merkez bankası, bankaların ellerindeki mevduatların belirli bir oranına karşılık gelen kısmını, merkez bankasında tutmalarını zorunlu kılabilir. Bankalara yatırılan mevduatların ne kadarını merkez bankasında muhafaza edecekleri ise zorunlu rezerv oranı ile belirlemektedir. Bankalar, merkez bankasınca belirlenen bu oran nispetinde likiditeyi merkez bankasına yatırır. Merkez bankası zorunlu rezerv oranını kullanarak bankaların kredi verme imkânlarını ve dolayısıyla likidite arzını etkilemektedir. Merkez bankası likiditeyi arttırmak isterse zorunlu karşılık oranını düşürecek tersine likiditeyi azaltmak isterse de zorunlu karşılık oranını arttıracaktır. Bu politik araç, daha önceki ünitelerde belirtildiği gibi para çarpanını etkileyen bir parametredir. Dolayısıyla reeskont kredileri ve açık piyasa işlemleri likidite üzerinde etkilerini parasal taban aracılığı ile göstermekte iken zorunlu karşılık oranındaki değişimin likidite üzerindeki etkisi, çarpan üzerinden işlemektedir. Zorunlu karşılık oranının düşmesi, çarpanın değerini arttırdığı için ekonomideki likiditeyi arttırmakta, bu oranın artması ise çarpanın değerini azaltmakta ve likiditeyi bu sebeple daraltmaktadır.

Likiditeyi ayarlama amacıyla kullanılan bu politik araç mevduat toplamaya yetkili bankalar için bir maliyet unsuru ve dolayısıyla karlılığı azaltıcı bir faktör olsa da finansal sistemin sağlıklı işlemesi için ciddi bir öneme sahiptir. Finansal sistemde yaşanabilecek olası olumsuzluklara müdahale edebilmek için bir ihtiyat özelliğine sahip iken aynı zamanda kredi piyasasında yaşanacak olası dengesizliklere müdahale edebilme imkânı sunmaktadır. Bu araç, olası hızlı kredi genişlemesi ya da daralması sürecinin olumsuz etkilerini azaltmada kullanılabilir. Örneğin; merkez

bankasının zorunlu karşılık oranını arttırması durumunda bankalar topladıkları mevduatların daha büyük bir kısmını merkez bankasında bulundurmak zorunda kalırlar. Bu da bankaların kredi olarak verebilecekleri fonların azalması anlamına gelmektedir. Merkez bankasının bu oranı artırması likidite arzını azaltmıştır.

Zorunlu karşılık yönteminin nasıl uygulandığına baktığımızda ise bankaların merkez bankasına yatırmak zorunda oldukları zorunlu karşılık miktarının tespiti için belirli bir zaman geçmesi gerekmektedir. Bu sürenin sonunda ise bankalara bu miktarı merkez bankasına yatırmaları için belirli bir süre verilmektedir. **Zorunlu karşılık tesis dönemi** denen bu sürenin sonunda bankalar yatırmaları gereken miktarı merkez bankasına yatırmak zorundadır.

Zorunlu Karşılık Tesis

Dönemi: Bankaların merkez bankasına yatırmaları gereken zorunlu rezerv miktarını temin etmek için geçen dönemdir.

Açık Piyasa İşlemleri

Merkez bankalarının, kısa vadeli faiz oranlarının arzulanan düzeyde oluşumunu sağlamak ve finansal sistemdeki likiditeyi etkin bir biçimde düzenlemek için kısa vadeli piyasalardan menkul kıymet alım ve satımı yapması açık piyasa işlemi (APİ) olarak tanımlanır. Kısaca merkez bankasının piyasadaki likidite çekmek için menkul kıymet satması, piyasaya likidite sürmek içinde menkul kıymet satın alması anlamına gelmektedir. Merkez bankası bu menkul kıymetleri sattığında bedelleri satın alan kurumlardan merkez bankasına aktarılmakta iken satın alması durumunda bedelleri merkez bankasından piyasaya aktarılmaktadır.

Günümüz modern merkez bankalarının likiditeye müdahale etme amacı ile para politikasını yürütürken en fazla kullanmayı tercih ettikleri araç APİ'dir. Bunun nedeni likiditeyi ayarlama da diğer iki politika aracı olan reeskont kredileri ve zorunlu karşılık oranı araçlarına göre kullanımının daha esnek ve pratik olmasıdır. Yukarıda bahsedildiği gibi zorunlu karşılık oranının değiştirilmesi ve bunu takiben likiditenin etkilenmesi belirli bir zaman geçmesini gerektirmektedir. Bu durumda likiditeye ilişkin ani ve sık yapılması gereken ayarlamalar için fazla esnek olmayan zorunlu karşılıkların kullanımı uygun olmayacaktır. Likiditeyi ayarlama özelliği olmasına karşın reeskont kredilerinin, özellikle bankacılık sisteminde yaşanabilecek likidite sıkışıklığının giderilmesi amacıyla kullanımı daha çok tercih edilmektedir. Ayrıca zorunlu karşılık oranı kadar olmasa da likiditeye etkisi belirli bir gecikmeyle gerçekleşecektir. Bunların yanında, bu iki aracın nihai etkisinin derecesi, bankaların tutumlarına ve ekonomideki bankacılık sisteminin kullanımına duyarlıdır. Ancak APİ'nin likidite üzerindeki etkisi çok kısa sürede ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla APİ, merkez bankalarının likidite üzerinde arzuladıkları etkileri yaratmada kullanmayı en çok tercih ettikleri politik araçtır.

Merkez bankalarının, alım satım işlemlerini kısa vadeli fon piyasalardan yaptıkları bu menkul kıymetler kamu ya da özel sektörün ihraç etmiş olduğu menkul kıymetlerden olabilmektedir. Ancak yasal bir sınırlama olmamasına karşın, ahlaki nedenlerden dolayı merkez bankaları kamunun ihraç ettiği menkul kıymetleri alıp satmayı tercih etmektedir. Merkez bankalarının bu işlemleri kimlerle yürüttüğüne bakıldığında ise banka ve bazı mali aracı kurumlara alım satım işlemi yapıldığı görülmektedir.

Açık Piyasa İşlemi (APİ):

Merkez bankasının, piyasadaki likiditeyi yönetmek ve kısa vadeli faiz oranlarını arzuladığı düzeyde gerçekleşmesini sağlamak amacıyla gerçekleştirdiği menkul kıymet alım ve satım işlemleridir.

TCMB açık piyasa işlemlerini, TCMB bünyesindeki “Bankalar Arası Para Piyasası” ve İMKB bünyesindeki “Repo/Ters Repo Pazarı” piyasalarında yürütmektedir.



DİKKAT

Para politikası araçları içinde merkez bankaları tarafından likiditeyi ayarlamak için en çok tercih edilen APİ'nin kullanımına baktığımızda, uygulamada en çok dört tür işlemin gerçekleştirildiği görülmektedir.

- Doğrudan (Kesin) Satım: Merkez bankasının kalıcı olarak piyasadaki likiditenin fazla olduğunu düşünmesi durumunda başvurduğu APİ türüdür. Böyle bir durumda merkez bankası kendi portföyünde bulunan menkul kıymetlerin bir kısmını satışa çıkararak arzulanıktaki miktarda likiditeyi piyasadan çekebilir.
- Ters Repo (Geri Alım Vadiyle Satım): Merkez bankasının piyasada geçici bir likidite fazlası olduğunu düşünmesi durumunda bu likidite fazlasını piyasadan çekebilmek için kullandığı APİ'dir. Merkez bankası bu APİ türünde, belirli bir tarihte geri satın almayı taahhüt ederek satış yapmaktadır.
- Doğrudan (Kesin) Alım: Piyasada kalıcı likidite ihtiyacı söz konusu olduğunda, merkez bankasının bu likiditeyi kalıcı olarak sağlamak için piyasadan menkul kıymet satın almasıdır.
- Repo (Geri Satım Vadiyle Alım): Ekonomide geçici likidite ihtiyacı olması durumunda, merkez bankasının bu ihtiyacı karşılamak adına yaptığı APİ türüdür. Bu işlemde merkez bankası geri satmayı taahhüt ederek piyasadan menkul kıymet satın almaktadır.

Tablo 4.2'de APİ türlerinin hangi durumda yapıldığı ve sonuçlarının neler olacağı özetlenmektedir.

Tablo 4.2
Açık Piyasa İşlem Türleri

Kaynak: TCMB
Bülten, Sayı:
26/Haziran 2012,
s.3.

APİ Çeşidi	Yapıldığı Durum	Sonuç
Doğrudan Satım	Piyasada kalıcı likidite fazlası varsa	Likidite kalıcı olarak çekilir
Ters Repo	Piyasada geçici likidite fazlası varsa	Likidite geçici olarak çekilir.
Doğrudan Alım	Piyasada kalıcı likidite sıkışıklığı varsa	Likidite kalıcı olarak arttırılır
Repo	Piyasada geçici likidite sıkışıklığı varsa	Likidite geçici olarak arttırılır

Özellikle faiz koridorunun yürütülmesinde oldukça öneme sahip olan APİ'nin likidite yönetiminde etkin olarak kullanabilmesi için derinleşmiş ikincil piyasalara ihtiyaç duyulmaktadır. Örneğin; TCMB, birincil piyasadan yasa gereği kamu borçlanma senetleri ile ilgili işlem yapamamaktadır. 1970 yılında yürürlüğe giren kanun ile TCMB APİ yapma yetkisini edinmiş olsa da bu politika aracının kullanımını için bir hayli zaman geçmesi gerekmiş ve APİ 1987 yılında yapılmaya başlamıştır. TCMB günümüzde bu işlemleri gerçekleştirir iken ihale ya da kotasyon yöntemlerini kullanmaktadır.

DİKKAT



TCMB açık piyasa işlemlerini, ihale ya da kotasyon yöntemlerinden birini kullanarak gerçekleştirmektedir.

DİKKAT



TCMB bazen son kredi verme merci olma özelliği sebebiyle gerekli gördüğü bazı durumlarda bir açık piyasa işlemi olan depo işlemini gerçekleştirebilir. Merkez bankası bu işlemde, vadeli mevduat alım ya da satım ihaleleri düzenlemektedir.

İletişim Politikası

Merkez bankaları bazen kamuoyuna izlenecek politikaya ilişkin sinyaller vermektedir. Bu sinyallerde amaç, likidite arz ve talebini etkilemektir. Ancak bu para politikası aracı likidite üzerinde yönlendirme suretiyle bir etkiye sahip olabilmektedir. Örneğin merkez bankası politika faizini yükselteceğine dair kamuoyuna sinyal vererek para politikasının sıkılaşıcağına dair bilgilendirme yapabilir ve ekonomik aktörleri yönlendirebilir. Merkez bankası böyle bir sinyal ile uygula-

yacağı politikanın arzulanır sonuçlara ulaşmasını kolaylaştırabilir. Ama elbette ki merkez bankasının bunda başarılı olabilmesi için yüksek bir güvenilirliğe sahip olması gerekir.

Döviz İşlemleri

Döviz kuru, döviz piyasasında döviz arzı ve talebi tarafından belirlenmektedir. Döviz kuru, ekonomide önemli etkileri olan bir değişkendir. Merkez bankaları, döviz piyasasında döviz alımı ya da satışı yaparak ve dolayısıyla döviz arzı veya talebini etkileyerek döviz kuruna müdahale edebilmektedir. Bir sonraki üniteye daha detaylı ele alınacak olan bu işlemler likidite arzını etkilemek amacı ile yapılmasa da sonuçları itibarıyla likidite üzerinde etkili olabilmektedir.

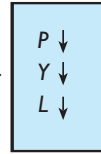
Şimdi sıraladığımız para politikası araçlarını uygulama sonuçları ile ilişkilendirelim. Şekil 4.9'da bu politika araçlarının daraltıcı para politikası uygulamasında nasıl kullanılması gerektiği gösterilmiştir. Ancak iletişim politikasının yaratacağı etkinin gücünün kesinlik taşımadığı, döviz kuruna ilişkin aracın kullanımının etkisinin dalgalı kur sisteminde merkez bankasının döviz satması sonucu gerçekleşeceği gözden kaçmamalıdır.

Şekil 4.9

Para Politikası Araçlarının Daraltıcı Yönde Kullanımı

Daraltıcı Para Politikası Eylemi

- Politika faizini arttırmak
- Faiz koridorunun alt ve üst sınırlarını arttırmak
- Reeskont oranını arttırmak
- Zorunlu karşılık oranını arttırmak
- Açık piyasada doğrudan satım veya Ters Repo yapmak
- Sıkı para politikası izleyeceği sinyali vermek
- Döviz kurunu düşürmek



Merkez bankasının genişlemeci bir para politikası yürütmek istemesi durumunda, politika araçlarını nasıl kullanması gerektiğini ve bu araçların makroekonomik değişkenler üzerinde nasıl etkiler yaratacağını gösteren bir şekil düzenleyiniz.



SIRA SİZDE

1

KÜRESEL KRİZ SONRASI TCMB PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2008 yılının son çeyreğinde tüm dünyayı etkileyecek şekilde derinleşen küresel krizden önce fiyat istikrarını sağlamak temel amacı doğrultusunda para politikasını şekillendirmekteydi. Bu süreçte enflasyon hedeflemesi stratejisi doğrultusunda kısa vadeli faizler politika aracı olarak kullanılmıştı. Fiyat istikrarının finansal krizi önleyebileceğine dair genel görüşe rağmen finansal krizin yaşanması, sadece fiyat istikrarının sağlanmasının makroekonomik istikrarın sağlanmasında yeterli olmadığını bir anlamda kanıtlanmış oldu. Bu yüzden merkez bankalarının fiyat istikrarına odaklanırken finansal sistemde biriken riskleri göz ardı etmemeleri gereği de ortaya çıkmış oldu. Ayrıca kriz sonrası süreçte finansal istikrarın göz ardı edilmesinin orta ve uzun vadede fiyat istikrarını ve

makroekonomik istikrarı tehdit edebileceği de görülmüştü. Bu yüzden TCMB 2010 yılının sonlarından itibaren makro finansal riskleri de gözetken alternatif bir para politikası stratejisi tasarlamaya yönelmişti.

2010 Sonrası Para Politikasının Değişen Görünümü

2010 sonrası izlenen politikaların nedeninin daha iyi anlaşılması, küresel kriz sonrası Türkiye ekonomisinde ortaya çıkan iktisadi dinamiklere iç-dış denge ve makro finansal riskler bağlamında göz atılmasını gerekli kılmaktadır. Bu dönemde Türkiye’de iç ve dış talepte ciddi bir ayrışma yaşanmıştır. Şöyle ki 2010 yılında gelişmiş ülke merkez bankalarının genişlemeci politikalar izlemesi kısa vadeli sermaye akımlarının Türkiye gibi gelişmekte olan ülke ekonomilerine akmasına neden olmuştur. Sermaye girişleri Türk lirasının değerini arttırmış ve artan kaynaklar aynı zamanda iç kredi kullanımını ve iç talebi arttırmıştır. Türkiye ekonomisinde iç talepteki büyüme ve ₺’nin değer kazanması ithalat artışını hızlandırmıştır. Ancak bunun aksine kriz dönemi süresince özellikle Türkiye’nin ihracatının gelişmiş ülkelere yönelik olması nedeniyle dış talep iç talebe göre zayıf kalmıştır. Kısa vadeli sermaye akımları bir yandan kredi olanaklarını arttırarak tüketimi arttırmış diğer yandan da ₺’nin değerlenmesine yol açarak iç ve dış talep arasındaki ayrışmayı belirgin hâle getirmiştir. Bu gelişmeler dış ticaret ve cari işlemler dengesinde ciddi sorunlara neden olmuş ve bu açıkların neredeyse tamamının kısa vadeli sermaye ve portföy yatırımlarıyla sağlanması makro finansal istikrara ilişkin riskleri arttırmıştır.

Finansal İstikrar Amacının Öne Çıkması

Yukarıda bahsettiğimiz nedenlerden dolayı TCMB fiyat istikrarından taviz verilmeden destekleyici bir amaç olarak finansal istikrarı sağlamayı ana hedef olarak belirlemiştir. Ancak fiyat istikrarı hedefinden taviz vermeden tek bir araçla (enflasyon hedeflemesi stratejisinde temel politika aracı kısa vadeli faizlerdir) finansal istikrarın da gözetilebilmesi mümkün olmamıştır. Şöyle ki fiyat istikrarı amacıyla finansal istikrar amacı zaman zaman birbiriyle çelişebilmekte ve her iki amacı da dengede tutacak faiz oranı her zaman birbiriyle uyumlu olmayabilmektedir. Örneğin, enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamasında eğer bir ülkede iç talepteki hızlanma sonucu enflasyon hedeflenen düzeyinin üzerine çıkarsa merkez bankası hedef düzeyine dönmek için politika faizini arttıracaktır. Faizdeki artış bir yandan kredi arzını daraltırken bir yandan da yerli paranın değerlenmesine yol açarak ithal maliyetlerini azaltacak ve bu durum enflasyonu düşürücü etki yaratacaktır. Görüldüğü gibi enflasyonun kontrol altında tutulabilmesi için politika faizinin artırılması yeterli olabilirken bu politika finansal risklerin birikmesini engelleyemeyebilecektir. Örneğin, finansal istikrarın sağlanması açısından kısa vadeli sermaye girişlerinin arttığı dönemlerde kredilerin yavaşlatılması gerekirken yerli paranın değerinin olması gereken değerinin çok üzerine çıkmasının önüne geçilmesi de önem taşıyabilmektedir. Ancak enflasyonu hedeflenen düzeye getirebilmek için gerekli olan faiz artırımı, yerli paranın daha da değer kazanmasına neden olabilmektedir. Böyle bir ortamda sermaye girişlerinin yavaşlatılarak makro finansal dengesizliklerin azaltılması için kısa vadeli faizlerin düşürülmesi bir politika seçeneği olarak ortaya çıkmakta, bu sefer de düşük faiz artan iç talebi destekleyerek enflasyon hedefinin tutturulmasını tehdit edebilmektedir. Yani iç dengeyi sağlayan faiz oranı ile dış dengeyi sağlayan faiz oranı birbiriyle uyumsuz olabilmektedir. Dolayısıyla hem fiyat istikrarını hem de makro finansal istikrarı gözetken bir merkez bankasının özellikle kısa vadeli sermaye akımlarının hızlandığı dönemlerde politika faizine ek olarak başka araçları da devreye sokması gerekebilmektedir.

Bu çerçevede TCMB makro finansal dengesizlikleri sınırlandırmak için kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmak ve kredi genişlemesini yavaşlatmak şeklinde iki ara hedef belirlemiştir. Bu bağlamda TCMB, finansal istikrarın sağlanması için politika faizine ek olarak zorunlu karşılıklar ve faiz koridorundan (gecelik borç verme ve borç alma faiz oranları arasındaki fark) oluşan araçları aktif para politikası araçları olarak birlikte kullanmaya karar vermiştir. Aslında kısa vadeli faiz oranlarının belirlenmesinde kullanılan faiz koridoru sistemi TCMB tarafından 2002 ortasından beri kullanılmaktadır. Küresel kriz sonrası bu sistemin aktif olarak kullanılması zorunlu karşılıkların bir politika aracı olarak etkinliğini arttırmıştır. Şimdi sözü edilen bu araçların ara hedeflere ve sonuçta nihai hedefe ulaşmada nasıl kullanıldığına değinelim.

2010 yılının son çeyreğine gelindiğinde Türkiye ekonomisi, güçlü sermaye girişleriyle birlikte cari işlemler dengesinde bozulma ve kredi genişlemesindeki hızlanmanın yaşandığı bir görünüm sergilemiştir. Bu ekonomik ortamda TCMB bir yandan faizleri düşük tutarak sermaye girişlerini caydırmayı diğer yandan ise zorunlu karşılık oranlarını arttırarak ve faiz koridorunu geniş tutarak kredi artış hızını yavaşlatmayı amaçlayan bir strateji uygulamaya koymuş, finansal sistemin yükümlülüklerinin uzatılmasını da destekleyici bir amaç olarak belirlemiştir.

Spekülatif Sermaye Hareketlerini Azaltmak

Uygulanmakta olan politika bileşiminin ilk ayağı, kısa vadeli spekülatif sermaye girişlerini caydırıp döviz kurlarının iktisadi temelden kopuk hareketlerini sınırlayarak küresel risk alma isteğindeki ani değişimlerin neden olabileceği makro finansal riskleri azaltmaktır. Bu amaca dönük olarak TCMB gecelik borçlanma faizini ve politika faizini düşürmüştür. Bunun yanında faiz koridoru genişletilerek kısa vadeli faizlerin konjonktüre göre gerektiğinde günlük olarak ayarlanabilmesine (enflasyon hedeflemesinin uygulandığı tarihten 2010 yılına kadar ayda bir kez ayarlanmakta idi) imkân tanınmıştır. Böylece kısa vadeli faizlerin ortalama getirisinin düşürülmesi ve oynaklığının arttırılması yoluyla sermaye girişlerinin caydırılması amaçlanmıştır. Bu sistemde faiz koridorunun geniş bırakılması, TCMB'nin likidite operasyonlarıyla gecelik faizleri kısa süre içinde değiştirebilmesine olanak tanımaktadır. Buna göre merkez bankası sermaye hareketlerinin yönüne bağlı olarak kısa vadeli faizleri süratli bir şekilde ayarlayarak gerekli gördüğü takdirde sermaye hareketlerini ve döviz kuru oynaklığını yumuşatabilmektedir.

Kredi Arzındaki Artışı Sınırlamak

Politika bileşiminin ikinci ayağı kredi arzındaki artışı sınırlandırmayı hedeflemektedir. Kredi genişlemesini sınırlandırmak için zorunlu karşılık oranlarında kademeli artışlar gerçekleştirilmiştir. Ayrıca bankacılık sisteminin yükümlülüklerinin vadesinin uzatılarak vade uyumsuzluğunu (borçların vadesinin varlıkların vadesinden daha kısa olması) giderici etki yapmak için hâlihazırda %6 olan ₺ zorunlu karşılık oranı, kısa vade için daha yüksek olacak şekilde mevduatın vade yapısına göre farklılaştırılmıştır. Ayrıca gelecekte zorunlu karşılık oranlarının makroekonomik ve finansal riskleri azaltıcı araçlardan biri olarak daha aktif bir şekilde kullanılabilmesini sağlamak amacıyla 23 Eylül 2010 tarihli zorunlu karşılıklara ilişkin basın duyurusunda, yabancı para zorunlu karşılıklarda olduğu gibi Türk parası zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son verildiği belirtilmiştir. Türk lirası yükümlülükler için farklılaştırılmış zorunlu karşılık oranları ilk olarak 17.12.2010 tarihinde TCMB basın duyurusunda ilan edilmiş ve 7 Ocak 2011 tarihli yükümlülük cetvelin-

den itibaren geçerli olmuştur. Son olarak 21 Nisan 2011 tarihli TCMB basın duyurusunda ilan edilen ve 29 Nisan 2011 tarihli yükümlülük cetvelinden itibaren geçerli olmak üzere hâlihazırda %11 olan yabancı para zorunlu karşılık oranları da vade bazında farklılaştırılmıştır.

Zorunlu karşılıkların kredileri etkilemesi iki kanaldan olmaktadır:

- Doğrudan maliyet kanalı ve
- Faiz riski ve likidite kanalı.

Zorunlu karşılık oranlarındaki değişimler kaynaklarının büyük kısmı mevduatlardan oluşan bankacılık sisteminin kaynak maliyetini doğrudan etkilemektedir. Basit bir çerçevede TCMB'nin zorunlu karşılık oranlarına faiz ödemesi yapmaması ve Nisan 2011 dönemine kadar zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalamasını %13,3 seviyesine çıkartması ile bu değişikliğin bankalara maliyeti yaklaşık olarak 100 baz puan olmuştur. Yani bankaların topladığı her 100 liralık mevduat için 1 lira zorunlu karşılık maliyeti ödemesi durumu ortaya çıkmıştır.

Zorunlu karşılık oranlarındaki değişimin krediler üzerindeki etkisi asıl olarak faiz riski ve likidite kanalıyla ortaya çıkmaktadır. Zorunlu karşılıklarda bir artışla bankalardan çekilen likiditenin bankaların kredi verme imkânlarını kısıtlaması amaçlanırken, bankalar bu ek likidite açığını merkez bankasından gecelik ya da haftalık vadede borçlanarak ikame ettiklerinde zorunlu karşılıklardaki artışın kredi davranışı üzerinde önemli bir etkisinin olmayacağı beklenir. Nitekim Mart 2011 dönemine kadar zorunlu karşılıklarda yapılan düzenlemeler kapsamında piyasadan likidite çekilirken, merkez bankasının açık piyasa işlemleriyle sağladığı likidite de belirgin bir şekilde artmıştır. Çünkü enflasyon hedeflemesi gibi bir rejim uygulanırken merkez bankası önceden ilan ettiği politika faizinden likidite vermeyi taahhüt etmektedir. Ancak uygulanan faiz koridorunun genişletilmesi ve kısa vadeli faizlerde normal dönemlerin üzerinde bir oynaklığa izin verilmesi mevduatın merkez bankası fonlaması ile ikame edilebilirliğini sınırlamış ve zorunlu karşılıkların politika aracı olarak etkinliği arttırılmıştır. Şöyle ki bankalar merkez bankasının zorunlu karşılık oranlarını arttırması sonucunda ortaya çıkan likidite açığının tamamını merkez bankasından borçlanarak kapatırsa ortaya çıkan vade uyumsuzluğu ilave faiz riskine katlanmalarını gerektirecektir. Çünkü mevduatların ortalama vadesi 3 ay kadarken bankaların likidite açığını karşılayabildikleri merkez bankası kaynaklarının vadesi gecelik ya da haftalıktır. Bu durum karşısında bankalar ilave faiz riskini kredilere yansıtabilecek ya da kısa vadeli fon kaynaklarını azaltarak kredilerini kısabilecektir. Ancak dikkat ederseniz her iki durumda da kredilerin artış hızı yavaşlayacaktır.

Merkez bankası politika faizinin gelecekte izleyeceği seyre ilişkin belirsizliği faiz koridorunun genişletilmesi ile yüksek tutarak zorunlu karşılık oranlarının faiz riski kanalını güçlendirebilmektedir. Nitekim TCMB 2010 yılının sonlarından itibaren politika faizlerinin tahmin edilebilirliğini azaltarak bankaların kısa vadeli fon kaynaklarını arttırmaları durumunda maruz kalacakları faiz riskini daha da belirgin hâle getirmeyi amaçlamıştır.

DİKKAT



Küresel kriz sonrası TCMB'nin para politikası uygulamaları ile ilgili daha ayrıntılı bilgi edinmek istiyorsanız; bu bölümün yazılmasında yararlanılmış olan Erdem Başçı ve Hakan Kara (2011), Küresel Kriz Sonrası Para Politikası, Hakan Kara (2012). Finansal İstikrar ve Para Politikası ve Fatih Özatay (2012). Para pdlitikasında Yeni Arayışlar, adlı çalışmaları inceleyebilirsiniz.

	Zorunlu Karşılık Oranları (%)					
TL Yükümlülükler	07.01.2011	04.02.2011	01.04.2011	29.04.2011	30.09.2011	28.10.2011
Vadesiz, ihbarlı mevduatlar ve özel cari hesaplar	8	12	15	16	16	11
1 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları (1 ay dâhil)	8	10	15	16	16	11
3 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları (3 ay dâhil)	7	9	13	13	12,5	11
6 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları (6 ay dâhil)	7	7	9	9	9	8
1 yıla kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları	6	6	6	6	6	6
1 yıl ve 1 yıldan uzun vadeli mevduatlar/katılma hesapları ile birikimli mevduatlar/katılma hesapları	5	5	5	5	5	5
Özel fon havuzları	Vadesine karşılık gelen oranlar					
Mevduat/katılım fonu dışındaki diğer yükümlülükler	8	9	13	13	11	11
3 yıla kadar (3 yıl dâhil) vadeli Türk lirası diğer yükümlülükler					8	8
3 yıldan uzun vadeli Türk lirası diğer yükümlülükler					5	5

Tablo 4.3

Vade Bazında Farklılaştırılmış Türk Lirası Zorunlu Karşılık Oranları

Kaynak: TCMB, Zorunlu karşılıklara ilişkin basın duyuruları, 2010-2011

	Zorunlu Karşılık Oranları (%)	
Yabancı Para Yükümlülükler	29.04.2011	22.07.2011
Vadesiz, ihbarlı DTH, yabancı para özel cari hesapları ile 1 aya kadar vadeli, 3 aya kadar vadeli, 6 aya kadar vadeli ve 1 yıla kadar vadeli DTH/yabancı para katılma hesapları	12	12
1 yıl ve 1 yıldan uzun vadeli DTH/yabancı para katılma hesapları ile birikimli DTH/yabancı para katılma hesapları	11	10
Özel Fon Havuzları	Vadesine karşılık gelen oranlar	
1 yıla kadar vadeli diğer yükümlülükler	12	12
3 yıla kadar vadeli yabancı para diğer yükümlülükler (3 yıl dâhil)	11,5	10
3 yıldan uzun vadeli yabancı para diğer yükümlülükler	11	9

Tablo 4.4

Vade Bazında Farklılaştırılmış Yabancı Para Zorunlu Karşılık Oranları

Kaynak: TCMB, Zorunlu karşılıklara ilişkin basın duyuruları, 2011

Tablo 4.3 ve 4.4'te hem Türk lirası hem de yabancı para zorunlu karşılıklardaki vade bazındaki farklılaştırma kronolojik olarak verilmiştir. Verilen tablolardan gördüğünüz gibi zorunlu karşılık oranları sık aralıklarla değiştirilmiştir. Bu değişiklikler genel bir ifadeyle, zorunlu karşılıklarda finansal istikrarı sağlamak amacıyla kimi zaman artışların gerçekleştirildiği, kimi zaman vadelerin uzamasını teşvik edecek şekilde kısa vadeli yükümlülükler için karşılık oranlarında artış ya da uzun vadeli yükümlülükler için azalış gerçekleştirildiği kimi zaman da bankacılık sisteminin likidite ihtiyacını karşılayabilmesi ve maliyetinin azaltılması için karşılık oranlarının azaltılmasına karar verildiği şeklinde özetlenebilir. Örneğin 2010 yılının ortalarından itibaren kısa vadeli sermaye girişlerindeki artış Türk lirasının değer kazanmasına neden olmuş bu da cari açığı arttırarak makro finansal riskleri arttırmıştır. Enflasyon oranı hedefin altında seyretmiş ve bu sayede TCMB para politikasını öncelikle kısa vadeli sermaye girişlerini azaltarak kredileri yavaşlatmaya odaklanmıştır. Bu nedenle faiz koridoru aşağı yönlü genişletilerek faiz düşük düzeyde tutulmuştur. Ancak faizlerin düşük düzeyde olması nedeniyle kredi artışının yaşanmaması için zorunlu karşılıklar belirgin bir şekilde arttırılmıştır.

SIRA SİZDE



₺ zorunlu karşılık oranları değişikliklerinin kronolojik olarak verildiği Tablo 4.3'te 28.10.2011 tarihinde kısa vadeli ₺ yükümlülüklerin zorunlu karşılık oranlarında indirim yapıldığı görülmektedir. Sizce TCMB'nin zorunlu karşılık oranlarında indirime gitmesinin nedeni ne olabilir?

Özet



Para politikası amaçlarını tartışabilmek

Para politikası, para politikası araçları ile para miktarının ayarlayarak makroekonomik değişkenlere yön verilmek olarak tanımlanmaktadır. Dolayısıyla bu politikada amaç, makroekonomik değişkenleri yönlendirmektir. Makroekonomik değişkenlerde amaçlanabilecek arzulanır gelişmelerin neler olabileceği yani bir başka ifadeyle para politikası için alternatif amaçların neler olabileceğine baktığımızda, tam istihdam, arzulanır bir ekonomik büyüme, fiyat istikrarı ve finansal istikrarın öne çıkan temel para politikası amaçları olduğu görülmektedir. Bu amaçlardan ilk üç amaç temel makroekonomik değişkenler olan millî gelir, istihdam ve işsizlik düzeyi ve fiyatlar genel düzeyi ile doğrudan ilişkili amaçlardır. Son olarak verilen finansal istikrar amacı ise ilk üç amaç üzerinde dolaylı olarak etkili olmaktadır.



Para politikası hedefleme stratejisinin nasıl işlediğini değerlendirebilmek

Para politikası ekonomide etkisini dolaylı ve de gecikmeli olarak göstermektedir. Bu sebeple merkez bankaları hedefleme stratejisini kullanırlar. Hedefleme stratejisini benimsemiş bir merkez bankası, doğrudan nihai hedefe etki edemediği için nihai hedefi etkileyecek ara hedefi etkilemeye çalışmaktadır. Dolayısıyla artık nihai hedef yerine daha kısa sürede etkilenebilecek ve etkinin daha az dolaylı gerçekleşeceği bir hedef söz konusudur. Ara hedef olarak tanımladığımız bu hedef aslında nihai hedefin yerini almış görünmektedir. Merkez bankası için artık amaç bu ara hedefi gerçekleştirmektir. Ancak ara hedef nihai hedef kadar olmasa da dolaylı olarak etkilenebilen bir değişkendir. Süreci kısaltmak ve de basitleştirmek için ara hedefin etkilendiği ve merkez bankasının daha kolay kontrol edebildiği bir başka hedef seçilmelidir. Faaliyet hedefi olarak tanımlanan bu hedef, arzulanın ara hedefe ulaşmanın yerini almıştır. Dolayısıyla temel amaca ulaşma süreci, hedefleme stratejisi kullanarak basitleştirilmiş ve de süre olarak kısaltılmıştır. Merkez bankası, doğrudan kontrol edebildiği para politikası araçlarını kullanarak para politikası araçlarına çok kolay tepki veren faaliyet hedefine odaklanmaktadır.



Para politikası araçlarının neler olduğunu ve bu araçların nasıl kullanıldığını açıklayabilmek

Merkez bankasının, kendi kontrolünde olan ve ekonomiye yön vermek için kullandığı enstrümanlar para politikası araçları olarak tanımlan-

maktadır. Merkez bankalarının toplam talep aracılığı ile temel makroekonomik değişkenler üzerinde etki yaratabilmek için kullanabileceği araçların neler olduğuna baktığımızda ise politika faizi, faiz koridoru, reeskont oranı, zorunlu karşılık oranı, açık piyasa işlemleri, iletişim politikası, döviz işlemleri araçlarını görmekteyiz. Bu araçlardan bazıları (reeskont oranı, zorunlu rezerv oranı ve açık piyasa işlemleri) merkez bankalarının doğrudan likiditeyi yönetmek için kullandıkları araçlardır. İlk iki araç ise ekonomideki likidite durumu ile ilişkili araçlardır. İletişim politikası yine likidite talep ve arzını etkilemek için merkez bankasının kamuoyuna verdiği sinyaller ile ilgili iken son araç olarak verilen döviz işlemleri, likiditeyi düzenlemek adına yapılmasa da yine likidite üzerinde etkili olabilecek araçlardır. Merkez bankaları, para politikası araçlarını kullanarak ülkedeki likidite düzeyini etkilemekte ve böylece amaçlar üzerinde etkili olabilmektedir. Bu durumda para politikasını yürütmek, aslında ekonomideki likiditeyi yönetmek anlamına gelmektedir. Dolayısıyla para politikası araçları likidite düzeyini etkileyen araçlardır.



Küresel finansal krizden sonra TCMB'nin para politikası uygulamalarında yaşanan değişimi tartışabilmek

2010 yılında gelişmiş ülke merkez bankalarının genişlemeci politikalar izlemesi kısa vadeli sermaye akımlarının Türkiye gibi gelişmekte olan ülke ekonomilerine akmasına neden olmuştur. Sermaye girişleri Türk lirasının değerini arttırmış ve artan kaynaklar aynı zamanda iç kredi kullanımını ve iç talebi arttırmıştır. Türkiye ekonomisinde iç talepteki büyüme ve TL'nin değer kazanması ithalat artışını hızlandırmıştır. Ancak bunun aksine kriz dönemi süresince özellikle Türkiye'nin ihracatının gelişmiş ülkelere yönelik olması nedeniyle dış talep iç talebe göre zayıf kalmıştır. Bu gelişmeler makro finansal istikrara ilişkin riskleri arttırmıştır. Bu gelişmeler sebebiyle TCMB fiyat istikrarından taviz verilmeden destekleyici bir amaç olarak finansal istikrarı sağlamayı ana hedef olarak belirlemiştir. Ancak fiyat istikrarı hedefinden taviz vermeden tek bir araçla (enflasyon hedeflemesi stratejisinde temel politika aracı kısa vadeli faizlerdir) finansal istikrarın da gözetebilmesi mümkün olmamıştır. Bu çerçevede TCMB makro finansal dengesizlikleri sınırlandırmak için kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmak ve kredi genişlemesini yavaşlatmak şeklinde iki ara hedef belirlemiştir.

Kendimizi Sınavalım

1. Aşağıdaki temel makroekonomik değişkenlerden hangisi, para politikasının yürütülmesinde amaç olarak **kullanılmamaktadır**?

- a. İstihdam düzeyi
- b. İşsizlik düzeyi
- c. Ortalama ücret düzeyi
- d. Fiyatlar genel düzeyi
- e. Milli gelir

2. Aşağıdaki şıklardan hangisinde negatif bir arz şoku-
nun sonuçları doğru olarak verilmiştir?

- a. Toplam arz eğrisi sağa kayar, milli gelir artar, fiyatlar genel düzeyi azalır
- b. Toplam arz eğrisi sola kayar, milli gelir artar, fiyatlar genel düzeyi artar
- c. Toplam arz eğrisi sağa kayar, milli gelir azalır, fiyatlar genel düzeyi artar
- d. Toplam arz eğrisi sola kayar, milli gelir azalır, fiyatlar genel düzeyi artar
- e. Toplam arz eğrisi yer değiştirmez, milli gelir azalır, fiyatlar genel düzeyi azalır

3. Para politikasının nihai hedefe ulaşmak için, toplam talebi azaltıcı yönde uygulanması aşağıdaki kavramlardan hangisi ile tanımlanmaktadır?

- a. Daraltıcı para politikası
- b. Genişlemeci para politikası
- c. Negatif para politikası
- d. Negatif talep şoku
- e. Pozitif talep şoku

4. Deflasyonun yaşandığı bir ekonomide, fiyat istikrarı amacını hedefleyen bir merkez bankası para politikası araçlarını ne yönde kullanmalıdır?

- a. Toplam talebi arttırıcı yönde genişlemeci para politikası
- b. Toplam talebi azaltıcı yönde genişlemeci para politikası
- c. Toplam talebi arttırıcı yönde daraltıcı para politikası
- d. Toplam talebi azaltıcı şok politikaları
- e. Toplam talebi azaltıcı yönde daraltıcı para politikası

5. Para politikası hedefleme stratejisinin kullanımında, merkez bankasının para politikası araçlarını kullanarak etkilemeye çalıştıkları ilk hedef değişken ne olarak tanımlanmaktadır?

- a. Nihai hedef
- b. Ara hedef
- c. Makro hedef
- d. Mikro hedef
- e. Faaliyet hedefi

6. Aşağıda verilen, hedef seçim kriterlerinden hangisi, hedefler arası ilişkinin doğru biçimde anlaşılıp, öngörülmesini tanımlamakta kullanılmaktadır?

- a. Ölçülebilirlik
- b. Tahmin edilebilirlik
- c. Gözlemlenebilirlik
- d. Kontrol edilebilirlik
- e. İzlenebilirlik

7. Aşağıda verilen para politikası araçlarından hangisi merkez bankasının likiditeyi doğrudan etkilediği araçlardan biri **değildir**?

- a. Repo
- b. Ters repo
- c. Kesin alım
- d. Politika faizi
- e. Reeskont oranı

8. Bir ekonomide merkez bankası, likidite talebinde meydana gelen bir azalmanın kısa vadeli faiz oranları üzerindeki etkisini önlemek için nasıl bir politika izlemelidir?

- a. Likidite talebini arttırmalı
- b. Likidite arzını azaltmalı
- c. Likidite arzını arttırmalı
- d. Likiditeye müdahale etmemeli
- e. Likidite talebini azaltmalı

9. Aşağıdakilerden hangisi merkez bankasının piyasadaki kalıcı likidite sıkışıklığını gidermek amacıyla yürüttüğü açık piyasa işlemi türüdür?

- a. Ters repo
- b. Repo
- c. Doğrudan alım
- d. Doğrudan satım
- e. Kesin satım

10. Merkez bankası, piyasada geçici likidite fazlasını dengelemek için aşağıdaki açık piyasa işlemlerinden hangisini yapabilir?

- a. Repo
- b. Ters repo
- c. Depo
- d. Doğrudan satış
- e. Doğrudan alış

Okuma Parçası

ERİNÇ YELDAN

CUMHURİYET

Merkez Bankası Ne Yapmak İstiyor?

Bu soru son iki haftadır iktisat gündemimizi meşgul ediyor. TC Merkez Bankası (TCMB) son iki hafta içerisinde yaklaşık 4.5 milyar dolarlık bir müdahaleyle döviz kurlarındaki hareketlenmenin önüne geçmeye çalıştı. Bunun ötesinde, TCMB 2011 boyunca son derece aktif bir para politikası uygulayarak müdahale araçlarını genişletmiş idi. Banka, 2008 öncesine görece, para piyasalarına artık sadece politika faiz oranı ile değil, zorunlu karşılık oranları ile faiz koridoru (Merkez Bankası'ndan gecelik borçlanma ve borç verme faiz oranları arasındaki fark) diye adlandırılan yeni politika araçlarını devreye sokmuştu.

Merkez Bankası'nın, özellikle zorunlu karşılık oranlarını yıl boyunca önce yüksek oranlarda ve kademelileştirerek arttırması; ağustos ayında ise tekrar düşürmesi, "piyasalarda" belirsizliklerin körüklendiği suçlamalarını getirmiş ve para otoritesinin ne yaptığını bilmediği savlarının doğmasına neden olmuş idi.

Merkez Bankası'nın 2011 boyunca politikalarını anlamak ve değerlendirebilmek için, kuşkusuz ilk yapılması gereken şey, bankanın öncelikli hedeflerinin neler olduğunun saptanmasıdır. Bu doğrultuda öncelikle TCMB'nin "2012 Yılında Para ve Kur Politikası" metnine göz atalım. Metnin en son paragrafı öğreticidir: "Son küresel ekonomik krizden çıkarılan en önemli ders finansal sistemin yüksek kaldıraçla çalışmasının orta ve uzun vadede ekonomik tahribata yol açacağı gerçeğidir." (sf. 28)

Dolayısıyla banka, piyasalardaki yıpratıcı spekülasyonun ve aşırı oynaklığın önüne geçilmesinin gereğine işaret etmekte ve kabaca "taşıma suyla değirmeni döndürmek" şeklinde ifade edebileceğimiz kısa dönemli ve ekonomik temellerden yoksun spekülasyon davranışlarına karşı duracağını açıklamaktadır.

Gene söz konusu rapor metninin 18. sayfasında "Likidite fazlası aşırı düzeylere ulaştığında, bankacılık sistemi kredi koşullarını gevşeterek kredilerin çok hızlı artmasına neden olabilmekte, likidite açığı aşırı yüksek düzeylere ulaştığında ise bu defa söz konusu açığın fonlanmasının kısa vadede yoğunlaşması nedeniyle bankacılık sistemi aşırı temkinli davranmakta (...) dolayısıyla para politikasının etkinliği azalmaktadır" yorumlarıyla bankacılık sisteminin sürü içgüdüsel davranışı içerisinde bulunduğunu ve finans piyasalarındaki belirsizlik al-

gılamasının bizzat bu tür davranışlar sonucu oluştuğu değerlendirmesini yapmaktadır.

Merkez Bankası, "Küresel finans krizi sonrasında birçok ülkede para politikası, fiyat istikrarına ilave olarak finansal istikrarı da dikkate almaya başlamıştır" uyarısında bulunarak, "piyasalara" artık 2008 öncesine dönmeyen olanaklı olmadığı mesajını vermeye çalışmaktadır. Bu gerçeğin bir an önce kabul edilmesi, "piyasaların" para otoritesinin bundan sonraki mesajlarının da daha kolaylıkla anlaşılabilmesini sağlayacaktır.

Kaynak: 11 Ocak 2012 - Cumhuriyet

Kendimizi Sınyalım Yanıt Anahtarı

1. c Yanıtınız yanlış ise “Para Politikasının Tanımlanması” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
2. d Yanıtınız yanlış ise “Para Politikasının Tanımlanması” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
3. a Yanıtınız yanlış ise “Para Politikasının Tanımlanması” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
4. a Yanıtınız yanlış ise “Fiyat İstikrarı” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
5. e Yanıtınız yanlış ise “Para Politikası Hedefleme Stratejisi” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
6. b Yanıtınız yanlış ise “Hedef Seçim Kriterleri” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
7. d Yanıtınız yanlış ise “Para Politikası Araçları” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
8. b Yanıtınız yanlış ise “Para Politikası Araçları” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
9. c Yanıtınız yanlış ise “Politika Faizi” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
10. b Yanıtınız yanlış ise “Açık Piyasa İşlemleri” konusunu yeniden gözden geçiriniz.

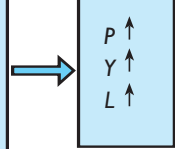
Sıra Sizde Yanıt Anahtarı

Sıra Sizde 1

Para Politikası Araçlarının Genişlemeci Yönde Kullanımı

Genişlemeci Para Politikası Eylemi

- Politika faizini düşürmek
- Faiz koridorunun alt ve üst sınırlarını düşürmek
- Reeskont oranını düşürmek
- Zorunlu karşılık oranını düşürmek
- Açık piyasada doğrudan alım veya Repo yapmak
- Genişlemeci para politikası izleyeceği sinyali vermek
- Döviz kurunu yükseltmek



Sıra Sizde 2

Türkiye’de Ekim 2011 dönemine gelindiğinde enflasyon hedeflenenin üzerine çıktığı için merkez bankası güçlü bir parasal sıkılaştırmaya gitmiştir. Bunun için faiz koridoru yukarı doğru genişletilmiş böylece kısa vadeli faizlerde belirgin bir yükseliş gerçekleşmiştir. Bunun yanında parasal sıkılaştırmanın kredilerde ani bir duruşa yol açma riskini ortadan kaldırmak için zorunlu karşılıklarda indirimde gidilmiştir.

Yararlanılan Kaynaklar

- Aslan, M. H. (2009). **Para Teorisi ve Politikası**, Bursa: Alfa Akademi, 1. Baskı.
- Başçı, E. ve Kara, H. (2011). **Küresel Kriz Sonrası Para Politikası**, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Çalışma Tebliği No:11/08
- Çolak, Ö. F. (2001) **Finansal Piyasalar ve Para Politikası**, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım
- Kara, H. (2012). **Finansal İstikrar ve Para Politikası**, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Çalışma Tebliği No:12/07
- Kaytancı, B. G. (2005). **Merkez Bankası Para Politikası Tepki Fonksiyonu: Türkiye Uygulaması (1990-2003)** Eskişehir: Yayınlanmamış Doktora Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı
- Orhan, O. Z. ve Erdoğan, S. (2008). **Para Politikası**, Ankara: Yazıt-Yayın Dağıtım, 4. Baskı
- Özatay, F. (2011). **Parasal İktisat Kuram ve Politika**, Ankara: Efil Yayınevi, 2. Baskı.
- Özatay, F. (2012). **Para Politikasında Yeni Arayışlar**, İktisat İşletme ve Finans, 27, 315, 51-75.
- Parkin, M. (2008). **İktisat**, 9. baskıdan Çeviri, Akademi Yayıncılık-2011, Çev. Uzun, Özcan ve diğerleri.
- Mishkin, F. S. (2006). **Para, Bankacılık ve Finansal Piyasalar iktisadı**, 8. baskıdan Çeviri, Akademi Yayıncılık-2011, Çev. Şahin, Serçin ve diğerleri.
- Şıklar, İ. (2004). **Para Teorisi ve Politikası**, Anadolu Üniversitesi, Açıköğretim Fakültesi Yayınları.
- Yavuzarslan, N. (2011). **Finansal İstikrar ve Zorunlu Karşılıklar**, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi
- TCMB (2011). **Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**, Ankara.
- TCMB. (Ağustos 2005). Finansal İstikrar Raporu, Sayı:1.
- TCMB. (17 Aralık 2010). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, Sayı:2010-68
- TCMB. (24 Ocak 2011). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, Sayı:2011-03
- TCMB. (23 Mart 2011). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, Sayı:2011-12
- TCMB. (21 Nisan 2011). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, Sayı:2011-21
- TCMB. (25 Temmuz 2011). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, Sayı:2011-40
- TCMB. (6 Ekim 2011). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, Sayı:2011-65
- TCMB. (27 Ekim 2011). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu, Sayı:2011-70
- www.tcmb.gov.tr

5

Amaçlarımız

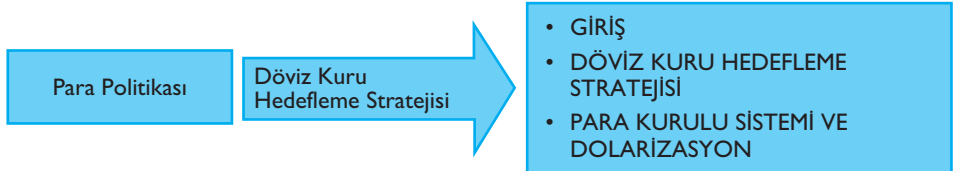
Bu üniteyi tamamladıktan sonra;

- Para politikası hedefleme stratejilerinin neden önemli olduğunu belirtebilecek,
- Döviz kuru hedefleme stratejisinin nasıl işlediğini açıklayabilecek,
- Döviz kuru hedefleme stratejisinin avantaj ve dezavantajlarını değerlendirebilecek,
- Para kurulu sisteminin uygulamasının nasıl yürütüldüğünü açıklayabilecek bilgi ve becerileri kazanabileceksiniz.

Anahtar Kavramlar

- Döviz Kuru
- Döviz Kuru Hedefleme Stratejisi
- Avrupa Döviz Kuru Mekanizması
- Enflasyon Katılığı
- Para Kurulu
- Yarı Para Kurulu
- Dolarizasyon

İçindekiler



Döviz Kuru Hedefleme Stratejisi

GİRİŞ

Merkez bankaları, para politikaları eylemlerine karar verirken nihai hedef olarak kendilerine belirledikleri amaç doğrultusunda hareket etmekte ve politikalarının yürütülmesinde bu nihai hedefi gözetmektedir. Günümüzde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın nihai hedefi fiyat istikrarını sağlamaktır. Merkez bankalarının belirledikleri hedefe ulaşmak adına izleyecekleri politikaların belirli bir kurala dayandırılması genel olarak kabul edilen görüşlerden biridir. Ancak nasıl bir kuralın takip edileceği, bir başka deyişle nihai hedefe ulaşabilmek için en iyi kuralın ne olduğu ise para literatüründe tartışılacak bir konudur. Döviz kuru, merkez bankalarının kural olarak dikkate alabileceği alternatif hedefler arasında bulunmaktadır. Bu ünite merkez bankasının nihai hedefine ulaşabilmek için kullanabileceği alternatif stratejilerden biri olan döviz kuru hedefleme stratejisini nasıl kullandığı ele alınacak, bu hedefleme stratejisinin uzantıları olarak para kurulu sistemleri ve dolarizasyon konuları değerlendirilecektir.

DÖVİZ KURU HEDEFLEME STRATEJİSİ

Para politikasının yürütülmesinde duruma ya da kurala göre mi politika önlemlerinin alınması gerektiği tartışılmış bir konu olmuştur. Ancak özellikle ekonomik birimlerin ileriye dönük beklentileri olması durumunda, gelecekteki politika kararlarının nasıl olacağını gösteren kurallara ihtiyaç olabilir. Bu durumun anlamı para politikasının bir kural çerçevesinde yürütülmesi gerekliliğidir. Bunun yanında, para politikasının belirli bir kuralın sınırları içinde yürütülmesinin başka nedenleri de bulunmaktadır. Buna göre para politikasının kurala dayalı yürütülmesinin dayanakları şu şekilde sıralanabilir:

- Zaman tutarsızlığı sorununu azaltması
- Politika kararlarının açıklanmasını kolaylaştırması
- Politika yapıcı ve yürütücüleri üzerindeki baskıları hafifletmesi
- Geleceğe ilişkin belirsizlikleri azaltması ve
- Enflasyonist beklentileri düşürmesidir.

Para politikasının belirli bir kural çerçevesinde yürütülmesi gerektiği fikrinin, kendi içindeki tartışma alanı ise bu kuralın hangi hedef üzerine yoğunlaşması gerektiğidir. Bu amaçla alternatif hedefleme stratejileri;

- Parasal hedefleme
- Döviz kuru hedeflemesi ve
- Enflasyon hedeflemesidir.

Merkez bankaları bu üç alternatif hedefleme stratejisinden birini kullanarak, nihai hedef olarak belirledikleri amaca ulaşmaya çalışmakta, para politikalarını bu çerçevede yürütmektedir. Bu hedefleme stratejilerinden biri de döviz kuru hedeflemesidir.

Döviz kuru hedefleme stratejisi, dövizin hedef değişken olarak seçimi üzerine çalışan bir stratejidir. Para politikasının, döviz piyasası kanalıyla yürütülmesi anlamına gelen bu hedefleme stratejisine ilişkin nedensellik akışı, aşağıdaki şemada sunulmuştur.

Şekil 5.1

Döviz Kuru Hedefleme Stratejisi Nedensellik Akışı

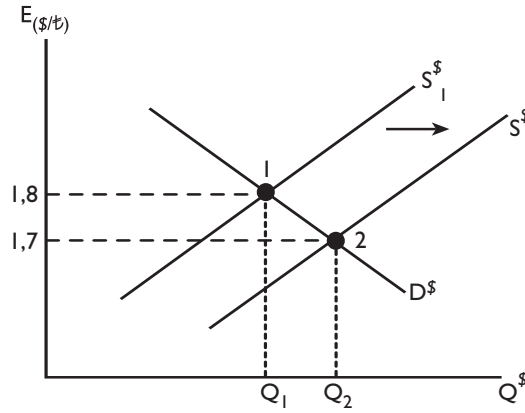


Bu stratejide, para politikası önlemleri ile döviz kuru etkilenmekte, döviz kuru ise nihai hedefi etkilemektedir. Elbette ki böyle bir zincirin arzulanan sonuçları ortaya çıkarabilmesi için iki önemli geçiş bulunmaktadır. Bunlardan ilki para politikası ile döviz kuru arasında, diğeri ise döviz kuru ile nihai hedef arasındadır. Merkez bankaları döviz piyasasına müdahale ederek, dövizin ve yerli paranın miktarını ve dolayısıyla döviz kurunu etkileyebilmektedir. Dolayısıyla para politikası ile döviz piyasası arasında bir ilişki bulunmaktadır.

Para politikası ile döviz kuru arasındaki bu ilişkinin nasıl işlediğini anlamak, döviz kuru ile para politikası arasındaki nedenselliğin ilk aşamasını oluşturmaktadır. Aşağıdaki grafikte, merkez bankasının döviz kurunu düşürmek için döviz piyasasına nasıl müdahale etmesi gerektiği gösterilmektedir.

Grafik 5.1

Merkez Bankası Döviz Satımı



Yandaki grafikte, dikey ekseninde döviz kuru, yatay eksen de ise döviz miktarı gösterilmiştir. Döviz piyasası, döviz arzı ($S^{\$}$) ile döviz talebinin ($D^{\$}$) karşılaştıkları 1 numaralı noktada dengeye gelmiş ve döviz kuru ₺1,8 olarak gerçekleşmiştir. Merkez bankasının piyasada döviz sattığını düşünelim. Bu durumda piyasada döviz arzı artacak ve döviz arz eğrisi sağa kayarak $S_2^{\$}$ konumunu alacaktır. Artık piyasa denge noktası 2 ve mevcut döviz kuru

₺1,7'dir. Görüldüğü üzere merkez bankasının döviz satışı piyasada döviz arzını artırmış, döviz kurunu düşürmüştür ve Türk lirası değer kazanmıştır. Bu durumu bir başka açıdan da değerlendirmek gerekebilir. O da ülkedeki para arzının bu durumdan etkilenmesidir. Daha önceki ünitelerden hatırlanacağı gibi merkez bankasının para yaratma kaynaklarından biri de net net dış varlıklardır (NDV). Döviz rezervlerini dış varlıklar içinde değerlendirdiğimiz düşünüldüğünde, bankanın döviz satması, döviz rezervlerinin azalması yani NDV'nin azalması anlamına gelir. Merkez bankasının kuru düşürmek için döviz satması, ekonomideki ₺ miktarını düşürmüştür. Para arzı cephesinden değerlendirildiğinde, döviz satışının para arzını azalttığı söylenebilir. Aşağıdaki grafikte ise merkez bankasının döviz piyasasına aksi yönde bir müdahalesi görülmektedir.

Döviz piyasası denge noktasının 1 ve geçerli döviz kuru nun ₺1,8 olduğu ilk denge durumunun geçerli olması halinde, merkez bankasının döviz satın alması halinde, döviz talebi artarak ve döviz talep eğrisi sağa kayacak ve $D_2^{\$}$ konumunu alacaktır. Yeni piyasa denge noktası 2 ve piyasada geçerli döviz kuru ise ₺1,9 olmuştur. Merkez bankasının piyasadan döviz satın almasının para arzı üzerindeki etkisine bakıldığında ise döviz satışının

aksine döviz alımının para arzı üzerinde genişlemeci bir etkisi vardır. Döviz satın alımı merkez bankasının NDV'sini artırarak para arzının artmasına neden olmuştur.

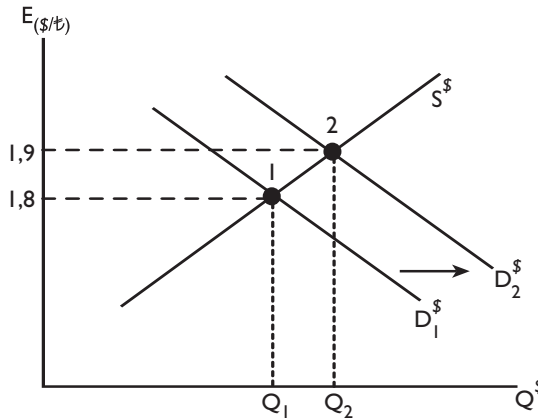
Anlaşıldığı gibi, para arzı ve döviz kuru arasında bir ilişki bulunmaktadır. Para arzındaki bir artış, döviz kurunun değerini arttırmakta ve dolayısıyla kurun yükselmesine (yerli paranın değer kaybetmesine) neden olmakta, tam tersine parasal bir daralma durumunda da döviz kurunun düşmesine (yerli paranın değer kazanmasına) neden olmaktadır. Görüldüğü gibi genişlemeci para politikası, döviz kurunu yükseltmekte iken daraltıcı politika ise döviz kurunu düşürmektedir. Eğer döviz kurunu para politikası ile etkilemek mümkün değilse döviz kuru hedefleme stratejisinin arzulan sonuçları vermesi mümkün değildir. Bu strateji ile nihai hedefe ulaşmanın ikinci önemli geçişi ise döviz kuru ile nihai hedef arasındadır.

Döviz kurunun ekonomide nihai hedef üzerinde etkili olabilmesi için enflasyonist beklentiler gibi değişkenler üzerinde etkili olması gerekir. Kuru değiştirerek eğer enflasyon beklentisi gibi ekonomiyi etkileyebilecek değişkenleri etkilemek mümkün değil ise döviz kuru nihai hedef üzerinde etkili olamayacak, amaçlanan nihai hedef düzeyine bu strateji ile erişim başarısı düşecektir. Yani yukarıdaki şemada sunulan nedensellik ilişkisi kopmuş demektir.

Döviz kuru hedefleme stratejisinin nasıl yürütüldüğünü anlayabilmek için çapa (çapa) kavramını tanımlamak gerekir. Genel olarak bu stratejinin işlemesine baktığımızda, finansal istikrarı sağlamada başarılı bir ülkenin, çapa ülke olarak seçildiği görülmektedir. Çapa olarak seçilecek ülkenin fiyat istikrarını sağlamada başarılı olmuş olması, parasının sağlam bir rezerv para işlevi görebilmesi dikkate alınır. Bunun yanında bu ülkenin, hedefleme stratejisi yapan ülke ile arasındaki dış ticaret ilişkileri ve de bu ülke parası ile yapılan dış ticaret hacmi de dikkate alınmaktadır. Çapa ülkenin para birimi, döviz kuru hedefleme stratejisini uygulayan ülke ekonomisi için değerini korumada istikrarlı bir para birimidir. Nihai hedefe ulaşmada seçilen bu istikrarlı paranın değeri, nominal çapa görevi görmektedir. Böylelikle bu stratejiyi uygulayan ülkenin parası, çapa ülkenin para birimine bağlanmaktadır. Bazen nominal çapa olarak bir tek ülkenin yabancı parası yerine birden çok ülke para biriminden oluşan bir sepetin baz alındığı da görülmektedir. Örneğin Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın 2000 yılının başlarından itibaren yürüttüğü döviz kuruna dayalı hedefleme stratejisinde kullandığı döviz çapası sepete bağlı bir çapa olmuş ve sepetin değeri de 1 Amerikan Doları ve 0,77 Avro toplamından oluşturulmuştur.

Grafik 5.2

Merkez Bankası
Döviz Alımı



Bu strateji ile arzulanan hedeflere ulaşılabilmesi için, ekonomik beklentilere yön verilebilirliğin önemi gözden kaçmamalıdır. Bütün politikaların başarısını etkileyen bu durum döviz kuru hedefleme stratejisi için de geçerlidir, hedeflemenin başarılı olabilmesi için, döviz kuru ile ekonomik beklentilere yön verilebilmesi önemli bir gerekliliktir.

Döviz Kuru Hedefleme Stratejisinin İşleyişi

Döviz kuru hedefleme stratejisinin uygulanmasına bakıldığında iki farklı strateji örneği ile karşılaşmaktadır. Bunlar;

- Katı döviz kuru hedeflemesi (hard exchange-rate peg) ve
- Yumuşak döviz kuru hedeflemesi (soft exchange-rate peg) stratejileridir.

Katı döviz kuru hedefleme stratejisinde iki farklı uygulama şekli söz konusudur. Bunlar; para kurulu ve tam dolarizasyon uygulamalarıdır. Para kurulu uygulamasında, para politikasını yürütmeye merkez bankasının yerini alan bir yapılanma söz konusudur. Katı döviz kuru uygulamasının bir başka şekli olan tam dolarizasyonda ise ülke millî parası yerine yabancı bir ülkenin parası kullanılmaktadır. Katı döviz kuru hedefleme stratejisi uygulama örnekleri olan para kurulu ve tam dolarizasyon kavramlarına, bu ünitenin sonraki başlıklarında detaylı olarak değinilecektir.

Bir diğer döviz kuru stratejisi uygulama şekli ise yumuşak döviz kuru hedeflemesidir. Bu hedefleme stratejisinde kur rejimi, sabit ya da ayarlanabilir kur sistemidir. Bu iki kur rejiminde de kurun değeri iradi bir kararla belirlenmektedir. Döviz piyasasında belirlenen kur değerinin iradi olarak belirlenen değere eşit olması için, merkez bankası piyasaya döviz alımı ya da satımı yaparak müdahale etmektedir.

Bazen merkez bankaları, kur için sabit bir değeri belirlemek yerine bir bant sınırları içindeki değer aralığında kurun değişimine izin vermektedir. Bu şekilde bir kur rejiminin, serbest dalgalı kur rejiminden farkı, dalgalanma boyunun aralığı ve de önceden öngörülebilmesidir. Serbest dalgalı kur rejiminde kur tamamıyla piyasada belirlenmekte ve gelecek değerine ilişkin bir kesinlik bulunmamaktadır. Ancak bant dâhilinde dalgalanan kur rejiminde, kurun değerindeki oynaklığın bant sınırları içinde kalması ve gelecek değerinin ne olacağına ilişkin kesinlik söz konusudur. Çünkü bantın gelecek dönem sınırları önceden belirlenmektedir.

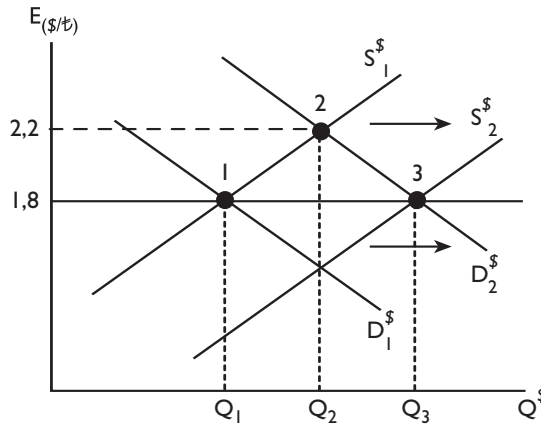
Yumuşak döviz kuru hedefleme stratejisinde yerli para ister sabit bir kura bağlansın isterse de aralığı belli bir bant sınırlarında sabitlik söz konusu olsun, merkez bankaları kuru, hedefledikleri bu seviyelerde tutmaya çalışırlar. Bir başka deyişle döviz kurunu nominal çapa olarak kullanılmaktadır. Grafik 5.3'te merkez bankasının sabit kur hedeflemesi durumunda kuru nominal bir çapa olarak kullanımı için nasıl davranması gerektiği gösterilmektedir.

Katı Döviz Kuru Hedefleme Stratejisi: Döviz kuru hedefleme stratejisinin para kurulu ya da tam dolarizasyon olarak uygulanması halidir.

Yumuşak Döviz Kuru Hedefleme Stratejisi: Döviz kuru hedefleme stratejisinde, yerli paranın sabit ya da bir bant dâhilinde değerinin değişimine izin verilen yabancı paraya bağlanarak, para politikasının bu esas dâhilinde yürütülmesidir.

Grafik 5.3

Sabit Döviz Kuru Hedeflemesi

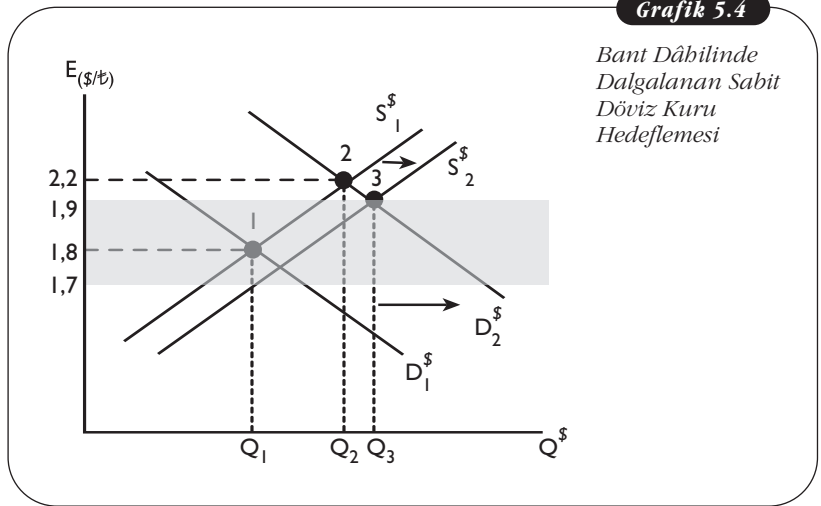


Örneğin merkez bankasının dövizle ilişkin kur hedefini $1\$=\text{₺}1,8$ olarak belirlediğini düşünelim. Grafik 5.3'e göre, döviz piyasası dengesi 1 nolu noktada oluşmuş ve piyasada geçerli denge döviz kuru $\text{₺}1,8$ düzeyindedir. Örneğin ithalatın artması gibi bir nedenden dolayı döviz talebinin arttığını düşünelim. Bu durumda döviz talep eğrisi sağa kayacaktır. Bu durumda döviz talep eğrisi ile döviz arz eğrisinin kesiştiği yeni denge, görüldüğü gibi 2 numaralı noktada ve bu dengeyi sağlayan döviz kuru düzeyi de $\text{₺}2,2$ 'de olacaktır. Ancak merkez bankasının sabit bir kur hedefine sahip olduğu hatırlanırsa, kurun değişimine izin vermemesi gerekecektir. Bu sebeple merkez bankasının, kurun $\text{₺}1,8$ düzeyinde kalabilmesi için piyasaya döviz satması gerekmektedir. Merkez bankası döviz satarak döviz arz eğrisini $S_2^{\$}$ konumuna getirecek ve döviz piyasası dengesini, 3 numaralı noktaya taşıyacaktır (Bu durumun ise para arzının azalması anlamına geldiğini hatırlayınız). Burada merkez bankasının kuru, hedeflediği düzeyde ($1\$=\text{₺}1,8$) tutabilmesi için gerekli olan döviz satış düzeyini etkileyebilecek bazı noktaların vurgulanması gerekmektedir. Bu noktaları şu şekilde değerlendirmek mümkündür:

- Döviz talebindeki değişimin şiddeti: Döviz talep eğrisindeki kayma ne denli şiddetli ise merkez bankasının, kurun yükselmesine engel olmak için, satması gereken döviz miktarı o denli yüksek olacaktır.
- Merkez bankasının döviz rezervlerinin yeterliliği: Merkez bankasının hedeflediği kuru koruyabilmesi için (değişmesine engel olabilmesi için) döviz rezervlerinin yeteri kadar yüksek olması gerekir. Bu durum merkez bankasının kuru koruyabilme gücünü yansıtmaktadır. Rezervlerin güçlü olmaması durumunda kuru sabit tutmak zorlaşacaktır.
- Para arzındaki değişimin sonuçlarının katlanılabilirliği: Merkez bankasının döviz satışı, piyasadaki ₺ miktarının azalmasına neden olacaktır. Dolayısıyla para arzının azalması sonucu faiz oranları yükselecektir. Faizlerdeki artışın ve bu durumun ekonomiye etkisinin ne denli tercih edilebilir olduğu döviz satışını etkilemektedir.

Merkez bankasının sabit kur rejimini değil de kurun değişimine bir bant dâhilinde izin verdiği döviz kuru hedefleme stratejisini benimsemesi durumunda ise aynı şiddetteki bir döviz talebi artışına vereceği tepki aşağıdaki grafikte gösterilmiştir.

Merkez bankasının döviz kuru hedefine ilişkin belirlediği hedef kur bandının $\text{₺}1,7$ - $\text{₺}1,9$ olduğunu düşünelim. Merkez bankası bu aralık dâhilinde kurun dalgalanmasına izin verecektir. Herhangi bir gelişme sonucunda döviz kurunun değişmesi durumunda eğer yeni kur düzeyi $\text{₺}1,7$ ile $\text{₺}1,9$ arasında bir değer alırsa kura müdahale etmeyecektir. Grafik 5.4'tekiyle aynı şiddette bir döviz talebi artışı gerçekleşmesi durumunda, eğer serbest dalgalı kur rejimi izlenmiş olsaydı söz konusu talep artışı sebebiyle oluşacak yeni kur düzeyi, bandın üst limitini aşan bir seviyede, $\text{₺}2,2$ düzeyinde oluşacaktır. Bu durumda merkez bankasının, kurun bant sınırların-



$\text{₺}2,2$ düzeyinde oluşacaktır. Bu durumda merkez bankasının, kurun bant sınırların-

da kalması için döviz satarak piyasaya müdahale etmesi gerekecektir. Döviz satışı sonucu döviz arz eğrisi sağa kayacak ve döviz kuru ₺1,9 düzeyinde oluşacak yani döviz piyasası dengesi 3 numaralı noktada sağlanacaktır. Ancak görüldüğü gibi bant dâhilinde izlenen kur hedefleme stratejisi ile sabit kur hedefleme stratejisi kıyaslandığında, döviz arz eğrisinin daha az sağa kaydığı görülmektedir. Çünkü merkez bankasının daha az döviz satması gerekmiş ve döviz arzını daha az arttırmıştır. Dolayısıyla ₺ piyasasındaki etki de o nispette farklı olacak, bant hedeflemesinde para arzı daha az azalacak ve faiz oranı daha az artacaktır. Bu sebeple merkez bankaları için dalgalı bant hedeflemesinde, gerektiğinde hedefi savunmak daha kolay olmaktadır.

Para politikasının nihai hedefine ulaşmasında izlenecek basit kural işte bu şekilde uygulanmaktadır. Kur düzeyini, belirlenen hedef düzeyinde tutmak, para politikasının hedefleme stratejisini oluşturmakta, para politikası yürütücülerinin yol haritasını göstermektedir. Bu stratejide temel olarak, döviz kurunun bir çapa ya bağlanmasıyla hedefleme stratejisini uygulayan ülkenin enflasyon düzeyini, çapa ülkenin enflasyon düzeyine bağlamak amaçlanmaktadır. Bu sebeple çapa ülke ya da ülkelerin seçimi, stratejinin amaca ulaşması için oldukça önemli bir konudur. Bu stratejinin başarısı, döviz kurunun beklenen değerine ilişkin belirsizliğin ortadan kaldırılmasıyla başta enflasyon beklentisi olmak üzere ekonomik beklentilerin yönlendirilmesine bağlıdır. Bu hedefleme stratejisini kullanan ülkedeki mal ve hizmetlerin fiyatları, çapa ülke mal ve hizmetlerinin fiyatlarına bağlanmakta, dolayısıyla hedefleme stratejisini uygulayan ülke ile çapa ülkenin fiyat değişim hızları birbirine yakınsallaşmaktadır. Günümüzde bu stratejiyi kullanarak fiyat istikrarının yakalandığı birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomisi örneği bulunmaktadır.

Döviz Kuru Hedefleme Stratejisinin Avantajları

Döviz kuru hedefleme stratejisini kullanarak başarıya ulaşmış ülke deneyimleri incelendiğinde, bu stratejiye ilişkin göze çarpan avantajları; merkez bankası üzerindeki baskıları hafifletmesi ve ekonomideki geleceğe ilişkin belirsizlikleri azaltması olarak iki başlıkta toplanması mümkündür.

Merkez Bankası Üzerindeki Baskıları Azaltması

Döviz kuru hedefleme stratejinin taşıdığı avantajlardan ilki merkez bankası üzerindeki politik baskıların azalmasıdır. Bu baskıların azalmasını iki farklı açıdan değerlendirmek mümkündür. Bunlar; siyasi otorite ve kamuoyu baskısıdır. Döviz kuru stratejisini izleyen bir merkez bankasının kaynaklarının cazibesi siyasilerden korunmaktadır. Siyasi otoritenin kalkınmanın finansmanı amacıyla merkez bankası kaynaklarına başvurusu bilinen bir olasılıktır. Bu durum, parasal genişleme ve fiyat istikrarı hedefinden sapma sonuçlarını beraberinde getirmektedir. Ancak döviz kuru hedefleme stratejisini takip eden bir merkez bankasının kura dayalı bir kural izliyor olması, kamuyu finanse etmesi önünde engeldir. Bu stratejinin dezavantajlarında da değinileceği gibi, kur hedeflemesi yapmış bir merkez bankası, sadece kamuya değil, bankalara dahi ihtiyaç anında kredi vermeyebilmekte daha doğru bir ifade ile ilan ettiği kuralı çiğnememek için vermemektedir. İzlenen döviz kuru hedef kuralı, merkez bankası kaynaklarına erişimin önünde bir engel görevi görmektedir, dolayısıyla merkez bankası üzerinde parasal genişleme motivasyonlu baskıları azaltmaktadır. Ayrıca merkez bankası kaynaklarına dokunulmaması, aynı zamanda **zaman tutarsızlığı** sorununu hafifletmektedir. Merkez bankası üzerindeki baskılara ilişkin bir başka hafifleme de kamuoyu baskısıdır. Bir ülke parasının

Zaman Tutarsızlığı: Politika yapıcıların, bir dönemde uygulayacakları politikalara ilişkin verdikleri sözlerden ileride dönebilecekleri, anlamına gelir. Bu durumun ekonomik birimler tahmini ise izlenen politikaların enflasyonist süreci beslemesine neden olur.

yabancı bir para karşısında aşırı değerlenmesi, döviz kurunun yükseltilmesi yönünde bir baskıya neden olur. Çünkü döviz kurlarındaki aşırı değerlenme, ihracatı olumsuz etkilerken ithalatın yükselmesine dolayısıyla cari açığın artmasına neden olmaktadır. Böyle bir ekonomik ortamda, merkez bankasının kura müdahale etmesi yönünde bir kamuoyu baskısı oluşması olası bir durumdur. Döviz kuru hedefleme stratejisini uygulayan bir merkez bankası böyle bir baskıdan kendisini koruyabilecektir. Çünkü takip edilen kural gereği, kurun nominal çapa olarak kullanımı, yani sabitlenmesi ya da artışının bant ile frenlenmiş olması merkez bankasının kuru değiştirmesi yönünde baskılardan korunması anlamına gelmektedir.

Belirsizlikleri Azaltması

Bu hedefleme stratejisine ilişkin bir başka avantaj ise ekonomide gelecek dönemlere ilişkin belirsizliklerin azalmasıdır. Bu stratejinin benimsendiği bir ekonomide, geleceğe ilişkin belirsizliklerin azalmasına neden olabilecek birden çok faktör bulunmaktadır. Bunlardan ilki, izlenen stratejinin basit ve anlaşılır olmasıdır. Dolayısıyla ekonomik birimler izlenen politikayı kolaylıkla anlayabilmekte, gelecekteki politikanın ne olacağına dair belirsizlik ortadan kalkmaktadır. Bu durumda ekonomik birimler gelecek dönem kurları öngörebilmektedir. Böylece döviz kurunda önemli bir sapma olmayacağı için diğer makroekonomik birçok göstergede de önemli bir sapmanın beklenmemesine neden olabilecektir. Çünkü çapa olan kur nispeten belirlidir. Bunun anlamı ise gelecek döneme ilişkin belirsizliklerin azalmasıdır. Belirsizliklerin azalmasına neden olacak faktörlerden bir diğeri de enflasyon oranıdır. Bu stratejide, döviz kurunun hedef olarak kullanımıyla enflasyon oranı çapa olan ülkenin enflasyon oranına bağlanmıştır. Bu durum ise enflasyon beklentilerinin azalması anlamına gelir. İzlenen strateji ile hedefleyen ülke ile hedef alınan ülkenin enflasyon oranları birbirine yakın sallaşmaktadır. Gelişmiş ekonomiler arasında Fransa ve İngiltere, gelişmekte olan ekonomiler arasında ise Arjantin bu stratejiyi kullanarak enflasyon oranlarını çapa ülke enflasyon oranına yakınsallaştırabilmiş ülke örnekleridir. Fransa 1987'de, İngiltere ise 1990 da para birimlerini Alman Markına çapalamışlar ve böylelikle ülke enflasyon oranlarını Almanya ile yakınsallaştırabilmişlerdir. Fransa bu strateji ile Almanya'dan iki puan yüksek olan enflasyon oranına sahip iken 1996 yılına gelindiğinde iki ülkenin enflasyon oranları birbirine yakın ve %2'nin altında gerçekleşmiştir. İngiltere ekonomisi için de benzer bir durum geçerlidir. İngiltere, Alman Markına parasını bağladığında %10 olan enflasyon oranını, 1992 yılına gelindiğinde %3'e düşürebilmiştir. Benzer başarıyı Arjantin 1994'te gösterebilmiştir. Arjantin para birimini Amerikan dolarına sabitleyerek, 1990 yılında üç haneli olan enflasyon oranını, 1994'e gelindiğinde %5'in altına düşürebilmiştir. Döviz kuru stratejisinin bir başka belirsizlik azaltıcı etkisi, dış ticarete ilişkindir. Döviz kurlarının belirlenmesi dış ticarete kurlara ilişkin belirsizliği, kur riskini azaltmaktadır. Ticareti yapan aktörler bu durumdan olumlu etkilenmektedir.

Döviz Kuru Hedefleme Stratejisinin Dezavantajları

Özellikle fiyat istikrarının yakalanmasında alternatif stratejilerden biri olan döviz kuru hedeflemesi uygulayan ülke deneyimleri incelendiğinde, birçok avantajının yanında birçok dezavantajının da bulunduğu görülmektedir. Bu dezavantajları sebebiyle döviz kuru hedefleme stratejisi 90'lı yılların sonuna doğru popüleritesini yitirmeye başlamıştır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde bu dezavantajlar sebebiyle döviz kuru hedefleme stratejisinin kazanımları, kayıplarından çok daha az olmuştur. Bu dezavantajları şu şekilde sıralamak mümkündür:

- Bağımsız para politikası izleme olanağından mahrum kalınması
- Devalüasyon beklentisinin artması
- Spekülatif ataklara açık hale gelinmesi
- Finansal kırılganlığı arttırması
- Hesap verilebilirliği zayıflatması
- Devalüasyonun zararlı etkilerini arttırması

Bağımsız Politika İzlenememesi

Bu stratejiye ilişkin göze çarpan en önemli dezavantajlardan ilki, para politikasını bağımsız yürütebilme imkânından mahrum kalmaktır. Döviz hedef değişken olarak kullanan bir merkez bankası, para politikası yürütürken döviz kuru değişkenine odaklandığı için, iç ve dış şoklara karşı bağımsız bir politika yürütme imkânını kaybetmiştir. Çünkü yaşanması olası bir iç şokun ya da dışarıdan kaynaklanan olası bir dış şokun etkilerini azaltmak için para politikasını kullanmak, para arzını ayarlamak, hedefleme stratejisi sebebiyle mümkün değildir. Bu durum ise döviz kuru hedefleme stratejisi sebebiyle olası şoklara uyumun daha maliyetli olması anlamına gelmektedir. Dövizin çapa olarak kullanımı sebebiyle para politikasının çapa ülke para politikasına bağlanması, ülke içi şoklara karşın ayarlamaları olanaksızlaştırdığı gibi, hedefleme stratejisini uygulayan ülkeyi, çapa olarak alınan ülke ekonomisinde yaşanabilecek şoklar karşında korumasız bırakmaktadır.

Almanya ekonomisi, bu durum için verilebilecek iyi örneklerden biridir. 1990 yılında iki Almanya birleşmiştir. Doğu Almanya'nın yeniden inşası ve iki ülkenin birbirine uyumu adına kamu harcamalarının artması, genişlemeci politikalar, enflasyonist bir baskı yaratmıştır. Dolayısıyla parasını Alman Markına bağlamış **Döviz Kuru Mekanizması** (Exchange Rate Mechanism) içindeki ülkeleri zor durumda bırakmıştır. Başta İngiltere ve Fransa olmak üzere Alman Markına para birimlerini bağlamış Avrupa ülkeleri, Almanya'da yaşanan enflasyonist süreçten etkilenmiştir. Çünkü bu ülkeler döviz kuru hedefleme stratejisi sebebi ile çapa ülkede yaşanan şoklara karşı açık hala gelmiştir.

Devalüasyon Beklentisindeki Artış

Döviz kuru hedefleme stratejisini benimsemiş özellikle gelişmekte olan ülkelerde döviz kurunun yükseltilmesi yönünde bir beklenti oluşabilmektedir. **Devalüasyon** beklentisi bu stratejiye ilişkin göze çarpan bir başka dezavantajdır. Döviz kurunun çapa olarak kullanımı sebebiyle kur artışının engellenmesi durumu, **yerli paranın aşırı değerlenmesine** neden olabilmektedir.

Eğer bu aşırı değerlenmenin önüne geçilemez ise hedefleme stratejisini benimsemiş ülkenin cari açığı artma eğilimine girecektir. Çünkü yerli parası aşırı değerlenen ülkenin dış ticarette rekabet gücü olumsuz etkilenecek dolayısıyla ihracatı azalacaktır. Bu aşırı değerlemenin önüne geçilemediği taktirde kamuoyu kurların revize edilmesi yönünde bir beklentiye girebilir dolayısıyla ekonomide bir devalüasyon beklentisi oluşabilecektir.

Ayrıca hedefleme stratejisini benimsemiş ülkenin enflasyon sorununu uzun yıllardır yaşıyor olması durumunda bu ülke için **enflasyon katılığı** söz konusu olabilir. Kronik bir enflasyonist sürecin yaşandığı bir ülkede enflasyonist beklentileri kırmak zor olacaktır. Bu sebeple sabit kur çapasına rağmen yurt içi ücret ve fiyatların artma eğiliminin devam etmesi durumunda (böyle bir ülkede ücret ve fiyatların yüksek belirleme eğilimi vardır) dış ticaretteki olumsuz eğilim pekişebilir dolayısıyla devalüasyon beklentisi daha da güçlenebilir. Ayrıca böyle bir beklentinin varlığı, kendi kendini besleyen bir sürece de girebilir. Bu sürece ilişkin mantıksal akış aşağıda sunulmuştur.

Döviz Kuru Mekanizması (DKM): Avrupa

Topluluğu'nun kur rejimini ayarlama mekanizmasıdır. Sabit fakat ayarlanabilir bir kur rejiminin benimsendiği bu mekanizma içinde Alman Markının istikrarlı seyri temel belirleyici olmuştur. 1979-1998 arasında geçerli olan mekanizma Avro ile sonuçlanan sürecin başlangıcı sayılabilmektedir.

Devalüasyon: Sabit kur rejiminin uygulandığı ekonomilerde iradi kararlar, döviz kurunun yükseltilerek, yerli paranın değer kaybetmesidir.

Yerli Paranın Aşırı Değerlenmesi:

Döviz kurunun olması gereken değerinden daha düşük seyretmesi sebebiyle yerli paranın değerinin olması gerekenden daha yüksek olma durumu.

Enflasyon Katılığı (inflation inertia):

Ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerinin izlenen politikalara karşın devam etmesi, gelecek dönem enflasyon beklentilerinin günümüz beklenti düzeyinin altında gerçekleşmeyeceğine yönelik inanıştır. Enflasyon katılığı, enflasyonu düşürmeye yönelik politikalarının güvenilirliğini olumsuz etkilemektedir.

Devalüasyona dair oluşan bir beklenti, ekonomik birimlerin yerli para yerine döviz tercih etmesi yönünde bir motivasyonu beraberinde getirecektir. Ekonomik birimlerin dövizin fiyatında bir değişim beklentisine girmiş olmasıyla, yerli paradan kaçış ve döviz talebinin yükselmesi söz konusudur. Ekonomik birimlerin bu şekilde spekülasyon amaçlı hareket etmeleri ise döviz kurunun yükseleceğine dair beklentinin güçlenmesine neden olmaktadır. Görüldüğü gibi devalüasyon beklentisi kendini beslemiştir. Bu döngünün her tekrarı ise devalüasyona ilişkin beklentinin gerçekleşme olasılığını arttıracaktır.

Spekülatif Ataklara Açıklık

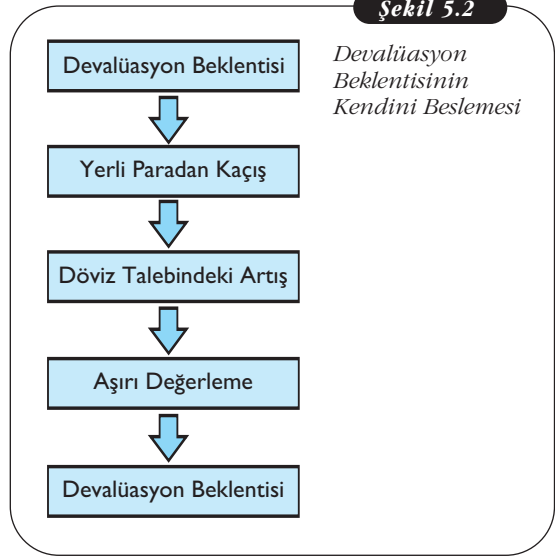
Döviz kuru hedeflemesine dair bir başka olası dezavantaj ise hedefleme stratejisini benimsemiş ülke ekonomisinin spekülatif ataklara açık hale gelmesidir. İzlenecek kurun önceden belirlenmesi ekonomiyi spekülatif amaçlı sermaye hareketlerine açık hale getirecektir. Çünkü kurun değerinin artırılacağına dair beklentiyle iç içe geçmiş bir durum söz konusudur. Bu beklenti sadece yurt içi ekonomik aktörlerin beklentilerini tetiklemekle kalmayacak, uluslararası ekonomik birimleri de etkileyecektir. Sermaye hareketliliğindeki serbestleşme, bu beklentiyle hareket eden uluslararası ekonomik birimlerin hedefleme stratejisini benimsemiş ülkenin döviz piyasasında, döviz talep etmeleri yönünde hareket etmelerine neden olabilir. Bunun anlamı ise ülke döviz piyasasına spekülasyon amaçlı bir atağın gerçekleşmesidir. Bu durum ise devalüasyon beklentisinin gerçekleşme olasılığının artması anlamına gelir. Gelişmiş ülke ekonomilerindeki döviz kuru hedefleme stratejisi tecrübelerine ilişkin en çarpıcı spekülatif atak örneklerden biri, 1992 Döviz Kuru Mekanizması krizidir. İki Almanya'nın birleşmesiyle başlayan süreci takiben, Döviz Kuru Mekanizması içinde parasını Alman Markına sabitleyen ülkeler spekülatif ataklara maruz kalmış, parasını Alman Markına hedeflemiş ülkelerden sadece Fransa spekülatif atağa direnmiş, İspanya, İsveç, İtalya gibi ülkeler paralarının değerini düşürmüşlerdir. Fransız ekonomisi bu ısrarının bedelini nispeten yüksek bir işsizlik oranı ile ödemiştir. Bu tip atakların gelişmekte olan ülkeler açısından örneklerinden biri ülkemizde yaşanan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleridir.

Finansal Kırılganlığın Artması

Yerli paranın yabancı bir paraya hedeflenmesine ilişkin bir başka dezavantaj ise finansal kırılganlığı ve finansal kriz olasılığını arttırma ihtimalidir. Döviz kuru hedefleme stratejisi sebebiyle oluşan devalüasyon beklentisi ve spekülatif ataklar, hedefleme stratejisini benimsemiş ülkenin finansal sistemini tehdit etmeye başlayabilir. Ülke döviz piyasasına yönelik yaşanan spekülatif ataklar ve ülke iç döviz talebine yönelik hareketlenmeye karşın merkez bankaları, döviz kuru hedefinden sapmamak için döviz taleplerini karşılamak zorundadır. Bunun anlamı döviz hedefleme stratejisini uygulayan merkez bankasının döviz satmasıdır. Bu stratejinin bir gereği olarak merkez bankası döviz rezervlerinin yüksek olması arzulanır bir durumdur. Çünkü söz konusu rezervlerin yüksek olması, merkez bankasının hedeflediği kuru savunabilmesini kolaylaştırmaktadır. Bu sebeple de döviz kuru hedefleme stra-

Şekil 5.2

*Devalüasyon
Beklentisinin
Kendini Beslemesi*



Döviz Kuruna Sterilize Edilmiş Müdahale: Merkez bankasının döviz piyasasında yaptığı bir alım satım işleminin, yerli para miktarı üzerinde yaratacağı etkinin, para politikası araçlarının aksi etki yaratacak biçimde kullanımı ile telafi edilmesidir.

tejisini uygulayan ülke merkez bankalarının, uygulamaya geçmeden önce döviz rezervlerini arttırmak için piyasada döviz alımı yaptıkları görülmektedir. İşte bu rezervler ile döviz talebinde yaşanan artışların karşılanabilmesi, devalüasyon beklentisinin, spekülasyon atakların önündeki savunma sistemidir. Çünkü rezervlerin izin verdiği ölçüde kuru savunmak mümkün olabilmektedir. Dövizde talep artışları sürekli hal alır ve şiddetini artırır ise bu durumda merkez bankası ilan ettiği kur hedefini ya revize etmek zorunda ya da stratejiyi terk etmek durumunda kalacaktır. Ancak merkez bankasının döviz rezervleri kuru savunmayı mümkün kılsa da önemli bir başka sorunun yaşanması olası bir durumdur. O da merkez bankasının döviz satışlarının yerli para miktarı üzerindeki etkisidir. Para arzı üzerinde daraltıcı bir etki anlamına gelen bu durumun önüne geçilmelidir. Bunun için, döviz kuru piyasasına böyle bir müdahalenin yerli para miktarı üzerindeki etkisini gidermek amacıyla para politikası araçlarının kullanımı gerekmektedir. Kura müdahalenin bu şekilde desteklenmesi, para politikası literatüründe **sterilize edilmiş müdahale** olarak tanımlanır.

Ancak kura yönelik bu savunmanın yeterince sterilize edilmemesi durumunda ülkedeki faiz oranlarının yükselmesi söz konusu olacaktır. Dolayısıyla kuru savunmak için merkez bankası döviz sattıkça, yerli para miktarı azalacak, bu da ülkedeki faiz oranlarının artmasına neden olacaktır. Faiz oranlarının artması ise firmaların ve bankaların bilançolarını olumsuz etkileyerek finansal sistemin kırılganlığını arttırabilecek ve finansal sistemde bir kriz beklentisi oluşturabilecektir.

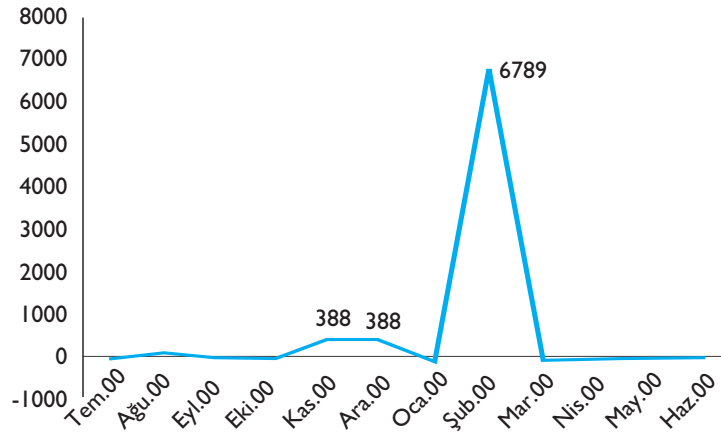
SIRA SİZDE



Aşağıdaki grafikte, ülkemizde bankalar arası piyasada gerçekleşen en yüksek gecelik faiz oranları verilmiştir. Grafik incelendiğinde faiz oranlarının seyrinde üç aya ilişkin değerlerin oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Bu durumun muhtemel nedenlerinin neler olabileceğini değerlendiriniz?

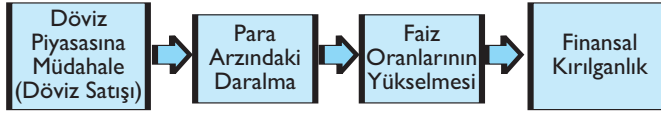
Grafik 5.5

Bankalar Arası
Para Piyasası
Gerçekleşen En
Yüksek Gecelik Faiz
Oranı



Bu durumun spekülasyon atakların devamı ve de devalüasyon beklentisi ile desteklenmesi durumunda da merkez bankası, kuru daha fazla koruyamayabilir ya da korumaya gerek duymayabilir.

Şekil 5.3



Döviz Kuru Hedeflemesinde Kura Müdahalenin Finansal Kırılganlığa Etkisi

Yukarıdaki şekil, bu sürece ilişkin nedensellik akışını göstermektedir. Bu kur-guya ilişkin çarpıcı bir örneği 2001’de ülkemizin yaşadığı görülmektedir. Ülkemiz-de 2001 krizinde bankalar arası para piyasasında gecelik faiz oranlarında ülke re-korunun kırılmış olmasının nedeni, izlenen döviz kuru hedefleme stratejisinin ge-reğinin yapılmış olmasıdır.

Aşağıdaki tabloda, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın 2000 yılına ilişkin döviz piyasa-sında yaptığı alım rakamları sunulmaktadır. Tabloda yer alan eksi değerler, merkez bankasının döviz piyasasında satış yaptığını göstermektedir. Tablo incelendiğinde 2000 yılı Kasım ve Aralık ayı işlemlerinin diğer aylara kıyasla negatif ve yüksek değerler alma-sının neden ve sonuçlarını nasıl değerlendirmeliyiz?



SIRA SİZDE

	Aylık Net Döviz Alımı	Kümülatif Net Döviz Alımı
Ağustos	932	44
Eylül	-161	-116
Ekim	312	195
Kasım	-5.795	-5.599
Aralık	-797	-6.396

Tablo 5.1

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası 2000 Yılı Döviz Alımı (Milyon \$)

Kaynak: TCMB 2000 Yıllık Rapor, s. 92.

Hesap Verilebilirliğin Azalması

Merkez bankasının döviz kuru hedeflemesi uygulaması durumunda kurun hedef olarak belirlenmesinin gözden kaçmaması gereken bir başka sakıncası ise politika uygulayıcıların hesap verebilirliğini olumsuz etkileyebilmesidir. Gelişmiş ve geliş-mekte olan ülkeler için hesap verebilirlik politika yürütmede başarıyı etkileyebile-cek öneme sahip bir olgudur. Hesap verebilirliğin azalması özellikle gelişmekte olan ülkeler için, daha önemli bir sorun olabilir. Çünkü bu ülkelerde merkez ban-kası şeffaflığı, merkez bankası bilançosunun, eylemlerinin kamuoyu ile paylaşma sıklığı ve düzeyi gelişmiş ülkeler kadar fazla olmayabilir. Döviz kurunun ekonomi-nin gidişatına yönelik bir sinyal verme potansiyeli vardır. Kurdaki artış veya azalış-ların sinyal görevi, ülkede izlenen politikanın yönü, ekonomide rezervlerin duru-mu, enflasyon beklentisindeki değişim gibi birçok konuda sinyal görevi görebilir. Döviz kuru hedeflemesi stratejisi sebebiyle kurlardaki değişimin önlenmesi, kurla-rın sinyal vermesini engelleyecektir. Gelişmekte olan ülkeler için politikanın yönü-ne dair sağlıklı sinyal olanaklarının sınırlı olma ihtimali sebebiyle döviz kurundan gelen sinyalin engellenmesi, politika yapımcıların hesap verebilirliklerini azaltabilir.

Olası Devalüasyonun Olumsuz Etkilerinin Artması

Yukarıda değinilen dezavantajlar, parasını yabancı bir paraya çapalamış her ülke-nin yaşaması olası durumlardır. Elbette ki her ülke ekonomisinin kendi iç dina-mikleri ve özellikleri gereği, bu dezavantajların şiddeti ve etkileri farklılaşabilir.

Ancak döviz kuru hedeflemesi stratejisi uygulayan ülkenin yaşayabileceği bu dezavantajların şiddeti, bu olumsuzluklara karşın politika yapıcılarının direnme gücünü zorlayacaktır. Bu güç eğer aşılsın ise bu durumda izlenen hedefleme stratejisinin terkedilmesi gerekebilecektir. Bunun öncelikli anlamı döviz kurunun yükselmesi, yani devalüasyondur. İzlenen hedefleme stratejisinin terkedilmesinin bedeli ise özellikle gelişmekte olan ülkeler için gelişmiş ekonomilere kıyasla daha yüksektir. Bunun olası nedenleri içinde, yabancı paranın kullanım alışkanlıkları öne çıkmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde ekonomik birimler borçlanırlar iken genelde yerli parayı tercih etmektedir. Ekonomik birimlerin bu konudaki tercihlerini etkileyen önemli faktörlere bakıldığında; enflasyonist eğilimler sebebiyle kurlardaki artış eğilimi ve gelecek döneme ilişkin kurlardaki belirsizlik ön plana çıkmaktadır. Döviz kuru stratejisinin benimsenmesi, özellikle bu stratejinin başarıya ulaşacağına dair beklentiye sahip olan ekonomik birimlerin, borçlanmada tercih ettikleri para birimini etkileyebilir. Ekonomik birimler, borçlanmada yabancı parayı daha çok tercih etmeye başlayabilir. Bir politikanın başarıya ulaşmasında inandırıcılığın önemi dikkate alındığında, borçlanma tercihlerindeki değişimin daha da dikkate değer olacağı beklenebilir.

İzlenen hedefleme stratejisinin terkedilmesiyle yerli paranın değerinin düşürülmesi borçlanma tercihinin yabancı paradan yana kullanmış ekonomik birimlerin borçlarının artmasına neden olacaktır. Özellikle politikanın terk edilmesinin gecikmesi ile kurun yükseltilmesi arasındaki ilişkinin dikkate alınması durumunda, yaşanan devalüasyonun etkisinin daha da yıkıcı olabileceği gözden kaçırılmamalıdır. Devalüasyon durumunda, borçlanma tercihinin yabancı paradan yana kullanan ekonomik birimlerin borçlarının artması, bu birimlerin bilanço değerlerini (borçlarının değeri artarken, varlıklarının değeri düşeceğinden) olumsuz etkileyecektir.

SIRA SİZDE

3

Aşağıdaki tabloda Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Döviz ve Efektif Piyasa İşlemlerinden derlenmiş ₺/\$ kurundaki aylık ortalama değişim oranı verilmiştir. Şubat, Mart ve Nisan ayları kur değişim oranlarının önceki aylardaki oranlardan yüksek olmasının olası neden ve sonuçlarını nasıl değerlendirebiliriz?

Tablo 5.2

Türkiye Cumhuriyet
Merkez Bankası Kur
Değişim Oranı (%)

Kaynak: TCMB EVDS

Dönem	TL/\$ % Değişim (Ortalama)
11-2000	1
12-2000	-1
01-2001	-1
02-2001	13
03-2001	29
04-2001	24
06-2001	7

PARA KURULU SİSTEMİ VE DOLARİZASYON

Döviz kuru stratejisinin katı şekli olarak karşımıza iki uygulama çıkmaktadır. Bunlardan ilki merkez bankası yerine paranın basımı işini yürüten, para kurulu ve yerli paranın tamamıyla ortadan kalktığı tam dolarizasyondur. Bu iki uygulamanın yumuşak kur hedeflemesinden farkı, yasal düzenlemelerinin bağlayıcılığı ya da bir başka ifade ile stratejinin sürekliliğidir.

Para Kurulu Sistemi

Katı döviz kuru hedefleme stratejisi olan **para kurulunu** birçok biçimde tanımlamak mümkündür. Bir ülkenin para arzı mekanizmasının belirlenen sabit bir kurdan döviz rezervlerine bağlandığı, para otoritesinin emisyon üzerinde inisiyatifinin olmadığı sisteme para kurulu denilmektedir. Bu sistem, rezerv paraya karşılık sabit bir kurdan piyasaya para sürüldüğü bir mekanizmadır.

Bu sistemde **rezerv para** olarak tanımlanan para birimi, tam konvertibiliteye sahip, uluslararası piyasalarda genel kabul görmüş güçlü bir para birimidir. Çapa olarak seçilen yabancı paradır.

Para kurullarının özellikleri ülke yapılarından kaynaklı bazı küçük farklılıklar taşısa da genel olarak şu şekilde sıralanabilir:

- Tam konvertibilitenin bulunması: Ülke içinde dileyen herkesin belirlenen kurdan dilediği kadar döviz alıp satabilmesidir.
- Senyoraj gelirinin sadece faizden elde edilmesi: Paranın döviz karşılığı basılması, para kurulu uygulayan ülkenin para basmaktan dolayı senyoraj geliri elde etme imkânının ortadan kalkması anlamına gelir. Hatta bu gelir rezerv para ülkesine yönlendirilmektedir. Ancak para kurulu uygulamasında elde tutulan rezervlerin bir kısmı faiz geliri elde edilebilecek şekilde değerlendirilir ise bu durumda senyoraja benzer bir gelir elde edilebilecek ancak kaynağı faiz olacaktır.
- Rezerv sistemi: Para kurulu sisteminde, genel olarak dolaşımdaki nakit karşılığı, sonradan bazı ülke uygulamalarında esnetilmiş olsa da %100 karşılık ayrılmaktadır. Bu karşılıklara rezerv denilmektedir. Burada önemli olan konu, nelerin karşılığın içinde sayılacağıdır. Bazı ülkelerde esnetilmiş olsa da bu rezervlerin olabildiğince fazla kısmının döviz cinsinden oluşması arzulanır.
- En son ödünç veren kurum özelliğinin bulunmaması: Para politikası tamamıyla otomatik bir hal aldığı için, ülke içi gelişmelere müdahale etmekte para politikası araçlarının kullanımı mümkün olmamaktadır.
- Sabit döviz kuru sisteminin geçerli olması: Ayarlanabilir sabit döviz kuru sisteminde pariteler bazen değiştirilebilir iken para kurulu sisteminde uygulanan sabit kur sisteminde, rezerv paranın değeri çapa ülkedeki enflasyon oranı değişmediği takdirde değiştirilmemektedir. Bu sistemde kurun sabitliği yasal bir güvence ile süreklilik kazanmaktadır.

Para kurulu: Parasal tabanın ülkenin döviz rezervlerine bağlandığı, sabit bir kur sisteminde döviz karşılığı para arzının yapıldığı ve para otoritesinin emisyon üzerinde bir inisiyatifinin bulunmadığı bir döviz kuru hedefleme stratejisi şeklindedir.

Rezerv Para: Para kurulu sisteminde yerli paranın sabit kur üzerinden endekslediği paradır.

Yumuşak döviz kuru hedefleme stratejisinde kullanılan sabit ya da ayarlanabilir kur rejimlerinde, çapa olarak kullanılan nominal döviz kuru bazen değiştirilebilir iken para kurulu sisteminde bu şekilde bir kur değişimi mümkün değildir. Bu iki döviz kuru hedefleme stratejisinin kullandığı sabit kur rejimleri arasındaki fark budur.



DİKKAT

- Kredi verememesi: Para kurulu sadece döviz karşılığı para bastığı için, varlıkları arasında iç varlıklar bulunmamaktadır. Dolayısıyla bu kurul bankalara ve kamuya kredi verememektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin bütçe disiplini sorunu yaşamaları bu kurulların kullanımı üzerinde etkili olmuştur.

Para Kurulu Sisteminin İşleyişi

Tarihi 19. yy.'a dayanan para kurullarının uygulama şekline baktığımızda iki temel sistem biçimi ile karşılaşırız. Bunlar ortodoks para kurulu ve yarı para kurulu sistemleridir.

Ortodoks Para Kurulu Sistemi: Merkez bankasının bulunmadığı %100 karşılık uygulamasının geçerli olduğu para kurulu sistemidir.

Yarı Para Kurulu Sistemi: Merkez bankasının varlığını koruduğu ve sınırlı da olsa para politikası araçlarının kullanımının mümkün olduğu para kurulu sistemidir.

Ortodoks Para Kurulu Sistemi, bir kurul tarafından ülke parasının, sadece döviz ve döviz cinsi varlıklar karşılığında sabit kur üzerinden arz edildiği sistemdir. Bu para kurulu sistemi ilk para kurulu uygulamalarındandır ve günümüzde örneklerine rastlamak zordur. Merkez bankasının bulunmadığı %100 karşılık sisteminin kullanıldığı ortodoks para kurulu sisteminde en son ödünç veren özelliği bulunmamaktadır.

Yarı Para Kurulu Sistemi ise Ortodoks para kurulu ile merkez bankası arasında bir yerde bulunmaktadır. Merkez bankasının varlığını koruduğu bu para kurulu sisteminde %100 karşılık sistemi esnetilmiştir ve sınırlı da olsa ihtiyari para politikası uygulanması mümkündür. Günümüzde gördüğümüz para kurulu örnekleri olan bu sisteme melez ya da esnek para kurulu sistemi de denilmektedir. Bu sistem merkez bankalarının para kurulu sistemini uygulama şekli olarak da tanımlanabilir.

Ülke örneklerine baktığımızda para kurulu uygulamasına geçilirken bazı gerekliliklerin yerine getirilmesi gerekir. Bunlar;

- Rezerv alınacak para biriminin hangisi olacağının belirlenmesi,
- Sabit döviz kurunun değerinin tespit edilmesi,
- Rezerv ayırmada dikkate alınacak referans parasal büyüklüğün ne olacağına ve rezerv oranına karar verilmesi,
- Kurulun tutacağı rezervlerin yapısının belirlenmesi. Bu belirleme faiz gelinden senyoraj elde edebilmeyi etkilemektedir.

Döviz kuru hedeflemesinin katı uygulama şekillerinden biri olan para kurulu sistemi ile merkez bankaları arasında birçok konuda farklılıklar bulunmaktadır. Bu iki yapı arasındaki farklılıkları aşağıdaki tablo ile özetlenmek mümkündür.

Tablo 5.3
Para Kurulu ve Merkez Bankası Karşılaştırılması

Kaynak: Akyazı, s. 88.

Para Kurulu Sistemi	Merkez Bankası Sistemi
• Pasifinde, genellikle, dolaşımdaki para vardır	• Dolaşımdaki paranın yanı sıra mevduat da bulunur
• Rezerv para ile sabit döviz kuru	• Ayarlanabilir veya dalgalı döviz kuru
• %100 rezerv para karşılığı	• Değişebilir rezerv oranı
• Tam konvertibilite	• Sınırlı konvertibilite
• Kurala dayalı para politikası	• İhtiyari para politikası
• Nihai mukriz olmaması	• Nihai mukriz olma özelliği
• Mali sistemle ilgili asgari düzenleme	• Geniş kapsamlı müdahale
• Açıklık	• Karmaşıklık
• Politize olmama	• Politize olma
• Yüksek kredibilite	• Düşük kredibilite
• Sadece faizlerden senyoraj geliri	• Enflasyon ve faizlerden senyoraj geliri
• Hükûmetin bankeri olmama	• Hükûmetin bankeri olma
• Az sayıda çalışan	• Çok sayıda çalışan
• Enflasyon hedefi olmaması	• Enflasyon hedefi olması

Para Kurulu Sisteminin Avantaj ve Dezavantajları

Para kurulu sistemi uygulamasının sağlayacağı temel avantajları üç noktada toplamak mümkündür. Bu avantajlar; makroekonomik disiplinin sağlanması, otomatik ödemeler dengesi sağlayıcı mekanizmanın tesisi ve yerli paraya kaybolmuş güvenin yeniden kazanılmasıdır.

- Makroekonomik disiplini sağlamak: Para kurulu sisteminin uygulanması durumunda ülke ekonomisinde disiplini sağlamak mümkün olabilir. Merkez bankası kaynaklarına başvuramama nedeniyle kamu dengesinin sağlanma zorunluluğu ve belirsizliklerin azalması, geleceğe ilişkin öngörü yapmanın mümkün olması gibi nedenler, para kurulunun, makroekonomik disiplini sağlamada olumlu katkılar yaratmasına neden olabilir.
- Dış ödemeler dengesine ilişkin otomatik bir mekanizma tesis etmek: Sabit bir döviz kuru sistemi gibi işleyen para kurulu uygulamasında, ödemeler dengesinde herhangi bir dengesizlik yaşanması durumunda, para arzı bu duruma tepki verecektir. Bu tepkiden etkilenen toplam harcama ve toplam talep ise ödemeler bilançosunu tekrar dengeleme yönünde etkilere neden olabilecektir. Çünkü para kurulu sisteminde ödemeler bilançosunun açık ya da fazla vermesi ekonomideki döviz miktarını etkileyerek içerideki yerli para miktarının ve dolayısıyla faiz oranlarının etkilenmesine neden olacaktır. Faizlerdeki değişim ise yatırım harcamalarını ve millî geliri, millî gelir ise ihracat harcamalarını ve dolayısıyla ödemeler dengesini etkileyecektir.
- Ulusal paraya kaybolmuş güveni tekrar sağlamak: Bu sistemin kullanımı ile yerli paranın enflasyonist süreç sebebiyle kaybettiği itibarı tekrar kazanması mümkün olabilir.

Ancak bu sistemin bazı dezavantajları da bulunmaktadır. Bu dezavantajları ise;

- Yerli paranın aşırı değerlenmesi,
- Para basma gelirinden mahrum kalmak,
- Para politikası araçlarını kullanamamak
- Yeterli döviz rezervi tutma gerekliliği

İlk uygulaması 1849'da Mauritius'da hayata geçirilmiş olan para kurulları günümüze değin 70'den fazla ülkede uygulanmıştır. Sömürge dönemine ilişkin birçok para kurulu uygulaması bulunmaktadır. Sömürgecilik dönemi dışında kalan dünyada para kurulu uygulama örneklerinden bazıları; Singapur (1967), Hong Kong (1983), Estonya (1992), Litvanya (1994), Bulgaristan (1997), Bosna (1999) ve Arjantin (1991) dir.

Dolarizasyon

Dolarizasyon kavramını tam ve kısmi dolarizasyon olarak iki farklı şekilde tanımlamak mümkündür. **Kısmi dolarizasyon**, bir ülkede yerli para cinsinden finansal aktifler yerine yabancı para cinsinden finansal aktiflerin tercih edilmeye başlanmasıdır.

Tam dolarizasyon ise yerli paradan vazgeçip, yabancı paranın resmî para birimi gibi kullanılması anlamına gelmektedir. Döviz kuru hedefleme stratejisinin en uç örneği sayılabilen tam dolarizasyon, geri dönülemez para kurulu uygulamasına benzetilebilir. Tam dolarizasyonun diğer döviz kuru hedefleme stratejileri uygulama şekillerinden farkı, yerli paranın tamamen ortadan kalkmasıdır.

Yerli para biriminin olmaması sebebiyle döviz kurunun değişmesi ve devalüasyon ihtimalinin bulunmaması bu uygulamanın en önemli avantajlarından biridir. Çünkü bu durum kur değişimi beklentisiyle hareket eden spekülasyon atakları yaşanmasının önüne geçer. Ancak yerli para biriminin olmaması, aynı para kurulu uygulamasında olduğu gibi senyora gelirden mahrum kalmayı beraberinde getirir. Ayrıca uygulayan ülkenin ekonomi politikasını yerli para yerine kullanılan ülke parasına bağlamaktadır. Bunun yanında dikkate alınması gereken bir başka durum ise para basma gibi bir egemenlik hakkının kullanımından vazgeçildiğidir.

Kısmi Dolarizasyon:

Ekonomik birimlerin yabancı para cinsinden finansal aktifleri tercih etme durumudur.

Tam Dolarizasyon:

Bir ekonomide yerli para yerine tamamiyle yabancı paranın kullanımı. Bu sistemde yabancı para birimi resmî para birimi gibi kullanılmaktadır.

Özet



Para politikası hedefleme stratejilerinin neden önemli olduğunu belirtebilmek

Duruma göre ya da kurala göre tartışması, para politikasının yürütülmesinde önemli bir tartışma alanı oluşturmaktadır. Özellikle ekonomik birimlerin ileriye dönük beklentileri olması durumunda gelecekteki politika kararlarının nasıl olacağını gösteren kurallara ihtiyaç olabilir. Bu durumun anlamı, para politikasının bir kural çerçevesinde yürütülmesidir. Para politikasının belirli bir kuralın sınırları içinde yürütülmesinin dayanaklarını, zaman tutarsızlığı sorununu azaltması, politika kararlarının açıklanmasını kolaylaştırması, politika yapıcı ve yürütücü üzerindeki baskıları hafifletmesi, geleceğe ilişkin belirsizlikleri azaltması ve ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerini düşürmesi olarak sıralamak mümkündür.



Döviz kuru hedefleme stratejisinin nasıl işlediğini açıklayabilmek

Uygulamaya baktığımızda döviz kuru hedefleme stratejisinin iki farklı biçimde uygulandığını görmekteyiz. Bunlar; katı döviz kuru hedeflemesi ve yumuşak döviz kuru hedeflemesi stratejileridir. Katı döviz kuru hedefleme stratejisinde iki farklı uygulama şekli söz konusudur. Bunlar; para kurulu ve tam dolarizasyon uygulamalarıdır. Para kurulu uygulamasında, para politikasını yürütmede merkez bankasının yerini alan bir yapılanma söz konusudur. Tam dolarizasyonda ise ülke millî parası yerine yabancı ülkenin parası kullanılmaktadır. Bir diğer döviz kuru stratejisi uygulama şekli ise yumuşak döviz kuru hedeflemesidir. Bu hedefleme stratejisinde kur rejimi sabit ya da ayarlanabilir kur sistemidir. Bu iki kur rejiminde de kurun değeri iradi bir kararla belirlenmektedir. Döviz piyasasında belirlenen kur değerinin iradi olarak belirlenen değere eşit olması için, merkez bankası piyasaya döviz alımı ya da satımı yaparak müdahale etmektedir. Bazen merkez bankaları, kur için sabit bir değeri belirlemek yerine bir bant dâhilinde değer aralığında kurun değişimine izin vermektedir. Bu şekilde bir kur rejiminin, serbest dalgalı kur rejiminden farkı, dalgalanma boyunun aralığı ve de önceden öngörülebilesidir. Serbest dalgalı kur

rejiminde kur tamamıyla piyasada belirlenmekte ve gelecek değerine ilişkin bir kesinlik bulunmamaktadır. Ancak bant dâhilinde dalgalanan kur rejiminde, kurun değerindeki oynaklığın bant sınırları içinde kalması ve gelecek değerinin ne olacağına ilişkin kesinlik söz konusudur. Çünkü bantın gelecek dönem sınırları önceden belirlenmektedir. Yumuşak döviz kuru hedefleme stratejisinde ister sabit bir kura bağlansın isterse de aralığı belli bir bant sınırlarında sabitlik söz konusu olsun, merkez bankaları kuru, hedefledikleri bu seviyelerde tutmaya çalışırlar. Bir başka deyişle döviz kurun nominal çapa olarak kullanılmaktadırlar. Para politikasının nihai hedefine ulaşmasında izlenecek basit kural işte bu şekilde uygulanmaktadır. Kur düzeyini belirlenen hedef düzeyinde tutmak, para politikasının hedefleme stratejisini oluşturmada, para politikası yürütücülerinin yol haritasını göstermektedir. Bu stratejide temel olarak, döviz kurunun bir çapaya bağlanmasıyla hedefleme stratejisini uygulayan ülkenin enflasyon düzeyini, çapa ülkenin enflasyon düzeyine bağlamak amaçlanmaktadır. Bu sebeple çapa ülke ya da ülkelerin seçimi stratejinin amaçla ulaşması için oldukça önemli bir konudur. Bu stratejinin başarısı, döviz kurunun beklenen değerine ilişkin belirsizliğin ortadan kaldırılmasıyla başta enflasyon beklentisi olmak üzere ekonomik beklentilerin yönlendirilmesine bağlıdır. Bu hedefleme stratejisini kullanan ülkedeki mal ve hizmetlerin fiyatları, çapa ülke mal ve hizmetlerinin fiyatlarına bağlanmakta, dolayısıyla hedefleme stratejisini uygulayan ülke ile çapa ülkenin fiyat değişim hızları birbirine yakın sallaşmaktadır.



Döviz kuru hedefleme stratejisinin avantaj ve dezavantajlarını değerlendirebilmek

Döviz kuru hedefleme stratejisinin taşıdığı birçok avantaj bulunmaktadır. Bu avantajlardan ilki merkez bankası üzerindeki politik baskıların azalmasıdır. Bu baskıların azalmasının iki farklı açıdan değerlendirmek mümkündür. Bunlar; siyasi otorite ve kamuoyu baskısıdır. Bu hedefleme stratejisine ilişkin bir başka avantaj ise ekonomide gelecek dönemlere ilişkin belirsizliklerin azalmasıdır. Bu stratejinin benimsendiği bir eko-

nomide, geleceğe ilişkin belirsizliklerin azalmasına neden olabilecek birden çok faktör bulunmaktadır. Bunlardan ilki, izlenen stratejinin basit ve anlaşılır olmasıdır. Dolayısıyla ekonomik birimler izlenen politikayı kolaylıkla anlayabilmekte, gelecekteki politikanın ne olacağına dair belirsizlik ortadan kalkmaktadır. Belirsizliklerin azalmasına neden olacak faktörlerden bir diğeri de enflasyon oranıdır. Bu stratejide, döviz kuru'nun hedef olarak kullanımıyla enflasyon oranı çapa olan ülkenin enflasyon oranına bağlanmıştır. Bu durum ise enflasyon beklentilerinin azalması anlamına gelir. Döviz kuru hedeflemesinin ülke deneyimleri incelendiğinde birçok avantajının yanında birçok dezavantajı da bulunduğu görülmektedir. Be dezavantajları sebebiyle döviz kuru hedefleme stratejisi 90lı yılların sonuna doğru popülaritesini yitirmeye başlamıştır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde bu dezavantajlar sebebiyle döviz kuru hedefleme stratejisinin kazanımları kayıplarından çok daha fazla olmuştur. Bağımsız para politikası izleme olanağından mahrum kalmak, devalüasyon beklentisinin artması, spekülasyon ataklara açık hale gelmek, finansal kırılganlığı arttırmak, hesap verilebilirliği zayıflaması ve devalüasyonun olumsuz etkilerini arttırmak bu stratejiye ilişkin dezavantajlar arasında bulunmaktadır.



Para kurulu sisteminin uygulamasının nasıl yürütüldüğünü açıklayabilmek

Katı döviz kuru hedefleme stratejisi olan para kurulu, bir ülkenin para arzı mekanizmasını belirlenen sabit bir kurdan döviz rezervlerine bağlandığı bir yapılanmadır. Bu sistemde para otoritesinin emisyon hacmi üzerinde inisiyatifinin bulunmamaktadır. Bu sistem rezerv paraya karşılık sabit bir kurdan piyasaya para sürüldüğü bir mekanizmadır. Para kurulu uygulamasına geçen ülkelerin öncelikle; rezerv alınacak para biriminin hangisi olacağının belirlenmesi, sabit döviz kuru'nun değerinin tespit edilmesi, rezerv ayırmada dikkate alınacak referans parasal büyüklüğün ne olacağına ve rezerv karşılık oranına karar verilmesi ve kurulun tutacağı rezervlerin yapısının belirlenmesi gerekir.

Kendimizi Sınayalım

1. “Politika yapıcılarının, bir dönemde uygulayacakları politikalara ilişkin verdikleri sözlerden ileride dönebilecekleri” anlamına gelen terim aşağıdakilerden hangisidir?

- a. Zaman tutarsızlığı
- b. Siyasi tutarsızlık
- c. Enflasyon katılığı
- d. Döviz kuru katılığı
- e. Güven eksikliği

2. “Döviz kuru hedefleme stratejisinin yerli paranın sabit ya da bir bant dahilinde değerinin değişimine izin verilen yabancı paraya bağlanarak, para politikasının bu esas dahilinde yürütülmesi” anlamına gelen kavram aşağıdakilerden hangisidir?

- a. Kısmi dolarizasyon
- b. Para kurulu
- c. Yumuşak döviz kuru hedeflemesi stratejisi
- d. Ortodoks para kurulu
- e. Rezerv para yönetimi

3. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının 2000 yılının başlarından itibaren yürüttüğü döviz kuru hedefleme stratejisinde kullandığı döviz çapası içinde yer alan döviz tipi ve miktarları hangi seçenekte doğru olarak verilmiştir?

- a. 1 Amerikan Doları - 0,77 Alman Markı
- b. 1 Amerikan Doları - 1 Avro
- c. 1 Amerikan Doları - 0,026 Külçe Altın
- d. 1 Amerikan Doları - 0,77 Avro
- e. 1 Amerikan Doları - 1 Alman Markı

4. Döviz Kuru Mekanizması ile ilgili aşağıdaki şıklarda yer alan ifadelerden hangisi **yanlıştır**?

- a. Avrupa Topluluğunun kur rejimini ayarlama mekanizmasıdır
- b. Sabit fakat ayarlanabilir bir kur rejiminin benimsenmesi anlamındadır.
- c. Alman markının istikrarlı seyri mekanizmada temel belirleyici olmuştur.
- d. 1979-1998 arasında geçerli olan mekanizma Euro ile sonuçlanan sürecin başlangıcı sayılabilir.
- e. 1990 yılında iki Almanya’nın birleşmesiyle en parlak dönemini yaşamıştır.

5. “Ekonomik birimlerin izlenen politikalara karşın, enflasyon beklentilerinin devam etmesi, gelecek dönem enflasyon beklentilerinin günümüz beklenti düzeyinin altında gerçekleşmeyeceğine yönelik inanış” anlamına gelen terim aşağıdakilerden hangisidir?

- a. Döviz çapası
- b. Spekülatif ataklara açıklık
- c. Enflasyon katılığı
- d. Finansal kırılganlık
- e. Beklenti katılığı

6. “Merkez bankasını döviz piyasasında yaptığı bir alım satım işleminin, yerli para miktarı üzerinde yaratacağı etkinin, para politikası araçlarının aksi etki yaratacak biçimde kullanımı ile telafi edilmesi” anlamına gelen kavram aşağıdakilerden hangisidir?

- a. Daraltıcı para politikası
- b. Dengeleyici para politikası
- c. Kambiyo rejimi
- d. Döviz kuruna hedef müdahalesi
- e. Döviz kuruna sterilize edilmiş müdahale

7. Avrupa Döviz Kuru Mekanizmasında bir krize neden olarak, kur hedefleme stratejisi uygulayan ülkelere Fransa dışında kalanlarının döviz kurunu değiştirmelerine neden olan temel sebep aşağıdakilerden hangisidir?

- a. I. Körfez Savaşı
- b. Irak İran savaşı
- c. Doğu ve Batı Almanya’nın birleşmesi
- d. Petrol krizi
- e. Yugoslavya’da yaşanan iç savaş

8. Aşağıdaki şıklardan hangisi para politikasının bir kurala bağlı yürütülmesi gerektiğini fikrinin nedenlerinden biri **değildir**?

- a. Zaman tutarsızlığı sorununu hafifletmesi
- b. Politika kararların açıklanmasını kolaylaştırması
- c. Geleceğe ilişkin beklentileri azaltması
- d. Enflasyon beklentisini düşürmesi
- e. Politik baskıları hafifletmesi

9. Aşağıdaki şıklardan hangisi bir ülkenin para kurulu uygulamasına geçerken yapması gerekenlerden biri **değildir**?

- a. Döviz kuru rejimine karar vermek
- b. Rezerv alınacak para birimini seçmek
- c. Döviz kurunun değerinin tespit edilmesi
- d. Referans alınacak para büyüklüğüne karar vermek
- e. Rezervlerin yapısının ne olacağına karar vermek

10. Aşağıda verilen şıklardan hangisi para kurulu sisteminin dezavantajları arasında **yer almaz**?

- a. Yerli paranın aşırı değerlenmesi
- b. Para basma gelirinden mahrum kalmak
- c. Yabancı paraya güveni yeniden sağlaması
- d. Para politikasını kullanamamak
- e. Yeterli döviz rezervi tutma gerekliliği

Yaşamın İçinden

Aşağıda; 9 Aralık 1999 tarihinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Başkanı Gazi Erçel tarafından sunulan para programının, döviz kuru politikasına ilişkin kısımlarından bazı alıntılar sunulmaktadır. Döviz kuru hedefleme stratejisinin uygulandığı programın detayları metin içinde görülmektedir. DÖVİZ KURU POLİTİKASI

23.Merkez Bankası olarak uygulayacağımız kur politikasının özellikleri şunlardır;

Döviz kur sepetinin bir yıllık bir süreyi kapsayacak şekilde, günlük olarak açıklanması,

Kur sepetinin 1 ABD Doları + 0,77 EURO olarak devam ettirilmesidir.

24.Bugüne kadar döviz kuru sepeti 1 ABD Doları + 0,77 Euro olarak alınmıştır. Bu uygulamaya program döneminde de devam edilecektir.

27.Enflasyonu en az maliyetle aşağı çekebilmenin altın- da, toplumun enflasyonist beklentilerini aşağı seviyelere indirebilmek yatmaktadır.

29.Dolayısıyla enflasyonun en az maliyetle aşağı indirilebilmesi için, geçmişe yönelik endeksleme alışkanlığının terk edilmesi gerekmektedir. Önceden açıklanan kur, buna bu büyük desteği verecektir. Fiyat oluşumu ve ücret taleplerinde eski alışkanlığın sürdürülmesi üretimin ve istihdamın daralmasına yol açacaktır. Programa olan güven ne kadar fazla ve sürekli olursa ve program toplumun her kesimi tarafından ne kadar çok benimsenirse, maliyet en aza indirilirken, enflasyonla mücadelede başarı o derece yüksek olacaktır.

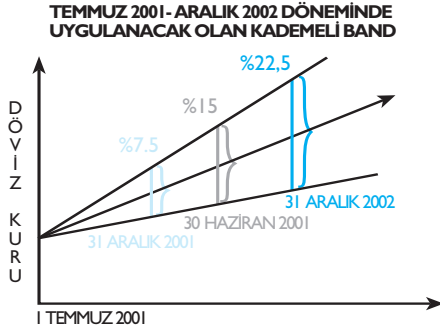
30.Orta-uzun vadede döviz kurlarına ilişkin sistemdeki belirsizliğin azaltılmasının hem mal piyasalarında, hem de mali piyasalarda etkileri olacaktır.

39.Son yıllarda, Merkez Bankası'nın fiili kur politikası temelde kısa vadeli enflasyonist beklentiler, ödemeler dengesi ve kamu dengesi gibi değişkenlere göre şekillenmiştir. Bundan böyle ise, T.C. Merkez Bankası, kur politikasını yalnızca enflasyon hedefine göre uygulayacaktır.

40.Program süresince, döviz kuru politikamızı iki farklı dönemde, iki farklı kur rejimi altında şekillendireceğimizi belirtmek istiyorum. Döviz kuru politikası 2000 Ocak- 2001 Haziran dönemini kapsayan ilk 18 aylık sürede, "enflasyon hedefine yönelik kur sepeti", takip eden dönemde ise "kademeli olarak genişleyen band" çerçevesinde yürütülecektir.

45.Programın ikinci 18 aylık dönemi kapsayan, Temmuz 2001 - Aralık 2002 döneminde ise "band" uygulamasına geçilecektir. Söz konusu aralığın toplam genişliği aşamalı olarak artırılmaktadır. Buna göre, 1 Tem-

muz 2001'den 31 Aralık 2001'e kadar kademeli olarak yüzde 7,5'e, 30 Haziran 2002'ye kadar yüzde 15'e ve 31 Aralık 2002'ye kadar yüzde 22,5'e yükseltilecektir. "Band" uygulamasında, kurun "band"ın içindeki hareketlerine Merkez Bankası'nın müdahalesi olmayacaktır



50. Kurların, 12 aylık dönemler itibarıyla alacağı seyrin, üstelik günlük ayrıntıda, şimdiden bilinebilmesi, ekonomideki bireylerin önlerini görebilmelerini kolaylaştırırken, ileriye yönelik anlaşma ve planları daha güvenli yapabilmelerine imkan tanıyacaktır.

51. Bu uygulama ile kurlarda geleceğe yönelik gelişmelerin bilinir olması, kurların önemli ölçüde belirleyici olduğu enflasyon ve enflasyon beklentilerindeki belirsizliği minimuma indirecek ve dolayısıyla ekonomideki reel faizlerin düşmesine de katkıda bulunacaktır. Merkez Bankası olarak, uygulamaya koyacağımız kur politikası ile enflasyon beklentilerinde var olan katılığın hızla kırılacağına inanmaktayız.

53. Uygulayacağımız döviz kuru politikasının, T.C. Merkez Bankası'nın yeni yüzyıldaki nihai ve tek hedefi olan enflasyonu düşürme sonucuna hizmet edecek en önemli araç olacağı kanısındayım.

Okuma Parçası



Sabit kur-para kurulu?



DENİZ GÖKÇE

13.03.2009

Ortaya şimdi de Steve Hanke tarafından 'pazarlanan' sabit kur ve 'para kurulu' tartışması çıktı. Bugün biraz para kurulu sistemini tartışacağız. Ancak olaya bir sistematik içinde bakmak gerekli. Ekonomi politikaları iki ayrı ortamda değerlendirilmek zorunda. Birincisi, uluslararası ekonomi ortamı içinde. Burada kurun sabit olup olmadığı tercihi tartışması önem kazanır. Ulusal veya iç ekonomi politika ortamında ise, para politikasının, 'discretionary', yani günlük ihtiyaca göre değiştirilen veya tam tersi, 'rule based' denen ve günlük değil, bir kurala bağlı uygulandığı ortamlar arasında tercih yapılabilir. Hanke tarafından pazarlanan 'Para Kurulu' iyice basitleştirilir ise, uluslararası anlamda, yani kur politikası açısından bir sabit kur sistemidir! Aynı zamanda da iç para politikası açısından, otomatik çalışan, 'rule based', yani kurala bağlı, otomatik, günlük olmayan para politikası sistemidir. Burada önemli iki noktayı hemen dikkate sunalım. Bu kur sistemlerinden sadece bir tanesinde, yani 'floating rate' veya dalgalı kur sisteminde, para politikası tamamen serbest kalır ve ülkenin kendi iç ihtiyaçları için serbestçe kullanılabilir. Tüm diğer kur sistemlerinde para politikası ya 'elleri oldukça bağlı' durumdadır ya da ortadan kaldırılmıştır.

Ama ortada bir de politika kısıtı vardır. Para ve kur politikası ikilisi bir genel kural (kısıt) çerçevesinde çalışır. Kur, faiz ve kambiyo sistemi (geçmişteki kontrollü kambiyo, Türk Parasını Koruma Kanunu gibi yasaklama veya bugünkü gibi konvertibilite ve serbest sermaye hareketi tercihi) üçlüsünden sadece iki tanesi politika belirleyenlerin kontrolü altındadır. Üçüncüsü piyasaya bağlıdır. Bugün Türkiye kambiyo, sermaye hareketi serbestisi sisteminde olduğuna göre, kur veya faizden sa-

dece birini kontrol edebilir. Bu dikkat edilmesi, anlaşılması, saygı duyulması gereken bir kısıttır. Diğer piyasa-ya bağlı olacaktır. Yüksek borç ve enflasyon ortamında ise faizi kontrol etme seçilmiştir. Ulema ise hem kur hem de faizin kontrol edilebileceği kanısı ve yanlışsındadır. Kur sistemleri kabaca dört kategoride özetlenebilir: Dalgali kur (floating), yönetilen kur (managed float), hafifçe sabitlenmiş kur (soft peg deniyor) ve sabit kur (hard peg). Bu dörtlü klasmanın sabit kur (veya hard peg) sistemleri ise, üç ayrı tip olabilir. Biri tam dolarizasyon, yani mesela başka bir ülkenin parasını kendi paranın yerine koymak, mesela kendi parayı kaldırıp euro veya dolar gibi bir parayı kabul etmek. Burada para politikası diğer ülkenin Merkez Bankası tarafından uygulanıyor (dolar veya euroyu basanlar), sen de kendi para politikandan tamamen vazgeçiyorsun. Tarihte uygulanan altın para sistemi bu tür bir sistemdi. İkinci tür sabit kur sistemi ise, bugün AB üyesi ülkelerin yaptığı gibi, 'currency union' veya para birliği denen, tek para sistemine girmek. Bu sistemde para birliği içinde kendi para birimini ortadan kaldırıyor. Bu sistemde de, kendi para politikandan vazgeçiyorsun. Para politikasını merkeze (mesela Avrupa Merkez Bankası) bırakıyorsun. Eğer senin ülken, ekonomisi diğer ülkelerle senkronize hareket eden bir ülke değilse, bugün İtalya'nın başına geldiği gibi, yanıyorsun ve sistemden dışarı çıkma durumuna geliyorsun. Üçüncü tip sabit kur sistemi ise Steve Hanke tarafından son günlerde Türkiye gündemine taşınan diğer bir sabit kur sistemi, yani para kurulu veya 'currency board'. Bu sistemde Merkez Bankası'nı kapatıyorsun veya salt idari gözlemci haline getiriyorsun, para politikası yapmıyorsun, para politikası otomatik hale geliyor (nondiscretionary or rule based deniyor).

Bu kur sistemlerden sadece bir tanesi, bugün uygulamakta olduğumuz dalgali veya floating denen kur, politika belirleyicilerine, para politikasında serbesti sağlar, böylece enflasyon, faiz, borç gibi konulara müdahale etmeye, bağımsız içe dönük para politikasına izin verir, kur piyasaya kalır. Tüm diğer kur sistemlerinde ekonomi politikası uygulayanlar kura bir şekilde müdahale ederler, hedef kur da vardır.

Kendimizi Sınavalım Yanıt Anahtarı

- | | |
|-------|--|
| 1. a | Yanıtınız yanlış ise "Döviz Kuru Hedefleme Stratejisinin Avantajları" konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 2. c | Yanıtınız yanlış ise "Döviz Kuru Hedefleme Stratejisinin İşleyişi " konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 3. d | Yanıtınız yanlış ise "Döviz Kuru Hedefleme Stratejisi" konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 4. e | Yanıtınız yanlış ise "Bağımsız Politika İzlenmemesi" konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 5. c | Yanıtınız yanlış ise "Devalüasyon Beklentisindeki Artış" konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 6. e | Yanıtınız yanlış ise "Finansal Kırılganlığın Artması" konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 7. c | Yanıtınız yanlış ise "Bağımsız Politika İzlenmemesi" konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 8. c | Yanıtınız yanlış ise "Döviz Kuru Hedefleme Stratejisi" konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 9. a | Yanıtınız yanlış ise "Para Kurulu Sisteminin İşleyişi" konusunu yeniden gözden geçiriniz. |
| 10. c | Yanıtınız yanlış ise "Para Kurulu Sisteminin Avantaj ve Dezavantajları" konusunu yeniden gözden geçiriniz. |

Sıra Sizde Yanıt Anahtarı

Sıra Sizde 1

Gerçekleşen en yüksek gecelik faiz oranı, 2000 yılının Kasım ve Aralık aylarında %300'ün üzerinde, Şubat ayında ise %6789 olarak gerçekleşmiştir. Şubat ayı rakamı, cumhuriyet tarihinin faiz rekoru olarak anılmaktadır. Bu durumun nedeni; merkez bankasının döviz kurunu koruyabilmek adına, döviz satması ve bu sebeple ₺ likiditesinin azalması ve izlenen program gereği, net iç varlıklar üzerinden para yaratamaması sebebiyle piyasadaki ₺ likiditesini arttıramamış olmasıdır. Şubat krizinde yaşanan faiz rekorunun şiddeti, dönemin likidite ihtiyacının ne denli şiddetli olduğunu göstermesi açısından önemlidir. Bu sebeple de izlenen program sonlandırılmış, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, döviz kuru hedefleme stratejisini terk etmiştir. Merkez bankasının takip eden dönemde izlediği strateji ise enflasyon hedeflemesi olmuştur.

Sıra Sizde 2

Yürütülen döviz kuru hedefleme stratejisinin gereği olarak, merkez bankaları, kurun hedef değerinden sapmasına izin vermemek durumundadır. Bunun için merkez bankaları kurdaki değişim eğilimini önleyebilmek için döviz piyasalarına müdahale etmektedir. Döviz talebinde bir artma ya da döviz arzında bir azalma varsa kurun yükselmesine engel olmak için döviz satmakta, eğer aksi gelişmeler yaşıyor ise de bu sefer de kurun düşmesine engel olmak için döviz satın almaktadır. Kur hedeflemesini kural olarak benimsemiş merkez bankalarının böyle davranmaları gerekmektedir. Tablo incelendiğinde yılın sonlarına doğru net döviz alım rakamlarının negatif ve yüksek değerler aldığı görülmektedir. Bu kalemin negatif değer alması merkez bankasının döviz satışında bulunduğunu gösterir. Dolayısıyla Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2000 yılının Kasım ve Aralık aylarında döviz kurunu savunmak zorunda kalmıştır. Yaşanan finansal tedirginliğin tetiklediği devalüasyon beklentisi iç ve dış spekülasyon amaçlı döviz talebini arttırmış, merkez bankası da bu durumun kuru etkilememesi için yüklü miktarda döviz satmak zorunda kalmıştır. Bu tablodaki rakamların yönü ve yüksekliğinin nedeni budur. Bu durumun sonuçlarına bakılır ise merkez bankası döviz rezervlerindeki azalma, yerli para miktarındaki azalma ve faiz oranlarındaki yükselme ön plana çıkmaktadır.

Sıra Sizde 3

2001 Şubat ayı para politikasının görünümü için önemli tarihlerden biridir. Şubat 2001'de yaşanan kriz sebebiyle Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası kur hedefleme stratejisini terk etmiştir. Yaşanan gelişmeler sebebiyle merkez bankasının kur hedefini daha fazla savunamayıp, dalgalı kur rejimine geçmesi ile birlikte, döviz kuru hızla yükselmiş, Türk lirasının aşırı değerlenmesi bir noktada telafi edilmiştir. Önceki dönemlerde değişim hızı yavaş seyreden kurun, hedefleme stratejisinin terk edilmesi ile değerinin hızla yükseldiği görülmektedir. Çünkü Şubat ayından itibaren aylık değişim hızı oldukça yüksek gerçekleşmiştir. Dolayısıyla rakamların bu şekilde gerçekleşmesinin nedeni budur. Bu durumun anlamı ise Türk lirasının hızla değer kaybetmesidir. Ekonomide döviz cinsinden borçlanmış ekonomik birimlerin borçları bu değer farkı sebebiyle büyük oranda artmıştır. Bu birimlerin mali yapıları, borçlarını çevirebilme ve ödeyebilme imkânları bu gelişmelerden olumsuz etkilenmiştir.

Yararlanılan Kaynaklar

- Akyazı, H. (1999). **Para Kurulu ve Türkiye’de Uygulanabilirliği Üzerine Bir Araştırma**, İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği, Yayın no:214
- Aslan, M. H. (2009). **Para Teorisi ve Politikası**, Bursa: Alfa Akademi, 1. Baskı.
- Çolak, Ö. F. (2001) **Finansal Piyasalar ve Para Politikası**, Ankara: Nobel Yayın Dağıtım
- Çolak, Ö. F. ve Barışık, S. (2009) “Para Kurulu Sistemi Uygulanabilirlik Endeksi: 1990-2006 Dönemi Türkiye Uygulaması” Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı: 32
- Demirhan, E. (2002). **Para Politikasının Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi**, İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği, Yayın no:231
- Gültekin, N. B. ve Yılmaz, K. (1996). **Para Kurulu: Nedir, Ne Zaman Gerekir?**, İstanbul: Türkiye Ekonomik ve Sosyal Etütler Vakfı Yayınları.
- Karasoy, A. (1996) “Para Kurulu Sisteminin Uygulaması” Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No:9622
- Kaytancı, B. G. (2008) “Para Politikası Kurallarının Teorik Analizi: Bazı Basit Kuralların İncelenmesi” Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, No:3. S:11-25.
- Orhan, O. Z. ve Erdoğan, S. (2008). **Para Politikası**, Ankara: Yazıt-Yayın Dağıtım, 4. Baskı
- Özatay, F. (2011). **Parasal İktisat Kuram ve Politika**, Ankara: Efil Yayınevi, 2. Baskı.
- Özdemir, K. A. ve Şahinbeyoğlu, G. (2000). “Alternatif Döviz Kuru Sistemleri” Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği.
- Parkin, M. (2008). **İktisat**, 9. baskıdan Çeviri, Akademi Yayıncılık-2011, Çev. Uzun, Özcan ve diğerleri.
- Pütün, M. (2003) **European Monetary System: Convergence and Credibility**, Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi.
- Usta, B. (2003) **Enflasyon Hedeflemesi: Gelişmekte Olan Ülkelere Uygulanabilirliği ve Türkiye Örneği**, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi
- Mishkin, F. S.. (2006). **Para, Bankacılık, ve Finansal Piyasalar İktisadi**, 8. baskıdan Çeviri, Akademi Yayıncılık-2011, Çev. Şahin, Serçin ve diğerleri.
- TCMB 2000 Yıllık Rapor (2000)
- TCMB Başkanın Konuşmaları (1999) “2000 Yılı Enflasyon Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması”, Ankara, 09/12/1999
- www.tcmb.gov.tr

6

Amaçlarımız

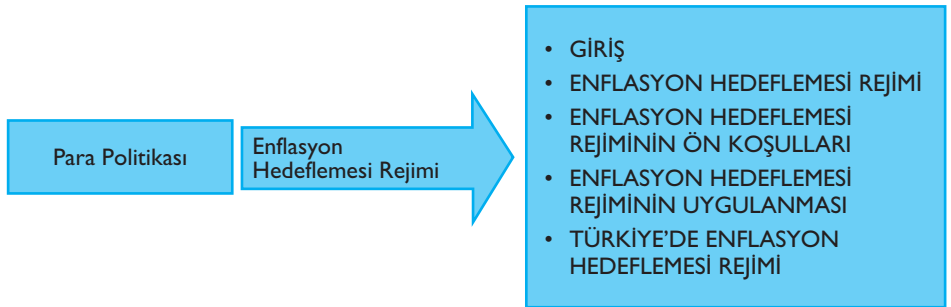
Bu üniteyi tamamladıktan sonra;

- Enflasyon hedeflemesi rejiminin temel özelliklerini tanımlayabilecek,
- Enflasyon hedeflemesi rejiminin nasıl işlediğini açıklayabilecek,
- Enflasyon hedeflemesi rejiminin avantajlarını ve dezavantajlarını değerlendirebilecek,
- Türkiye’de uygulanan enflasyon hedeflemesi rejiminin temel özelliklerini açıklayabilecek bilgi ve beceriler kazanabileceksiniz.

Anahtar Kavramlar

- Enflasyon Hedeflemesi,
- Merkez Bankası Bağımsızlığı
- Mali Baskınlık
- İletişim Politikası
- Hesap Verebilirlik
- Şeffaflık

İçindekiler



Enflasyon Hedeflemesi Rejimi

GİRİŞ

Enflasyon hedeflemesi rejimi (ya da stratejisi), fiyat istikrarına ulaşmak amacıyla uygulanan para politikası stratejilerinden bir tanesidir. Parasal büyüklükler ya da döviz kurunun hedeflendiği rejimlerin aksine, enflasyon hedeflemesi stratejisinde herhangi bir ara hedef kullanılmaksızın, doğrudan enflasyon oranının kendisi hedeflenmektedir. Günümüz modern merkez bankacılığı anlayışı içerisinde enflasyon hedeflemesi rejiminin önemi gün geçtikçe artmaktadır. Bu ünite de enflasyon hedeflemesi rejiminin temel özellikleri anlatılmaktadır. Bu kapsamda, öncelikle enflasyon hedeflemesine dönük bir para politikası stratejisinin uygulanabilmesi için ihtiyaç duyulan ön koşulların neler olduğu açıklanmıştır. Ardından enflasyon hedeflemesi stratejisinin nasıl yürütüleceği ve Türkiye’de uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisinin temel özellikleri tartışılmaktadır.

ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ

Enflasyon hedeflemesi rejimi; merkez bankasının nihai hedefi olan fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi amacına yönelik olarak, para politikasının belirlenen bir dönem için belirlenen sayısal bir enflasyon hedefi ya da hedef aralığına dayandırılması ve bunun kamuoyuna açıklanması şeklinde tanımlanabilen para politikası uygulamasıdır.

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımında para politikasının esas amacı, düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranını gerçekleştirmektir. Bu stratejide merkez bankası öncelikle ekonomi için uygun olduğuna inandığı bir enflasyon hedefi belirler. Enflasyonun gelecekte izleyeceği seyir hakkında tahminlerde bulunur. Bu tahmin, hedef enflasyon oranıyla karşılaştırılır ve tahminle hedef arasındaki farka bağlı olarak para politikası önlemleri geliştirilir. Merkez bankalarının uyguladığı klasik yöntemlerle karşılaştırıldığı zaman, bu yöntemin para politikasının tasarımı ve performansını arttırdığına inanılmaktadır.

TCMB’nin enflasyon hedeflemesi rejimini tanıtmak amacıyla 2006 yılında hazırladığı kitapçıkta bu rejimin temel özellikleri şu şekilde belirtilmiştir:

- Enflasyon hedeflemesi rejiminin toplum tarafından kolaylıkla anlaşılabilmesi ve izlenebilmesi amacıyla öncelikle sayısal bir enflasyon hedefi belirlenir ve kamuoyuna duyurulur. Bu duyuru ile birlikte merkez bankası bu hedefe ulaşacağını taahhüt eder.

- Enflasyon hedeflemesi rejimi altında merkez bankasının temel politika aracı kısa vadeli faiz oranlarıdır. Merkez bankası temel aracını ve aynı zamanda sahip olduğu diğer bütün araçları belirlenen enflasyon hedefine ulaşmak için kullanır.
- Enflasyon hedeflemesi rejimi kapsamında karar alma sürecinin kurumsallaşmasını sağlamak da en az enflasyon hedefini saptamak ve bu hedefi kamuoyuna açıklamak kadar önemlidir. Karar alma sürecinin kurumsallaşması ile (i) para politikası kararlarının alınacağı tarihlerin önceden belirlenmesi ve bunun kamuoyu ile paylaşılması, (ii) politika kararlarının şeffaf bir yapıya ulaşması, (iii) alınan kararların gerekçelerinin açıklanması ve bu açıklamalarda gelecek dönemlerdeki kararların yönüne ilişkin eğilimlere yer verilmesi gibi özellikler kastedilmektedir.
- Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamasında enflasyon tahminleri büyük önem taşımaktadır. Merkez bankasının enflasyona ve diğer ekonomik değerlere ilişkin geliştirdiği öngörüler, gelecekteki enflasyonist baskılara karşı merkez bankasına erken uyarı sağlamakta ve merkez bankasının enflasyonla mücadele etmek için alacağı faiz kararlarına yol gösterici olmaktadır.
- Merkez bankasının enflasyon tahminlerinin enflasyon hedefinden önemli ölçüde sapması durumunda merkez bankası temel para politikası aracı olan faiz oranlarına müdahalede bulunarak bu sapmanın önüne geçmeye çalışacaktır. Bir başka ifadeyle merkez bankasının enflasyonun gelecekte izleyeceği seyri doğru öngörebilmesi oldukça önemlidir. Bu amaçla ekonomideki toplam arz ve toplam talep gelişmeleri, parasal göstergelerin seyri, kamu maliyesinde yaşanan gelişmeler, beklentiler, fiyatlama davranışları, iç ve dış şoklar, verimlilik, istihdam ve ücretler, döviz kurlarında ve ödemeler dengesinde yaşanan gelişmeler gibi pek çok farklı unsuru içinde barındıran *geniş bir bilgi setinin* merkez bankasının hizmetinde olması gerekmektedir.
- Enflasyon hedeflemesi rejimi kapsamında merkez bankasının beklentileri iyi yönetmesi ve etkin bir iletişim politikası izlemesi önemlidir. Özellikle kronik enflasyonun yaşandığı veya enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde ekonomik birimler gelecek döneme ilişkin beklentilerini geçmişteki enflasyona bağlı olarak oluştururlar. Enflasyon ataleti (ya da katılığı) olarak da bilinen bu durumun önüne geçmek için enflasyon hedeflemesi rejiminde politika uygulayıcıları ekonomik birimlerin beklentilerini oluşturmada esas alabilecekleri bir enflasyon hedefi sunarlar ve bu hedefe ulaşmayı taahhüt ederler. Bu süreçte, merkez bankasının belirlediği hedefin dikkate alınması ve hedefin tutturulabileceğine dair güvenin oluşması için merkez bankasının etkin bir iletişim politikası izlemesi şarttır. Etkin bir iletişim politikası, merkez bankasının uyguladığı politikalarda şeffaf olmasını, izlediği ve izleyeceği politikalar hakkında kamuoyunu bilgilendirmesini, enflasyonun seyrine ilişkin görüşlerini kamuoyuyla düzenli olarak paylaşmasını gerektirir. Merkez bankasının enflasyon hedefine ilişkin duyulan güven arttıkça beklentiler daha iyi yönetilir, beklentiler daha iyi yönetildiği ölçüde ise merkez bankasının enflasyon hedefine ulaşması daha kolay ve daha az maliyetli olur.

Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin İşleyişi

Para politikası rejimlerinin genel özelliği merkez bankalarının doğrudan kontrol sahibi olduğu politika araçlarının hedeflenmesidir. Bu araç parasal hedefleme rejimi altında M1 ve M2 gibi parasal büyüklüklerdir. Faiz oranı hedeflemesi rejiminde ise merkez bankası doğrudan kontrolü altında olan politika faiz oranı aracını hedeflemektedir. Enflasyon hedeflemesi rejiminde ise farklı olarak merkez bankalarının doğrudan kontrolünde olmayan enflasyon oranı hedef değişken olarak seçilmektedir. Enflasyon oranı üzerinde etkili olan çok değişik faktörler vardır ve merkez bankaları bu faktörlerde yaşanan değişimlere ancak belirli bir gecikmeyle müdahale edebilmektedir. Enflasyon hedefinin tam olarak tutturulması oldukça zordur. Buna karşılık gerçekleşen enflasyon oranının enflasyon hedefi çevresinde dalgalanan bir değer alması beklenen bir durumdur. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesi rejiminin gelecek döneme odaklanan bir strateji olduğunu söyleyebiliriz. Bir başka ifadeyle merkez bankası gerçekleşen enflasyon veya bugün hedeflediği enflasyon oranını değiştirmeyeceği için gelecek dönemde gerçekleşmesi beklenen enflasyon oranı ile hedef olarak belirlediği enflasyon oranı arasındaki farkı mümkün olan en alt düzeye çekmeye çalışır.

Enflasyon hedeflemesi rejiminde yukarıda açıklanan amaca ulaşmak için merkez bankalarının politika aracı faiz oranlarıdır. Bir başka ifadeyle enflasyon hedeflemesi rejimini benimseyen merkez bankaları aynı zamanda faiz hedeflemesi stratejisini de takip etmektedir.

Merkez bankalarında görev yapan ekonomistler çeşitli ekonomik ve istatistiksel modelleri kullanarak gelecek dönemde gerçekleşmesi beklenen enflasyonu ve faiz oranlarının değişik düzeylerine enflasyonun nasıl tepki vereceğini tahmin etmeye çalışırlar. Bu iki bilgi ışığında gerçekleşmesi beklenen enflasyon oranını hedef enflasyon oranına yaklaştırabilmek için faiz oranlarının değerine karar verirler.

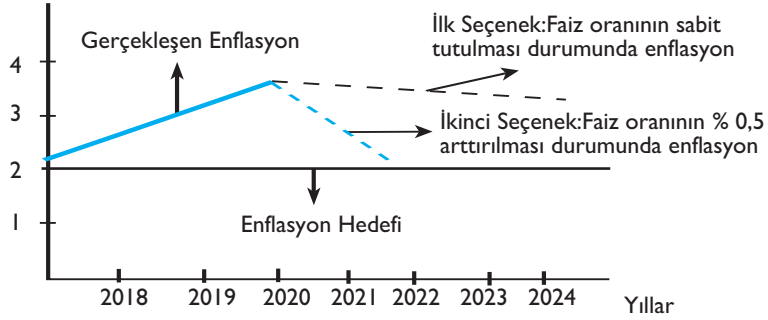
Enflasyon hedeflemesi rejiminin işleyişine ilişkin buraya kadar yaptığımız açıklamalara ilişkin bir örnek, Şekil 6.1 aracılığıyla gösterilmektedir. Örneğin A ülkesi merkez bankasının enflasyon hedefini başlangıçta %2 olarak belirlediğini varsayalım. Ayrıca hedef bu şekilde belirlenmişken, 2020 yılında dünya ekonomisinde meydana gelen gelişmelere bağlı olarak petrol fiyatlarının yükselmesinin bu ekonomideki enflasyonun %3,5'a çıkmasına sebep olduğunu varsayalım. Bu koşullar altında Şekil 6.1'e göre A ülkesi merkez bankasının iki seçeneği vardır: faiz oranının sabit tutulması veya %0,5 oranında artırılması. Eğer ilk seçeneğe göre hareket edilirse yani A ülkesi merkez bankası uzmanları faiz politikasında bir değişikliğe gitmez ve faiz oranlarını sabit tutarsa, enflasyonun %2'nin üzerinde seyretmeye devam edeceği öngörülmektedir. Buna karşılık, merkez bankası uzmanları tarafından yapılan analizler sonucu faiz oranları yarım puan arttırılırsa enflasyonun seyrinin değişeceği ve şekilde ikinci seçenekle gösterilen doğrultuda hareket edeceği öngörülmektedir. İkinci öngörüye bağlı olarak A ülkesi merkez bankası enflasyonun hedeflediği düzeye gelebilmesi için faiz oranlarını arttıracaktır. Ancak bu faiz arttırımı tek başına yeterli olmayacaktır. Hedeflenen enflasyon oranının tutturulabilmesi için 2020 yılından sonra meydana gelebilecek şoklarında etkilerine karşı önlem almak gerekecektir. 2020 yılından sonra yaşanan şoklara bağlı olarak 2022 yılında enflasyon hedefin altında veya üstünde gerçekleşebilir. Bu süreçte merkez bankası enflasyonu hedeflediği düzeye yöneltmek için yaşanan gelişmelere bağlı olarak faiz oranlarını değiştirmeye devam edecektir.

Şekil 6.1

Enflasyon
Hedeflemesi
Rejiminin İşleyişi

Kaynakça: Ball, L.
(2011). *Money,
Banking and Fi-
nancial Markets*,
Worth Publisher.
s.501

Enflasyon Oranı, (%)



Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Dünyada Yayılışı

Ekonomi tarihine baktığımız zaman 1960'lı yıllar ile 1990'lı yıllar arasında gelişmiş ve gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde para politikası rejimi olarak genellikle döviz kuru ve parasal büyüklüklerin hedeflenmesi stratejilerinin benimsendiğini görürüz. Ancak para politikasının nihai amacı olan fiyat istikrarını sağlamada, bu hedefleme stratejilerinin istenilen sonuçları vermemesi, birçok ülkeyi yeni para politikası arayışlarına yöneltmiştir.

Parasal büyüklüklerin hedeflenmesi stratejisinde başarı sağlanması, hedeflenen büyüklüklere olan talep ile enflasyon arasındaki ilişkinin gücüne bağlı olmaktadır. 1990'lara gelindiğinde, para ve kredi büyüklükleri ile enflasyon arasındaki kısa vadede ilişki oldukça istikrarsız bir hâl almıştır. Bu durum, parasal hedefleme stratejisi çerçevesinde söz konusu büyüklüklerin ara hedefler olarak daha az güvenilir ve daha az faydalı olmasına neden olmuştur.

1990 öncesi dönemde gözlenen bir başka unsur ise merkez bankalarının, fiyat istikrarını sağlamak görevlerinden uzaklaşarak, özellikle siyasi baskıların da etkisiyle hükümetlerin harcamalarını finanse eder hâle gelmeleridir. Bu durum ise merkez bankalarının toplum nezdindeki inanırlığının ve güvenilirliğinin azalmasına ve buna bağlı olarak da enflasyon beklentilerinin yükselmesine sebep olmuştur. Buna ek olarak, 1980'li yıllarda bilgi ve iletişim teknolojilerinde yaşanan gelişmelerin finansal piyasalar üzerindeki etkisi 1990'larda kendini göstermeye başlamıştır. Bu dönemde finansal araçların hızla gelişmesi ve standart bir para tanımının yapılmasının güçleşmesi para politikasının hedeflediği değişkenler ile enflasyon arasındaki ilişkinin zayıflamasında başka bir etken olmuştur. Bu koşullar parasal büyüklüklerin hedeflenmesine dayalı rejimlerin başarı sağlama olasılığını azaltmıştır.

1990'larda kendini iyice hissettirmeye başlayan küreselleşmenin de etkisiyle fiyat istikrarını sağlamada kullanılan döviz kuru, faiz, nominal gelir ve parasal büyüklüklerin hedeflenmesine dayalı stratejiler etkisiz kalmaya başlamıştır. Hızla artan uluslararası sermaye akımları gibi nedenlerle döviz kurlarını spekülasyon saldırılarından korumanın gittikçe zorlaşması sabit döviz kuru rejiminin, enflasyonu kontrol altına almakta gittikçe daha az güvenilir ve daha az başarılı olmasına yol açmaktadır. Bunun yanı sıra, döviz kuru hedeflemesi rejimi kapsamında merkez bankalarının faiz oranları üzerindeki kontrolünü kaybetmesi bu rejimi uygulayan ekonomilerde bağımsız bir para politikası uygulama yeteneğini ortadan kaldırmış ve bir önceki ünite de açıkladığımız gibi bu ekonomilerde dışsal şokları yumuşatacak esnek bir politika aracının bulunmamasına sebep olmuştur.

Bu çerçevede enflasyon hedeflemesi rejiminin oluşturulması ve yaygınlaşması, parasal büyüklüklere veya döviz kuruna dayalı rejimlerin etkinliğini zaman içinde kaybetmesine paralel olarak ortaya çıkmıştır. Parasal büyüklüklerin ya da döviz kurunun hedeflenmesinde yaşanan bu zorluklar karşısında merkez bankaları, enflasyon hedeflemesi rejimini alternatif bir para politikası stratejisi olarak geliştirmiştir.

Yıllar	Ülkeler	Yıllar	Ülkeler
1989	Yeni Zelanda	2000	İsviçre Güney Afrika Tayland
1990	Şili	2001	Norveç İzlanda Macaristan
1991	Kanada	2002	Filipinler Peru
1992	İsrail	2005	Endonezya Slovakya Peru
1993	İngiltere İsveç Avusturya	2006	Türkiye
1995	Çek Cum. G. Kore	2007	Gana
1999	Brezilya Kolombiya Meksika Polonya	2008	Kosta Rika

Tablo 6.1
Enflasyon
Hedeflemesi
Rejiminin Dünyada
Yayılışı

Kaynak: Ball, L. (2011). **Money, Banking and Financial Markets**, Worth Publisher, s.503.

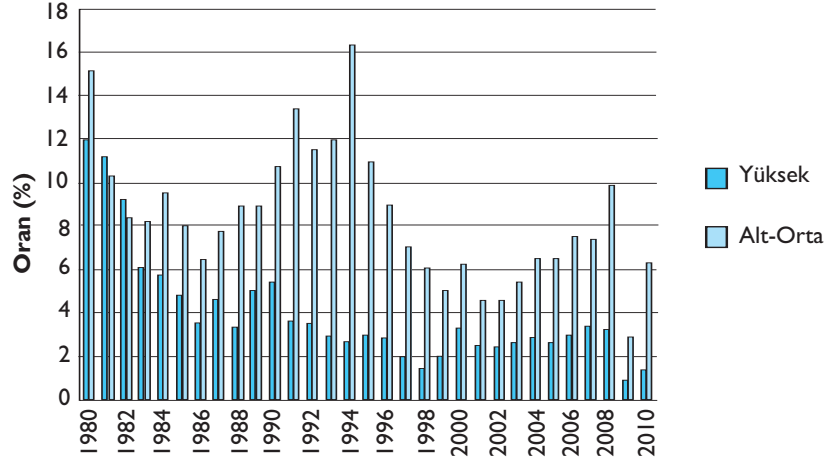
Tablo 6.1’de enflasyon hedeflemesi rejimini benimseyen ülkeler kronolojik sıralamaya göre verilmiştir. Enflasyon hedeflemesi rejimi ilk olarak, 1989 yılında Yeni Zelanda’da uygulanmaya başlamıştır. 1989 ile 1993 yılları arasında ise 7 ülke (Yeni Zelanda, Şili, Kanada, İsrail, İngiltere, İsveç, Avusturya) enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya başlamıştır. Bu gelişme diğer ülkelere de ilham vermiş ve enflasyon hedeflemesi rejimi çok kısa bir sürede dünya ekonomilerinde önce gelişmiş ardından gelişmekte olan ekonomilerde hızla yayılmıştır.

Bu süreçte enflasyon oranlarında yaşanan değişimleri Şekil 6.2’de görebiliriz. Bu şekilde yüksek gelir düzeyine sahip gelişmiş ekonomiler ile orta gelir düzeyine sahip gelişmekte olan ekonomilerin enflasyon rakamlarının 1980 ile 2010 yılları arasında aldığı ortalama değerler yer almaktadır. Şekil 6.2’de görülebileceği gibi enflasyon oranları genel olarak, özellikle 1990’lı yıllardan sonra gelişmiş ülkelerde 2000’li yıllardan sonra ise gelişmekte olan ülkelere nispeten daha düşük bir seyir izlemektedir.

Şekil 6.2

Farklı Ülke Gruplarında Enflasyon Oranları: 1980-2010 Dönemi

Kaynakça: Dünya Bankası- <http://data.worldbank.org/>



Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Avantajları

Enflasyon hedeflemesi rejimi, parasal büyüklüklerin veya döviz kurunun hedeflendiği rejimlere kıyasla önemli avantajlar sunmaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejiminin diğer para politikası rejimlerine göre birinci avantajı, parasal büyüklükler ile enflasyon arasında istikrarlı bir ilişki olmasının, uygulamanın başarısı için çok önemli olmamasıdır. Enflasyon hedeflemesi rejiminin operasyonel uygulaması böyle bir ilişkinin varlığı üzerine inşa edilmemekte, bunun yerine uygun para politikası araçlarının kullanılabilmesi için mevcut en geniş bilgi setinin kullanılmasına olanak vermektedir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminde merkez bankasının hedeflerinin ve taahhütlerinin diğer para politikası rejimlerine göre çok daha rahat, anlaşılır ve açık olması, bu rejimin sağladığı ikinci avantajdır. Hedeflerin açıkça ilan edilmiş olması, merkez bankalarının bu hedefe ulaşamama durumunda hesap vermesini sağlayan bir mekanizmanın oluşturulmasını gerektirmektedir. Hesap verme zorunluluğu merkez bankalarının kısa dönemde aşırı genişlemeci para politikası izleyerek üretimi ve istihdamı artırma ve zaman tutarsızlığı tuzağına düşme olasılığını azaltmaktadır.

Bunun yanı sıra, enflasyon hedeflemesi rejimi, alternatif rejimlere kıyasla daha esnek bir strateji sunmaktadır. Bu durum, hedeflerin genellikle orta vade için tanımlanmış ve kısa dönemli sapmaların kabul edilebilir olmasından kaynaklanmaktadır. İyi oluşturulmuş bir enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesi, merkez bankalarına, uzun vadede enflasyonla mücadelede itibarlarına zarar vermeden, orta vadeli gelişmelere tepki verme imkânı sağlamaktadır. Ayrıca, döviz kuru hedeflemesi stratejisinin aksine, enflasyon hedeflemesi, para politikasının ülke ekonomisine odaklanmasına ve ortaya çıkabilecek şoklara daha etkili tepki vermesine imkân tanımaktadır.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin uzun vadede sağlayacağı bir avantajı ise kamuoyunun ilgisini kısa vadeli müdahaleci politikalar yerine düşük ve istikrarlı enflasyon gibi makroekonomik istikrarı ve ekonomik büyümeyi destekleyen bir hedefe kaydırmasıdır. Bunun yanı sıra, enflasyon hedeflemesi, sadece para politikasının değil aynı zamanda, maliye politikalarının da hesap verebilirliğini ve disiplinini artırmaktadır. Son olarak, enflasyon hedeflemesi rejimi, hem merkez bankalarının kurumsallaştırılması hem de ekonomi genelinde enflasyonla mücadele sürecine katkıda bulunacak yapısal reformların gerçekleştirilmesi konularında motivasyon sağlamaktadır.

Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Dezavantajları

Para politikası rejimlerinin tartışılmasında enflasyon hedeflemesi rejiminin avantajlarının yanı sıra, söz konusu rejimin dezavantajları da dile getirilmekte ve bu rejime çeşitli eleştiriler yöneltilmektedir. Bu rejime yöneltilen eleştiriler genellikle enflasyon hedeflemesi rejiminin katı olarak yorumlanması durumunda politika yapıcılara çok az takdir yetkisi bırakması ve para politikasının şoklara arzu edilen esneklikte tepki vermesini engellemesi üzerine yoğunlaşmaktadır. Buna karşılık enflasyon hedeflemesi rejiminin, politika yapıcılara çok fazla takdir hakkı vermesi sebebiyle politika yapıcılarının aşırı genişlemeci politikalar izlemesine neden olabileceği ve bu durumun enflasyon beklentilerinin kontrol edilebilmesini imkânsızlaştıracığı şeklinde tam aksi yönde eleştiriler de bulunmaktadır.

Temel amacın fiyat istikrarının sağlanması olan enflasyon hedeflemesi rejiminde döviz kurlarının göz ardı edilmesi ve bu durumun özellikle küçük ve dışa açık ülke ekonomilerinin makroekonomik dengesine ilişkin sorunlara neden olması, bu rejime yönelik olarak yapılan diğer bir eleştiridir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin mali baskınlığı engelleyememesi ve döviz kuru oynaklıklarının finansal istikrarsızlığa neden olabilmesi gibi sebeplerle de bu rejim eleştirilmektedir. Bu eleştiriler özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından dile getirilmektedir.

ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN ÖN KOŞULLARI

Para politikası uygulamalarından enflasyon hedeflemesi rejiminin fiyat istikrarını sağlama amacına başarıyla ulaşabilmesi için bazı ön koşulların gerçekleşmesi gerekmektedir. Bu ön koşullar aşağıda beş başlık altında özetlenmiştir.

Merkez Bankası Bağımsızlığı

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin ön koşullarından birisi merkez bankasının politika uygulamalarında bağımsız olmasıdır. Merkez bankasının para politikası amacını kendisinin belirlemesine **amaç bağımsızlığı** adı verilmektedir. Para politikası amaçlarına ulaşmak için hangi para ve döviz kuru politikası araçlarının kullanılacağına merkez bankası tarafından karar verilmesi ise **araç bağımsızlığı** olarak bilinmektedir. Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan bir merkez bankasının temel amacı olarak belirlediği fiyat istikrarına ulaşmak için uygulayacağı para politikası rejimini ve kullanacağı parasal araçları seçmesi ve uygulaması açısından tam bağımsız olması gerekmektedir.

Merkez bankasının bağımsızlığı aynı zamanda mali ve idari açıdan özerk olmasını gerektirmektedir. Ayrıca nihai hedef olarak fiyat istikrarının sağlanmasında merkez bankasının tek otorite olduğu konusunda yasal bir görevlendirmenin yapılması da enflasyon hedefine ulaşılmasında destekleyici bir unsurdur.

Merkez bankası bağımsızlığına ilişkin bir diğer kavram da **ekonomik bağımsızlıktır**. Hükûmetlerin merkez bankasından borçlanması yasal olarak engellenmesi merkez bankasının ekonomik olarak bağımsız olduğunu gösterir. Ekonomik bağımsızlık sayesinde bütçe açıklarının finansmanında merkez bankasına başvurulamaz. Ekonomik bağımsızlığa sahip olmayan bir merkez bankasının hükûmetin taleplerini yerine getirmeye zorlanması, enflasyonist baskıların ortaya çıkmasına ve para politikasının etkinliğinin azalmasına neden olmaktadır.

Amaç Bağımsızlığı: Merkez bankasının para politikasının amacını kendisinin belirleme yetkisine sahip olmasıdır.

Araç Bağımsızlığı: Merkez bankasının para politikası amaçlarına ulaşmak için hangi para ve döviz kuru politikası araçlarını kullanılacağına kendisinin karar vermesidir.

Ekonomik Bağımsızlık: Hükûmet ile merkez bankası arasında borçlanma ilişkisinin yasal olarak engellenmesidir.



Enflasyon hedeflemesi rejimi kapsamında merkez bankalarının bağımsız olmalarının bir ön koşul olarak kabul edilmesinin nedenleri nelerdir?

Para Politikasının Fiyat İstikrarına Odaklanması

Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan bir merkez bankası yalnızca belirlediği enflasyon hedefine ulaşmayı amaçlamalıdır. Başka bir ifadeyle büyüme, istihdam seviyesi veya döviz kuru istikrarı gibi başka hedefler seçmemelidir. Enflasyon dışında başka bir ekonomik değişkene yönelik taahhütte bulunan merkez bankasının bu amaca ulaşmak için izleyeceği politikalar, enflasyon hedeflemesi ile çelişebilecektir. Örneğin, sabit kur sistemi altında enflasyon hedeflemesi sisteminin işlemesi mümkün değildir. Bu nedenle doğrudan enflasyon hedeflemesi rejimini seçen ülkeler sabit kur sistemini terk etmek durumundadır.



Ünitemizin hazırlanmasında faydalandığımız kaynaklardan Eser Tutar'ın "Enflasyon Hedeflemesinin Önkoşulları: Türkiye'de Para Politikası Araçları ile Enflasyon Arasındaki İlişkinin İncelenmesi" isimli TCMB uzmanlık tezine www.tcmb.gov.tr adresinden ulaşabilirsiniz.

Finansal Sektörün Gelişmiş Olması

Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayabilmek için gereken bir diğer ön koşul ise enflasyon hedeflemesi uygulamasını seçen ülkenin gelişmiş finansal piyasalara sahip olmasıdır. Gelişmiş finansal piyasalar merkez bankası tarafından kullanılacak parasal araçların etkinliğini arttıracaktır. Finansal piyasaların kullanılan parasal araçlara yeterli çabuklukta tepki verememesi enflasyon hedeflerinden sapmalara yol açabilecektir. Bu durum aynı zamanda merkez bankalarının sahip olduğu en etkili araç olan açık piyasa işlemlerinin yürütme yeteneğini de kısıtlamaktadır. Bunun yanı sıra, finansal sistemin yeterince güçlü olmaması durumunda, finansal sistemin istikrarını sağlama amacı merkez bankası için öncelikli ya da destekleyici hedef hâline gelebilecektir.

Mali Baskınlığın Düşük Olması

Mali baskınlığın olmaması koşulu, enflasyon hedeflemesi stratejisinde olduğu kadar diğer para politikası rejimleri için de geçerlidir. Mali baskınlığı, kısaca, yüksek bütçe açığının olduğu ve enflasyonu az önemseyen bir ekonomik yapı olarak tasvir edebiliriz. Böyle bir ekonomik yapıda, kamu gelirleri ile kamu harcamalarının tamamı karşılanmadığından aradaki fark para basılarak veya borçlanılarak kapatılacaktır. Merkez bankası tarafından başarılı bir para politikası stratejisinin uygulanabilmesi için, para politikalarının maliye politikaları tarafından desteklenmesi gerekmektedir. Aksi takdirde, para politikasının etkileri maliye politikası tarafından etkisiz duruma getirilebilecektir. Mali baskınlığın yaşandığı ekonomik ortamlarda, mali otorite cari ve gelecek yıllara ilişkin bütçe hedeflerini para politikası hedeflerini dikkate almadan belirlemektedir. Yani, mali baskınlıkta maliye politikası aktif konumda, para politikası ise pasif konumdadır. Disiplinli bir maliye politikası uygulamasının olmaması ve bu disiplinsizliğin had safhaya vararak kalıcı hâle gelmesi, eninde sonunda para otoritesini borcun parasallaştırılması baskısı altına almaktadır.

Merkez bankalarının araç bağımsızlığına sahip olması ve hükûmetlerin merkez bankasından borçlanabilme olanaklarına yasal sınırlama getirilmesi, kamu açıklarının para basılarak finanse edileceği yönündeki kaygılarının azalmasını sağlayacaktır. Enflasyon hedeflemesi uygulaması öncesinde bu koşulların sağlanması, kamuoyunun rejime olan güveninin artmasına katkı sağlamaktadır.

Hesap Verilebilirlik ve Şeffaflık

Enflasyon hedeflemesinin üstlendiği önemli bir rol de enflasyonist beklentiler için nominal bir çapa sağlamasıdır. Merkez bankası enflasyon hedefine uygun olarak para politikasını dizayn ettiği ölçüde, ortaya çıkan sonuçlar konusunda hesap verebilir konuma gelir ve söz konusu hedef, bu konuda kriter olarak kullanılabilir. Enflasyon hedeflemesi rejiminde merkez bankası ya tek başına ya da hükûmet ile birlikte sorumluluk almaktadır. Dolayısıyla kamuoyuna yapılan açıklamalar genel olarak merkez bankası tarafından gerçekleştirilmekle birlikte hükûmet ile merkez bankası arasında yapılan yazılı mutabakatlarla da kamuoyu bilgilendirilebilmektedir.

Uygulamada, yazılı mutabakatlarda merkez bankasının görev ve sorumluluk alanları açıkça ifade edilerek, başarısızlık durumunda cezai yaptırımların neler olacağı hususu da belirlenebilmektedir. Örneğin, Yeni Zelanda Merkez Bankasının (Reserve Bank of New Zealand - RBNZ) hesap verebilirliğini arttırmak için, merkez bankası başkanının çalışma şartları özel olarak düzenlenmiştir. Enflasyon hedefi tutturulmadığı zaman, başkanın performansı RBNZ kurulunun incelemesine alınmaktadır. Söz konusu kurul hükûmete, başkanın görev süresinin devam edip etmemesi konusunda öneride bulunmakta ve böylelikle Yeni Zelanda Merkez Bankası başkanı enflasyon hedeflemesinin başarısıyla ilgili olarak doğrudan hesap verebilir konuma gelmektedir.

Şeffaflık sorunu hesap verilebilirlik sorunuyla yakından ilgilidir. Doğrudan enflasyonu hedefleyen merkez bankalarının enflasyon hedeflerini, planlanan uygulamaları ve gelişmeleri içeren raporlarını belli aralıklarla yayımlaması suretiyle şeffaf bir politika izlemeleri gerekmektedir. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi politikasını uygulayan ülkelerde merkez bankaları belirlenen hedeflerin gerçekleştirilmesinde kaydedilen ilerlemeler ve yapılması düşünülenlere dair kamuoyuna bilgi sunma ve raporlama işlevlerini geliştirmişlerdir. Böylelikle, enflasyon hedefinde ortaya çıkan ihlalin merkez bankasının yaptığı hatadan kaynaklanıp kaynaklanmadığı ya da politika kararı alındığı zaman bu hatanın öngörülür olup olmadığı daha açık ortaya konulmaktadır. Bu nedenle enflasyon hedeflemesi rejiminin kendisi mümkün olduğunca şeffaf olmalıdır.

ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN UYGULANMASI

Uygulandığı ülkelerin her birinde ana hatları aynı olmakla birlikte enflasyon hedeflemesi rejimi, farklı şekillerde tasarlanabilmektedir. Rejimin esnek yapısı, her ülkenin enflasyon hedeflemesi rejimini kendine özgü ekonomik, sosyal ve siyasi yapısına uygun şekilde tasarlamasına imkân tanımaktadır. Bu kapsamda rejimin uygulanması sürecinde ön plana çıkan farklılıklar aşağıda incelenmiştir.

Ünitemizin hazırlanmasında faydalandığımız kaynaklardan Ergün Ermişoğlu'nun "Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Türkiye'deki Başarısının Değerlendirilmesi" isimli TCMB uzmanlık tezine www.tcmb.gov.tr adresinden ulaşabilirsiniz.



İNTERNET

Fiyat Endeksinin Seçimi

Ülke genelindeki fiyatlar genel düzeyindeki değişimler, fiyat endekslerinden yararlanılarak hesaplanmaktadır. Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) fiyatlar genel düzeyinde gerçekleşen değişimleri izlemek amacıyla üretici fiyatları endeksi (ÜFE) ve tüketici fiyatları endeksi (TÜFE) olmak üzere iki fiyat endeksi yayınlamaktadır.

TÜFE: Belirli zaman aralığında, hanehalklarının tüketim harcamalarında yer alan mal ve hizmetlerin fiyatlarındaki değişimleri gösteren fiyat endeksidir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmasında ve hedef enflasyonun ölçülmesinde hangi fiyat endeksinin kullanılacağına belirlenmesi oldukça önemlidir. Seçilecek olan fiyat endeksinin öncelikle fiyatlar genel düzeyinde ortaya çıkacak değişikliklerin ekonomik birimlerin yaşam standartları üzerindeki etkilerini doğru olarak yansıtabilmesi gerekmektedir. Aynı zamanda seçilecek olan endeks ekonomik birimlerin beklentilerini yönlendirebilmeli, kamuoyu tarafından kolay anlaşılabilir olmalı ve hesaplanışı basit yollardan yapılabilmelidir. Sıklıkla revize edilmeyen, güvenilir, şeffaf ve anlaşılabilir olması gibi nitelikler, enflasyon hedeflemesi rejiminde hangi fiyat endeksinin kullanılacağına karar verilmesinde önemlidir.

Enflasyonun takip edilmesinde kullanılan farklı endeksler bulunmasına karşın tüketici fiyatları endeksi (TÜFE) enflasyon hedeflemesini uygulayan pek çok ülkede enflasyonun ölçülmesinde kullanılan temel endeks durumundadır. TÜFE, belirli zaman aralığında, hanhalklarının tüketim harcamalarında yer alan mal ve hizmetlerin fiyatlarındaki değişimleri göstermektedir. Tüketici fiyatları endeksinin amacı, hanhalkları tarafından belirli bir ihtiyacı karşılamak amacıyla satın alınan mal ve hizmetlerin genel fiyat düzeyindeki değişimini ölçmektir. Bu bağlamda endeksin hesaplanmasında hane halklarının yaptıkları tüketim harcamaları içinde en fazla paya sahip mal ve hizmetler kapsama alınmaktadır.

TÜFE günlük yaşam maliyetini ölçmekte etkili bir endekstir. Ayrıca, hesaplanması, anlaşılması ve izlenmesi daha kolaydır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nda enflasyon hedefini TÜFE üzerinden tanımlamaktadır. Buna karşılık endeks kapsamında yer alan bazı kalemlerin fiyatları parasal nedenlerden daha çok dışsal nedenlere bağlı olarak değişmektedir. Enerji fiyatlarında artış, mevsimsel koşullar, maliye politikası gibi dışsal koşullara daha açık olan bu kalemlerinin fiyatlarındaki değişikliklerin para politikası uygulamalarının kontrolü dışında olması, TÜFE'de aşırı dalgalanmaların yaşanmasına yol açabilmektedir.

TÜFE'de ortaya çıkan dalgalanmaların giderilmesi için, TÜFE'nin kapsamında yer alan bazı kalemlerin endeksten çıkarılması yoluna gidilmektedir. Böylece düzeltilmiş endeks yardımıyla ölçülen enflasyon olan **çekirdek enflasyona** ulaşılmaktadır. Çekirdek enflasyonun elde edilebilmesi için TÜFE'den çıkarılacak kalemler, ülkeden ülkeye değişiklik gösterebilmektedir. Bununla birlikte gıda ve enerji fiyatları, ipotek faiz ödemeleri, kamu tarafından belirlenen fiyatlar, ulaşım maliyetleri ve dolaylı vergiler gibi kalemlerin yaygın olarak endeks kapsamından çıkarıldığı görülmektedir.

Çekirdek Enflasyon: Enerji fiyatlarında artış, mevsimsel koşullar, maliye politikası gibi dışsal koşullara daha açık olan ve geçici nitelikler taşıyabilen mal ve hizmetlerin TÜFE sepetinden çıkartılmasıyla hesaplanan dar kapsamlı enflasyon tanımıdır.

SIRA SİZDE

2

Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerin enflasyon ölçümünde en yaygın olarak kullandıkları fiyat endeksi hangisidir? Bu endeksin tercih edilme nedenleri nelerdir?

Hedef Düzeyinin Belirlenmesi: Nokta Hedef ve Bant Hedef

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulama aşamasında karar verilmesi gereken diğer bir bölüm, hedeflenen enflasyon oranlarının nokta hedef şeklinde mi yoksa bir bant aralığına karşılık gelecek şekilde mi belirleneceği konusudur. Enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerden bazıları enflasyon hedefi için 'nokta hedef' belirlerken, bazıları ise 'bant hedef' belirlemektedirler. Bunun yanında, çok fazla sayıda olmasa da enflasyon hedefi olarak "üst sınır" belirleyen ülkeler de bulunmaktadır. Aşağıda yer alan şekil 6.3'te bu üç stratejiden birisinin uygulandığı ülke örnekleri gösterilmiştir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulama aşamasında hedeflenen enflasyon oranlarının nokta hedef şeklinde mi yoksa bir bant aralığına karşılık gelecek şekilde mi belirleneceği konusuna karar verilmesi gerekir.

Şekil 6.3**Nokta Hedef Belirleyen Ülkeler**

- Brezilya
- Çek Cumhuriyeti
- Endonezya
- İngiltere
- İsveç
- İzlanda
- Macaristan
- Meksika
- Norveç
- Peru
- Polonya
- Romanya
- Türkiye

Bant Hedefi Belirleyen Ülkeler

- Avustralya
- Filipinler
- G.Afrika
- İsrail
- Kanada
- Kolombiya
- G.Kore
- Şili
- Tayland
- Yeni Zelanda

Üst Sınır Belirleyen Ülkeler

- Slovak Cumhuriyeti

Enflasyon hedeflemesi Stratejisini Uygulayan Ülkelerde Seçilen Enflasyon Hedefleri

Kaynakça: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, (2006). *Enflasyon Hedeflemesi Rejimi*.

Nokta hedefleme tercih edildiğinde yalnızca tek bir enflasyon oranı belirlenir ve tam olarak belirlenen enflasyon düzeyine ulaşılması gerekir. Nokta hedef, kamuoyu tarafından kolaylıkla anlaşılabilirliği ve beklentilerin bir noktaya odaklanabilmesine imkân tanıdığı için özellikle iletişim açısından daha avantajlıdır. Nokta hedefler, merkez bankasının hedefine ulaşmaktaki taahhüdünü daha açık şekilde göstermekte ve beklenti yönetimi konusunda daha etkin sonuç vermektedir. Ancak, nokta hedefin tam olarak tutturulması, bant hedefin tutturulmasına göre çok daha zordur, hatta neredeyse imkânsızdır. Enflasyonun nokta hedefle birebir uyumlu gerçekleşmesi olasılığının sıfıra yakın olduğu düşünüldüğünde, merkez bankasının itibarının olumsuz etkilenmemesi için nokta hedefin iletişiminin iyi yapılması kritik önem taşımaktadır. Nokta hedef belirleyen ülkelerin tümünde nokta hedef etrafında bir aralık tanımlandığı görülür. Bazı ülkelerde bu aralık *belirsizlik aralığı* adını alırken, bazılarında *güven aralığı*, bazılarında ise *boşgörü aralığı* olarak anılmaktadır.

Bant aralığı hedeflemesi yönteminde ise hedeflenen enflasyon oranları %1-3, %2-4, %3-5 gibi aralıklara bağlanır ve tutturulmaya çalışılır. Bu şekilde yürütülen bir enflasyon hedeflemesi politikası, nokta hedef belirlenmesi stratejisine göre nispeten rejime bir esneklik sağlamaktadır. Bant hedef belirlendiğinde, hedefin tutturulması için enflasyonun bant içinde kalması yeterlidir. Hedefin tutturulma olasılığının daha yüksek olması ve şoklara daha rahat tepki verilebilmesi açısından merkez bankasına daha fazla esneklik sağlayan bant aralığı hedeflemesi, nokta hedeften daha avantajlı olabilir. Ancak kamuoyu tarafından daha zor anlaşılması, beklentilerin sadece bandın üst sınırına odaklanması ve hedefin tutturulamaması durumunda çok daha fazla itibar kaybına neden olacak olması nedeniyle bant aralığı hedeflemesi nokta hedefe göre daha az tercih edilmektedir. Hedef aralığının geniş tutulmasının, olası şoklara karşı para politikası kararlarında daha esnek davranabilme imkânı sağladığını belirtmiştik. Diğer taraftan, nispeten dar bir aralığın tanımlanması kamuoyunca daha kolay anlaşılabilir olması nedeniyle iletişim açısından daha avantajlı görülmektedir.

Hedefleme Süresi

Hedefleme süresi (hedef ufku), enflasyon hedeflemesinin başarısına doğrudan etki eden unsurların başında gelmektedir. Uygulama süresinin seçimi, merkez bankasının belirlemiş olduğu enflasyon hedefine ulaşmada uygulayacağı politikanın

ne kadar süreyi kapsayacağını ifade etmektedir. Enflasyon hedeflemesi için uygun zaman aralığının seçiminde rol oynayan en önemli unsur, para politikasının enflasyon üzerindeki etkisinin gecikmeli olarak ortaya çıkmasıdır. Uygulanan politikaların enflasyona etkilerini belirlemek ve değerlendirmek için en az bir yıl veya daha fazla beklemek gerekmektedir. Hedef alınan sürenin kısa ve hedef bantın dar tutulması, enflasyon oranının kontrolünü güçleştirmektedir. Hedefin sık sık aşılması para politikası araçlarında aşırı dalgalanmalar yaratabilir. Örneğin aşırı sıkı para politikası reel sektörü olumsuz yönde etkileyerek üretimde istikrarsızlığa yol açabilir. Tüm bu gelişmeler sistemin kredibilitatesini azaltacaktır. Hedef bant ve süre, kredibilite sorunu göz önünde bulundurularak artırılabilir. Sonuç olarak enflasyon hedeflemesinde sabit bir zaman aralığından söz edilemez. Çünkü zaman aralığı pek çok unsurun bir fonksiyonudur. Ülkeler kendi ekonomik koşullarına, dolayısıyla zaman aralığını etkileyen unsurların ağırlığına göre uygun zaman aralığını tespit ederler. Ayrıca zaman aralığı, hedefin nokta veya aralık şeklinde olup olmaması ve hedeflenen enflasyonun ölçülmesinde kullanılan endeksin de yakından ilgilidir.

İletişim Politikası

Para politikası uygulamalarının etkisini göstermesinde yaşanan gecikmelerin, para politikası performansının takip edebilmesini ve ölçebilmesini zorlaştırması, merkez bankalarının farklı iletişim araçları ile kamuoyunu bilgilendirmesi ihtiyacını doğurmuştur. Enflasyon hedeflemesi stratejisinde, hedefle ilgili kamuoyuna yapılan açıklamalar, genel olarak merkez bankası tarafından yapılmaktadır. Bunun dışında, hedef açıklamaları hükümet ve merkez bankası arasında yapılan yazılı mutabakatlarla da ilan edilebilmektedir. Bu durumda, merkez bankası hükümetle birlikte sorumluluk almış olmaktadır.

Bu süreçte pek çok ülkede temel iletişim aracı olarak *enflasyon raporu* kullanılmaktadır. Bunun yanı sıra faiz kararlarının alındığı toplantılardaki görüşleri içeren toplantı özetleri, toplantılardaki oylamaları gösteren toplantı tutanakları ve enflasyon oranını tahmin etmekte kullanılan modellerin kamuoyuyla paylaşılması gibi bilgiler değişik ülkelerde kullanılan iletişim araçlarına örnek olarak gösterilebilir.

TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ

1999 yılının sonunda Türkiye ile Uluslararası Para Fonu (IMF) 17. kez destekleme anlaşması imzalanmış ve önceden açıklanan yönlendirilmiş sabit döviz kuru sisteminde dayalı yeni bir ekonomik program uygulamaya konulmuştur. Oldukça iddialı olan bu program, yolsuzluk özelleştirme, sosyal güvenlik, bankacılık sektörünün düzenlenmesi gibi pek çok sorunu aynı zamanda çözmeyi hedeflemekteydi. Buna göre, programın başlangıcından itibaren 18 ay içerisinde döviz kurunun sürekli olarak genişleyen bir bant içerisinde serbest olarak dalgalanmasına müsaade edilecekti. Ancak istikrar programın yürütülmeye başlatılmasından 12 ay sonra ülkede son derece ağır bir likidite sıkıntısı yaşanmış ve Şubat 2001'de yaşanan çöküşün ardından döviz kuru hedeflemesi stratejisi terk edilerek yeni bir programın hazırlıklarına başlanmıştır. Bu süreçte faiz oranları ve döviz kuru çok yüksek düzeylere ulaşmış, ekonomi ciddi oranda küçülmüş, işsizlik artmış, siyasi dengeler sarsılmıştır.

Yeni oluşturulacak programın temelini fiyat istikrarı hedefi üzerine oturtulması kararlaştırılmış ve süreklilik kazanmış yüksek enflasyon beklentilerinin kırılması amacıyla güçlü bir çapaya ihtiyaç duyulmuştur. Bu süreçte bir önceki prog-

ramın esas aldığı döviz çapasının krizle neticelenmesi parasal büyüklüklere dayanan politika rejimlerinin inandırıcılığını kaybetmesine yol açmıştır. Yeni programda TCMB'nin fiyat istikrarı amacını gerçekleştirmek için uygulamak istediği strateji, enflasyon hedeflemesiydi. Ancak açık enflasyon hedeflemesi için gerekli olan ön koşulların sağlanamamış olması sebebiyle bu rejime geçiş için erken olduğuna inanılıyordu. Enflasyon hedeflemesi rejimine geçen tüm ülkeler gibi Türkiye'de de bu rejime geçilmeden önce gerekli olan ön koşulların en azından belli bir kısmının sağlanmış olması gerekmektedir. 2002 yılında yeni bir para politikası stratejisi belirlenirken enflasyon hedeflemesi için gereken hedeflerin sağlanamamış olması sebebiyle öncelikle enflasyon hedeflemesine yakınsama rejimi olarak tanımlanan *örtük enflasyon hedeflemesi rejimi* uygulanmıştır. Enflasyon hedeflemesi stratejisine geçmeden önce örtük enflasyon hedeflemesi rejimi ile uygulamaya başlanmasının sebeplerini dört temel başlık altında açıklayabiliriz. Bunlar; bankacılık sisteminde gerekli düzenlemelerin henüz gerçekleştirilmemiş olması, geçmiş enflasyona dayalı fiyatlandırma alışkanlığının devam etmesi, döviz kurundaki dalgalanmaların enflasyondaki değişimi belirlemede önemli rol oynamaya devam etmesi ve mali baskınlığın yüksek olması olarak belirtilebilir. Bu nedenle enflasyon hedeflemesi stratejisinin güvenilirliğinin zedelenmemesi için öncelikle örtük enflasyon hedeflemesi uygulanmış, 2006 yılından sonra ise açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmiştir.

Ünitemizin “Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Rejimi” başlıklı bu alt bölümünün hazırlanmasında, Fatih Özatay’ın Parasal İktisat: Kuram ve Politika isimli kitabının 13. bölümünden önemli ölçüde faydalanılmıştır. Enflasyon hedeflemesi rejimiyle ilgili daha fazla bilgi edinmek isteyen öğrencilerimizin bu kitaba başvurmaları faydalı olacaktır.



K İ T A P

Örtük Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Dönemi (2002-2005)

Örtük enflasyon hedeflemesi, en yalın hâliyle enflasyon hedeflemesi rejimine yakınsama stratejisidir. Bu dönemde uygulanan para politikası rejiminin açık enflasyon hedeflemesi rejimi ile benzerlikleri aşağıdaki gibidir;

- Örtük enflasyon hedeflemesi rejiminde de bir enflasyon hedefi belirlenmektedir. 2001 yılında çıkartılan yasaya göre TCMB'nin temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olarak belirlenmiştir. TCMB bu amaç doğrultusunda hangi aracın kullanılacağına dair kendisi karar yetkisine sahiptir.
- Enflasyon hedeflemesi rejiminde olduğu gibi bu rejim altında da her yılın başında enflasyon hedefi kamuoyuna açıklanmıştır.
- Temel politika aracı her iki uygulama altında da kısa vadeli faiz oranlarıdır. TCMB örtük enflasyon hedeflemesi rejimi altında temel politika aracı olarak gecelik faiz oranını kullanmıştır. Para politikası gelecek dönem enflasyonuna odaklandığı için faiz aracının alacağı değerler enflasyon tahminleri ile hedeflenen enflasyon arasındaki farka bağlı olarak değiştirilmiştir.
- TCMB'nin her sene iki kere Bakanlar Kurulu'na ve Türkiye Büyük Millet Meclisi Bütçe ve Plan Komisyonu'na sunum yaparak hesap vermesi kararı alınmıştır.
- TCMB hedef alınan enflasyona ulaşmak için iletişim politikasını yaygın bir biçimde kullanmıştır.

2002 ile 2005 yılları arasında uygulanan rejimin enflasyon hedeflemesi rejiminden ayrılan ve örtük ismini taşımasına sebep olan faktörler ise şöyledi:

Örtük enflasyon hedeflemesi: En yalın hâliyle enflasyon hedeflemesi rejimine yakınsama stratejisidir.

- Karar alma mekanizmaları kurumsallaşmamıştı. Para Politikası Kurulu tavsiye niteliğinde açıklamalarda bulunuyor ve düzenli aralıklarla toplantı yapmıyordu. Buna karşılık faiz kararları TCMB başkanlığınca herhangi bir zamanda alınıyordu,
- Buna bağlı olarak, faiz kararlarının alınacağı tarihler kamuoyu tarafından bilinmiyordu. Bir başka ifadeyle açık enflasyon hedeflemesi rejiminde esas olan şeffaflık tam olarak sağlanmamıştı.
- Enflasyon raporu yayınlanmıyordu ve TCMB'nin ileriye dönük enflasyon tahminleri ve olası politika tepkileri hakkında kamuoyu düzenli olarak bilgilendirilmiyordu.

2002 ile 2005 yılları arasında enflasyon hedeflemesi için gereken ön koşullar arasında yer alan bankacılık sektörünün sağlam bir yapıda olması ve finansal piyasaların güçlü ve gelişmiş olmaları konusunda da hem yasal düzenlemeler hem de uygulamalar yönüyle büyük gelişmeler yaşanmıştır. Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası (VOB) gibi piyasadaki bir kısım riskleri yönetmeye imkân tanıyacak türev piyasalar çalışmaya başlamış, finansal piyasaların uluslararası finansal piyasalarla rekabet edebilecek standartlara kavuşabilmesi konusunda önemli adımlar atılmıştır.

Yine bu dönemde enflasyon hedeflemesi rejiminin bir başka olmazsa olmazı olan düşük mali baskınlık konusunda da önemli gelişmeler yaşanmıştır. Mali disiplin sağlanmış ve sürdürülmüştür. Buna bağlı olarak kamu borç stoku düşmüş ve borcun sürdürülebilirliğine dair endişeler büyük ölçüde azaltılmıştır. Bu dönemde mali baskınlığın derecesini daha iyi gösterebilmek için bütçe dengesiyle ilgili gelişmeleri izlemek amacıyla kullandığımız *kamu net borç stoku/GSYİH* oranını da kullanabiliriz. Bu oran aynı zamanda artan kamu borçlarının mali baskınlık etkisini de göstermektedir. Şekil 6.4'te *kamu net borç stoku/GSYİH* oranının 2002 ile 2010 yılları arasında sergilediği eğilim gösterilmiştir. Bu oranın yükselmesi, kamunun faiz yükünü arttırmakta ve gelecekteki borç stoku üzerinde artış baskısı yaratmaktadır. Şekil 6.4'te gösterilen değerlere göre ülkemizde 2002 yılından sonraki dönemde bütçe disiplini konusunda önemli bir gelişme sergilendiğini söyleyebiliriz. Bütçe disiplini sağlanan gelişmeler sonucunda, toplam kamu net borç stokunun GSYİH'ye oranı 2002 yılında yüzde 61.4 iken 2006 yılının sonunda yüzde 35'in altına düşmüştür.

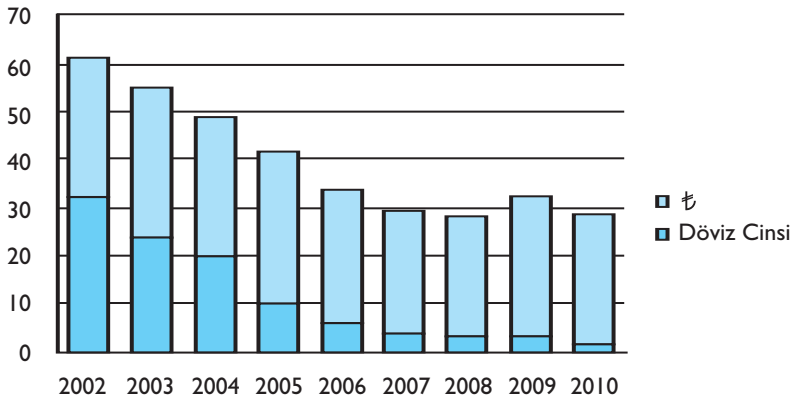
Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde yaşanan başka bir gelişme ise ulusal paraya duyulan güven ile ilgilidir. 2002 öncesi dönemde yaşanan yüksek enflasyon ortamının bir neticesi olarak ekonomik birimlerin Türk lirasına olan güveni azalmıştır. Bu dönemde ekonomik birimler Türk lirasından uzaklaşarak ekonomik işlemlerin gerçekleştirilmesinde Amerikan doları başta olmak üzere yabancı para kullanmayı tercih eder olmuştur. Bu durum örtük enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulandığı dönemde büyük ölçüde değişmiştir. Yüksek enflasyon ortamında sürekli değer kaybederek bol sıfırlı hâle gelen Türk lirası bu dönemde itibarını geri kazanmaya başlamıştır. 2005 yılında paradan altı sıfır atılması, bu durumun somut bir göstergesi olarak kabul edilebilir.

Görüldüğü üzere Türkiye'de 2002 yılı öncesinde enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için gerekli ön koşulların birçoğu sağlanamamışken, 2002 ile 2005 yılları arasında örtük enflasyon hedeflemesi dönemi çok başarılı bir şekilde değerlendirilmiş ve 2006 yılına gelindiğinde ön koşulların önemli bir kısmı sağlanmıştır. Ayrıca örtük enflasyon hedeflemesinin takip edildiği 2002 ile 2006 (bakınız Şekil 6,5) yılları arasında enflasyon hedeflerine ulaşılmış ve TCMB'nin güvenilirliği önemli ölçüde artmıştır.

Şekil 6.4

Kamu Net Borç
Stokunun GSYİH'ye
oranı

Kaynakça: Hazine
Müsteşarlığı-Kamu
Borç Yönetimi Ra-
poru



Ülkemizde enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamasına geçilmeden önce “örtük enflasyon hedeflemesi” adı verilen bir ara rejim kullanıldmasının nedenleri nelerdir?



SIRA SİZDE

3

Açık Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Dönemi (2006 ve Sonrası)

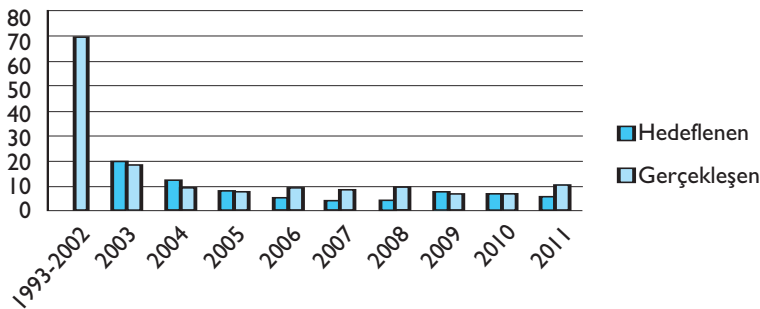
TCMB, örtük enflasyon hedeflemesi rejimi döneminde elde edilen başarıdan aldığı cesaretle açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için gerekli ön koşullarda önemli iyileşme sağlandığını da göz önüne alarak, 2006 yılı başından itibaren açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiş ve son yıllardaki “düşen enflasyon” sürecinden “fiyat istikrarı” sürecine doğru ilerleneceğini ifade etmiştir.

2002 yılından sonra Türkiye’de hedeflenen ve gerçekleşen enflasyon değerleri yıl bazında Şekil 6.5’de gösterilmektedir.

Şekil 6.5

Türkiyede
Hedeflenen ve
Gerçekleşen
Enflasyon
Oranları.

Kaynakça: Türkiye
Cumhuriyet Merkez
Bankası



Açık enflasyon hedeflemesi rejimi kapsamında Türkiye'de enflasyon hedefi Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) esas alınarak belirlenir.

Para Politikası Kurulu, Merkez Bankası Kanunu'nda 2001 yılında yapılan değişiklik sonucu kurulmuştur. Kurul TCMB Başkanı, 4 Başkan Yardımcısı, Banka Meclisince kendi üyeleri arasından seçilen bir üye ve Başkan'ın önerisi üzerine müşterek kararla atanan bir üye olmak üzere toplam 7 kişiden oluşmaktadır.

TCMB'nin temel iletişim aracı yılda dört kez yayınlanan *enflasyon raporudur*.

Ünitemizin “enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanması” başlığını taşıyan alt bölümünde enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerde ön plana çıkan farklılıkları sırasıyla (i) fiyat endeksinin seçimi, (ii) hedef düzeyinin belirlenmesi, (iii) hedefleme süreci ve (iv) iletişim politikası başlıkları altında incelemiştik. Bu alt bölümde, ülkemizde 2006 yılından bu yana uygulanan açık enflasyon hedeflemesi rejiminin özellikleri yine aynı başlıklar altında açıklanacaktır.

Fiyat Endeksinin Seçimi: Günlük yaşam maliyetini daha iyi ölçmesi ve toplumun daha geniş bir kesimi tarafından anlaşılabilmesi nedeniyle Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) üzerinden hesaplanan enflasyon oranı enflasyon hedefi olarak belirlenmektedir.

Hedef Düzeyinin Belirlenmesi: Açık enflasyon hedeflemesi rejimi altında da enflasyon hedefinin “nokta hedef” olarak belirlenmesi kararlaştırılmıştır. Nokta hedefin kolay anlaşılabilir olmasının yanı sıra iletişim açısından avantajlı olması ve bu nedenle de beklentileri etkileme gücünün daha yüksek olması hedef düzeyinin nokta hedef olarak belirlenmesinde etken olmuştur.

Nokta hedefin tam olarak tutturulması hemen hemen imkânsız olduğundan nokta hedef belirleyen diğer ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de nokta hedef etrafında bir belirsizlik aralığı belirlenmektedir. Belirsizlik aralığı hedeften “aşırı sapma” olarak tanımlanacak olan sapmaların alt ve üst eşiklerini göstermektedir. Bu çerçevede belirsizlik aralığı aşağı ve yukarı yönde 2 yüzdelik puan olarak oluşturulmaktadır. Bunun yanında önümüzdeki yıllarda fiyat istikrarına daha fazla yaklaşılması durumunda belirsizlik aralığının daraltılabileceği ifade edilmiştir. Belirsizlik aralığının her iki yönde 2 puan olarak belirlenmesinden de anlaşılacağı üzere, hedeften aşağı ya da yukarı yönlü sapmalar aynı şekilde değerlendirilmektedir.

Hedefleme Süresi: Enflasyon hedefinin üç yıllık bir dönem için ilan edilmesi ve yıllık olarak açıklanması kararlaştırılmıştır. Bu hedefi TCMB ve hükümet beraber belirleyecektir. Para Politikası Kurulu faiz kararlarının alınmasında esas yetkili mercii olmuştur. Kurulun yıl boyunca yapacağı toplantıların tarihlerinin yılbaşında kamuoyuna duyurulması ve Kurulun aldığı faiz kararlarının gerekçelerinin kamuoyuyla paylaşılması kararlaştırılmıştır. Buna ek olarak, TCMB üç ayda bir beklenen enflasyona ilişkin değerlendirmeleri içeren enflasyon raporu çıkaracaktır.

İletişim Politikası: TCMB’nin temel iletişim aracı Ocak, Nisan, Temmuz ve Ekim ayları olmak üzere yılda dört kez yayınlanan *enflasyon raporu* olmuştur. Bu rapor kapsamında, enflasyonun izlediği seyir ile ilgili genel bilgiler, ekonomik bilgiler, finansal sitemde yaşanan gelişmeler ve TCMB’nin enflasyon tahminleri düzenli olarak yer almaktadır. Yine hesap verebilirlik ilkesinin bir sonucu olarak gelecek dönemde oluşması olası risk faktörleri ve bu faktörlere karşı TCMB’nin geliştirdiği alternatif stratejiler de bu rapor kapsamında yer almaktadır.

Para politikası toplantılarında görüşülen konuları ve yapılan analizleri içeren toplantı özetleri ve Bakanlar Kurulu ile Türkiye Büyük Millet Meclisi Plan ve Bütçe Komisyonu’na yılda iki kez merkez bankası başkanı tarafından para politikası uygulamaları ile ilgili sunumlar da iletişim politikası kapsamında değerlendirilebilir. Merkez Bankasının uyguladığı politikaları kamuoyuna anlatmakta kullandığı diğer iletişim araçları ise yapılan basın toplantıları, hazırlanan teknik raporlar, yayımlanan araştırma tebliğleri ve kitapçıklar, düzenlenen konferans ve çalıştaylar ile TCMB İnternet sitesidir.

Özet



Enflasyon hedeflemesi rejiminin temel özelliklerini tanımlayabilmek

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımında para politikasının esas amacı düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranını gerçekleştirmektir. Merkez bankası öncelikle ekonomi için uygun olduğuna inandığı bir enflasyon hedefi belirler. Enflasyonun gelecekteki izleyeceği seyir hakkında tahminlerde bulunur. Yapılan tahmin hedef enflasyon oranıyla karşılaştırılıp, tahminle hedef arasındaki farka bağlı olarak para politikası önlemleri geliştirilir. Enflasyon hedeflemesi uygulaması, merkez bankalarının uyguladığı klasik yöntemlerle karşılaştırıldığı zaman, bu yöntemin para politikasının tasarımını ve performansını arttırdığına inanılmaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejimi altında merkez bankasının temel politika aracı kısa vadeli faiz oranlarıdır. Enflasyon hedeflemesi rejimi kapsamında karar alma sürecinin kurumsallaşmasını sağlamak da en az enflasyon hedefini saptamak ve bu hedefi kamuoyuna açıklamak kadar önemlidir. Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamasında enflasyon tahminleri büyük önem taşımaktadır. Merkez bankasının enflasyon tahminlerinin enflasyon hedefinden önemli ölçüde sapması durumunda merkez bankası temel para politikası aracı olan faiz oranlarına müdahalede bulunarak bu sapmanın önüne geçmeye çalışmaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejimi kapsamında merkez bankasının beklentileri iyi yönetmesi ve etkin bir iletişim politikası izlemesi önem arz etmektedir.



Enflasyon hedeflemesi rejiminin nasıl işlediğini açıklayabilmek

Enflasyon hedeflemesi rejiminde merkez bankalarının doğrudan kontrolünde olmayan enflasyon oranı, hedef değişken olarak seçilmektedir. Bu rejimin geleceğe odaklanan bir strateji olduğu söylenebilir. Bir başka ifadeyle merkez bankası gerçekleşen enflasyonu veya bugün hedeflediği enflasyon oranını değiştiremeyeceği için enflasyon hedeflemesi stratejisini gelecek dönem gerçekleşmesi beklenen enflasyon üzerine kurar. Merkez bankalarında görev yapan ekonomistler çeşitli ekonomik ve istatistiksel modelleri kullanarak gelecek dönemde gerçekleşmesi beklenen enflasyonu ve faiz oranlarının değişik düzeylerine enflasyonun nasıl tepki vereceğini tahmin etmeye çalışırlar. Bu iki bilgi ışığında gerçekleşmesi beklenen enflasyon oranını hedef enflasyon oranına yaklaştırmak için faiz oranlarının değerine karar verirler. Bu kapsamda, temel amaç gelecek dönemde gerçekleşmesi beklenen enflasyon oranı ile hedef olarak belirlediği enflasyon oranı arasındaki farkı mümkün olan en alt düzeye çekmektir. Enflasyon hedeflemesi rejiminde bu amaca ulaşmak için merkez bankalarının politika aracı faiz oranlarıdır. Bir başka ifadeyle enflasyon hedeflemesi rejimini benimseyen merkez bankaları aynı zamanda faiz hedeflemesi stratejisini de takip etmektedir.



Enflasyon hedeflemesi rejiminin avantajlarını ve dezavantajlarını değerlendirebilmek

Enflasyon hedeflemesi rejiminin diğer para politikası rejimlerine göre birinci avantajı parasal büyüklükler ile enflasyon arasında istikrarlı bir ilişki olmasının, uygulamanın başarısı için çok önemli olmamasıdır. Enflasyon hedeflemesi rejiminde merkez bankasının hedeflerinin ve tahhütlerinin diğer para politikası rejimlerine göre çok daha rahat anlaşılır ve açık olması, bu rejimin sağladığı ikinci avantajdır. Bunun yanı sıra, enflasyon hedeflemesi rejimi, alternatif rejimlere kıyasla daha esnek bir strateji sunmaktadır. Bu durum, hedeflerin genellikle orta vade için tanımlanmış ve kısa dönemli sapmaların kabul edilebilir olmasından kaynaklanmaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejiminin uzun vadede bir avantajı, kamuoyunun ilgisini kısa vadeli müdahaleci politikalardan düşük ve istikrarlı enflasyon gibi makroekonomik istikrarı ve ekonomik büyümeyi destekleyen bir hedefe kaydırmasıdır. Bunun yanı sıra, enflasyon hedeflemesi, sadece para politikasının değil, aynı zamanda, maliye politikalarının da hesap verebilirliğini ve disiplinini artırmaktadır. Son olarak, enflasyon hedeflemesi rejimi, hem merkez bankalarının kurumsallaştırılması hem de ekonomi genelinde enflasyonla mücadele sürecine katkıda bulunacak yapısal reformların gerçekleştirilmesi konularında motivasyon sağlamaktadır. Para politikası rejimlerinin tartışılmasında enflasyon hedeflemesi rejiminin avantajlarının yanı sıra, söz konusu rejimin dezavantajları da dile getirilmekte ve bu rejime çeşitli eleştiriler yöneltilmektedir. Enflasyon hedeflemesi rejimine getirilen eleştiriler genellikle enflasyon hedeflemesi rejiminin katı olarak yorumlanması durumunda politika yapıcılara çok az takdir yetkisi bırakması ve para politikasının şoklara arzu edilen esneklikte tepki vermesini engellemesi üzerine yoğunlaşmaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejiminin çerçevesine ilişkin diğer bir eleştiri de bu rejimde temel amacın fiyat istikrarının sağlanması olması nedeniyle döviz kurları

nın göz ardı edilmesi ve bu durumun özellikle küçük ve açık ülke ekonomilerinin makroekonomik dengesine ilişkin sorunlara neden olmasıdır. Enflasyon hedeflemesi rejimi ayrıca, bu rejimin mali baskınlığı engelleyememesi ve döviz kuru oynaklıklarının finansal istikrarsızlığa neden olabilmesi gibi sebeplerle eleştirilmektedir. Bu eleştiriler özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından dile getirilmektedir.



Türkiye’de uygulanan enflasyon hedeflemesi rejiminin temel özelliklerini açıklayabilmek

Ülkemizde 2002 ile 2006 yılları arasında enflasyon hedeflemesine yakınsama rejimi olarak da bilinen örtük enflasyon hedeflemesi, 2006 yılından bu yana ise açık enflasyon hedeflemesi rejimi takip edilmektedir. 2002 ile 2006 yılları arasında açık yerine örtük enflasyon hedeflemesi rejiminin takip edilmesinin nedeni gereken ön koşulların o dönem için sağlanamamış olmasıdır. Bu nedenle enflasyon hedeflemesi stratejisinin güvenilirliğinin zedelenmemesi için öncelikle örtük enflasyon hedeflemesi uygulanmıştır. TCMB, örtük enflasyon hedeflemesi rejimi döneminde elde edilen başarıdan aldığı cesaretle açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için gerekli ön koşullarda önemli iyileşme sağlandığını da göz önüne alarak, 2006 yılı başından itibaren açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiş ve son yıllardaki “düşen enflasyon” sürecinden “fiyat istikrarı” sürecine doğru ilerleneceğini ifade etmiştir.

Kendimizi Sınayalım

1. Aşağıdakilerden hangisi enflasyon hedeflemesi rejiminin ön koşullarından biri **değildir**?

- Merkez bankasının bağımsızlığı,
- Para politikasının fiyat istikrarına odaklanması.
- Para politikasının ekonomik büyümeye odaklanması
- Finansal sektörün gelişmiş olması
- Mali baskınlığın düşük olması

2. Aşağıdakilerden hangisi enflasyon hedeflemesi rejiminin özelliklerinden birisi **değildir**?

- Temel politika aracı kısa vadeli faiz oranlarıdır.
- Rejimin başarıya ulaşması için enflasyon tahminleri oldukça önemlidir.
- Enflasyon hedeflemesi rejiminin odağında bugünkü enflasyon oranının seyri vardır,
- Enflasyon raporu gibi çeşitli raporlarla rejimin iletişim politikası desteklenir.
- Enflasyon hedeflemesi rejimi kapsamında merkez bankasının beklentileri iyi yönetmesi önemlidir.

3. Enflasyon hedeflemesi rejimini ilk uygulanan ülke aşağıdakilerden hangisidir?

- Avusturalya
- İngiltere
- İsrail
- Kanada
- Yeni Zelanda

4. Aşağıdakilerden hangisi Kanada, Türkiye, Yeni Zelanda ekonomilerinde günümüzde kullanılan para politikası rejimini doğru olarak göstermektedir?

- Parasal hedefleme stratejisi,
- Döviz kuru hedeflemesi stratejisi,
- Faiz oranı hedeflemesi stratejisi,
- Enflasyon hedeflemesi stratejisi
- Yönlendirilmiş sabit döviz kuru stratejisi

5. Aşağıdakilerden hangisi TÜFE sepetinden enerji fiyatlarında artış, mevsimsel koşullar gibi dışsal koşullara daha açık olan ve geçici nitelikler taşıyabilen mal ve hizmetlerin çıkartılmasıyla hesaplanan enflasyon tanımını göstermektedir?

- GSYİH deflatörü
- Çekirdek enflasyon
- Üretici enflasyonu
- Mali enflasyon
- İdari enflasyon

6. Aşağıdakilerden hangisi enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerin enflasyonu ölçmede en yaygın olarak kullandıkları fiyat endeksini gösterir?

- GSYİH Deflatörü
- GSMH Deflatörü
- Üretici Fiyatları Endeksi
- Tüketici Fiyatları Endeksi
- Toptan Eşya Fiyatları Endeksi

7. Aşağıdakilerden hangisi enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerde en yaygın olarak kullanılan temel iletişim aracını gösterir?

- Enflasyon raporu,
- Para kurulu toplantı tutanakları,
- Hükümete sunulan raporların kamuoyuyla paylaşılması,
- Merkez bankalarının web siteleri,
- Televizyon haberleri,

8. Ülkemizde uygulanan açık enflasyon hedeflemesi rejimi altında, faiz kararlarının alınması yetkisine sahip kurum aşağıdakilerden hangisidir?

- Hazine Müsteşarı
- Bakanlar Kurulu
- Para Kurulu
- TBMM Plan ve Bütçe Dairesi
- Maliye Bakanı

9. Aşağıdakilerden hangisi Türkiye'de açık enflasyon hedeflenmesi rejiminin uygulanmaya başladığı tarihi doğru olarak göstermektedir?

- 2000
- 2002
- 2004
- 2006
- 2008

10. Aşağıdakilerden hangisi Türkiye'de örtük enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulandığı dönemi doğru olarak göstermektedir?

- 1999-2001
- 1999-2005
- 2002-2005
- 2005 ve sonrası
- 2006 ve sonrası

Yaşamın İçinden

“

Aşağıda TCMB başkanı Erdem Başçı'nın, İletişim Politikası çerçevesinde Enflasyon Hedefi ile ilgili kamuoyunu bilgilendirmek için yaptığı bir toplantı hakkında bir haber yer almaktadır.

Enflasyonda hedef düşürüldü!

Merkez Bankası Erdem Başçı: Zorunlu karşılıklarda değişiklik yapabiliriz

26 Temmuz 2012 Perşembe, 10:04:35

HABERTURK.COM / EKONOMİ SERVİSİ

Merkez Bankası, 2012 sonunda yüzde 6.5 olan enflasyon hedefini 0.3 puan aşağı çekerek yüzde 6.2'ye indirdi. Çekirdek enflasyonda aşağı yönlü eğilimin sürmesi öngörülüyor.

2012 yılının 3. enflasyon raporunu açıklayan Merkez bankası Başkanı Erdem Başçı, faiz indirimi ile ilgili herhangi bir sinyal vermediklerini, temkinli duruşlarının devam ettiğini söyledi.

'BİZ KARARLI DURACAĞIZ, ENFLASYON DÜŞECEK'



Temel enflasyon göstergelerinde düşüş eğiliminin sürdüğünü gözlemlendiğini belirten Başçı, "Biz kararlı duracağız

ve enflasyon gerçekten yüzde 5'e düşecek. Yapısal unsurları dikkate alarak bu hedef belirlendi. Diğer gelişmekte olan ülkelerde hedefler bu doğrultuda. Önümüzdeki 3 yıl için enflasyonda yüzde 5 bizim için de önemli" dedi.

KREDİ HACMİNDEKİ BÜYÜME YÜZDE 14'TE KALIR

2012 petrol tahminlerini 120 dolardan 110 dolara indirdiklerine dikkat çeken Başçı, 2013 tahminlerini ise 115 dolardan 100 dolara indirdiklerine dikkat çekti. Gıda fiyatlarının artış tahminini ise yüzde 7,5'ten yüzde 7'ye indirdiklerini ifade eden Başçı, "Gıda enflasyon tahminindeki güncelleme yıl sonu enflasyonunu 0,15 puan etkileyecek" dedi. Başçı, kredi hacmindeki büyümenin bu yıl yüzde 14 seviyesinde kalmasını beklediklerini kaydetti.

'BANKACILIK SİSTEMİNİ RAHATLATICI ÖNLEMLER ALABİLİRİZ'

Kısa vadeli sermaye hareketlerinde oynaklığın sürecini öngördüklerini belirten Başçı, "Bankacılık sistemini rahatlatıcı önlemler alabiliriz. Para politikasındaki esnek yaklaşımımızı koruyacağız. Zorunlu karşılıklarda tutulan döviz miktarını yükseltebiliriz" dedi. Tarımsal emtiada fiyat artışlarının işlenmiş gıdaya yönelik riskleri artırdığına dikkat çeken Başçı, "Emtiadan kaynaklanan olası ikincil etkileri önlemekte kararlıyız. İşlenmemiş gıda nedeniyle enflasyonda çift haneye çıkma olasılığı görmüyoruz" dedi.

'TEMKİNLİYİZ'

Para politikasının şu anki durumu 'temkinli' olarak tanımlayan Başçı, her an ek sıkılaştırma yapmaya da hazır durumda olduklarına dikkat çekti.

MB Başkanı Erdem Başçı'nın konuşmasından satır başları:

HEDEF DÜŞÜRÜLDÜ

- Kredi hacmindeki büyümenin bu yıl yüzde 14 olmasını bekliyoruz.
- Enflasyonun orta vadede yüzde 5 düzeyinde kalacağını öngörüyoruz. Yıl sonu enflasyon tahminini 0.3 puan düşürerek yüzde 6.2'ye indirdik
- Çekirdek enflasyonda aşağı yönlü eğilimin devam etmesini bekliyoruz.
- Kısa vadeli sermaye hareketlerine oynaklığın sürecinin öngörüyoruz.
- Vergi artışları enflasyon üzerinde sınırlı etki yaratabilir

PETROL VE GIDA FİYATLARI

- Petrol fiyatları Nisan'dan buyana öngörülerimizin altında kaldı
- 2012 petrol fiyatı tahminimizi 120 dolardan 110 dolara indirdik.
- 2013 petrol fiyatı tahminimizi 115 dolardan 100 dolara indirdik.
- Gıda fiyatlarının artış tahminini %7,5'ten %7'ye indirdik.
- Gıda enflasyon tahminindeki güncelleme yıl sonu enflasyonunun 0.15 puan etkileyecek
- Tarımsal emtiada fiyat artışları işlenmiş gıdaya yönelik risk yaratıyor

- Emtia fiyatlarından kaynaklanan olası ikincil etkileri önlemekte kararlıyız
- İhtiyatlı maliye politikalarının devamı kritik önem taşıyor
- İşlenmemiş gıda nedeniyle enflasyonda çift haneye çıkma olasılığı görmüyoruz
- Çekirdek enflasyonda düşüş başladı eğilimin devamını öngörüyoruz
- Petrol fiyatlarında temkinli bir yaklaşımımız var
- İşlenmemiş gıda enflasyonu yıl sonu tahminimizin altında kalabilir

EURO BÖLGESİ VE KÜRESEL EKONOMİ

- İspanya'da kamu borcuna ilişkin gerilemeler endişeleri artırdı
- Euro Bölgesi'ne ilişkin gelişmeler küresel ekonomi için belirleyici.
- Enerji fiyatlarına yönelik arz yönlü riskler sürüyor.
- Küresel risk iştahındaki oynaklık son derece yüksek.
- Türk ekonomisindeki dengelenme daha da belirginleşmiş görünüyor.
- Yılın ilk yarısındaki gelişmeler uygulanan politikaların sonuç aldığını gösteriyor.
- Uygulanan politikalarla enflasyon konusundaki belirsizlikleri azalttık. Piyasa faizlerinin her vadede daha da gerilediğini gözlemledik.
- Özellikle tüketici kredilerinde çok daha sınırlı bir artış gözlemlendi.
- Kredilerin makul ve sağlıklı oranlarda artmasını bekliyoruz
- Temel enflasyon göstergelerinde düşüş eğiliminin sürdüğü gözleniyor
- Euro Bölgesi'ne yönelik gelişmeler dış talep üzerinde risk yaratıyor.
- Talep koşullarının enflasyonda düşüşe katkısının artmasını bekliyoruz.

Merkez Bankası Enflasyon Hedefi			
Yıl	Alt Sınır	Orta Sınır	Üst Sınır
2012	5,3	6,2	7,1
2013	3,4	5,1	6,8
Merkez Bankası Petrol Beklentisi			
Yıl	Beklenti \$	Revizyon\$	
2012	120	110	
2013	115	100	

Okuma Parçası



Bir o, bir bu

FATİH ÖZATAY - fatih.ozatay@radikal.com.tr

01.11.2011, Radikal Gazetesi

Önemli olan Merkez'in bir o değişkeni, bir bu değişkeni önemli gördüğü izlenimi vermesi ve bunun yarattığı belirsizlik.

Bu amaç-aracı sayısı meselesine tekrar odaklanmakta yarar var. Epeydir enflasyon hedeflemesi 'tu-kaka' olma yolunda ilerliyor; yerine yeni bir para politikası rejimi aranıyor. Ne var ki henüz kuramsal altyapı hazır değil. Bu nedenle meramımı gelin biraz 'teknik' kaçması pahasına enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde anlatayım.

Bu çerçevede temel amaç, fiyat istikrarını sağlamak. Diğer aklı gelebilecek tüm amaçlar ikincil ve bu ana amaçla çalışmadıkları sürece devredeler. Bir tane de ana politika aracı var: Kısa vadeli faiz haddi. Elbette bu ana politika aracını başka araçlarla desteklemek mümkün. Enflasyon hedeflemesi uygulayan bir merkez bankası, tüm iletişimini enflasyon üzerinden yapıyor. Yani enflasyonun ileride izleyeceği yol hakkındaki öngörüsünü açıklıyor. Bunun hedef ile ne denli uyumlu olduğunu tartışıyor. Uyumlu değilse uyumlu kılmak için faiz kararı alıyor ve bu kararın gerekçelerini bu uyum üzerinden açıklıyor. Enflasyonun ileride izleyeceği yol elbette ki bir dizi unsura bağlı: Bunların arasında ekonominin büyüme hızı var, döviz kuru var, ithal enerji girdilerinin fiyatları var, falan.

Üç değişkenli model

Buraya kadar tamam. Tamam olmasına tamam da işin bazen gözden kaçırılan bir kısmı var. Şu: İktisat yazınındaki tüm enflasyon hedeflemesi modelleri bir ‘amaç fonksiyonu’ ile işe başlarlar. Pratikte çok özel durumlar dışında uygulanmayan ‘katı enflasyon hedeflemesi’ bir tarafa bırakılırsa iki temel değişkeni barındırır bu fonksiyon. Bir: Enflasyon ile enflasyon hedefi arasındaki fark. İki: Üretim düzeyi ile potansiyel üretim düzeyi arasındaki fark. Eğer ekonominin koşulları gerektiriyorsa bu iki değişkene ‘kardeş’ gelebilir: Mesela reel döviz kuru ile ‘denge’ reel döviz kuru arasındaki fark gibi. Bu üçüncü değişkeni pratikte kullanan yok ama teorik olarak böyle bir enflasyon hedeflemesi mümkün. Bir ara bu köşede Türkiye için böyle üç değişkenli bir modelin tartışılmasını sıkça dile getirdiğimi hatırlayacaklardır dikkatli okuyucularım.

Bu tür bir enflasyon hedeflemesi modelini çözdüğünüzde bir faiz tepki denklemi elde edersiniz. Bu size faizi ne düzeyde tutmanız gerektiği hakkında bir fikir verir. Elbette merkez bankaları karar alırken başka modellerden, öncü göstergelerden, finansal sektör ile yapılan konuşmalardan, uluslararası toplantılarda başka merkez bankaları yetkililerinden elde ettikleri malumat-tan, yurtiçi maliye politikasındaki olası gelişmelerden de yararlanırlar. Ama bu yazı açısından önemli olan ilk nokta, tek temel amacı olan bir merkez bankasının, faiz kararını alırken yola sadece enflasyon ile enflasyon hedefi arasındaki farktan çıkmaması.

Ağırlıklar değişebilir

İkinci önemli nokta da şu: Yukarıda sözünü ettiğim iki ‘fark’ değişkeni (ya da yanlarına kardeş gelirse üç ‘fark’ değişkeni) belli ağırlıklarla ‘amaç fonksiyonu’nda yer alırlar. Mesela, “Enflasyon ile hedeflenen enflasyon arasındaki farkın kararlarımdaki ağırlığı yüzde 70, üretim ile potansiyel üretim düzeyi arasındaki fark ise yüzde 30 olsun” gibi. Bu ağırlıklar kısa dönemde sabit kalırlar; her para politikası kurulu kararı öncesinde değişmezler. Elbette öyle koşullar olabilir ki ağırlıkları değiştirmek gerekebilir. Mesela derin bir kriz nedeniyle üretimin ağırlığı diğeri (diğerleri) aleyhine artabilir. Ama bu değişiklikten sonra yeni ağırlıklar yine azımsanmayacak bir süre sabit kalır.

Merkez Bankası’nın son zamanlardaki kararlarında ortaya çıkan en zayıf ve tehlikeli unsur işte bu noktada ortaya çıkıyor. Söz konusu ağırlıklar baş döndürücü bir hızla değişiyor. İki ay önce enflasyonun ağırlığı çok düşük, büyümenin çok yüksekken, birden tam tersi oluyor. Sonra bir bakıyorsunuz asıl ağırlık döviz kuruna geçiyor. Bu hızlı değişim, önemli bir belirsizlik yaratıyor. Denilebilir ki Merkez Bankası’nın tek temel amacı yok, birden fazla araç kullanıyor ve (belki de) enflasyon hedeflemesi uygulamıyor. Bu yazı açısından bunlar önemli değil. Önemli olan, Merkez Bankası’nın bir o değişkeni bir bu değişkeni önemli gördüğü izlenimi vermesi ve bu izlenimin yarattığı belirsizlik

Kendimizi Sınavalım Yanıt Anahtarı

1. c	Yanıtınız yanlış ise “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Ön Koşulları” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
2. c	Yanıtınız yanlış ise “Enflasyon Hedeflemesi Rejimi” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
3. e	Yanıtınız yanlış ise “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Dünyada Yayılışı” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
4. d	Yanıtınız yanlış ise “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Dünyada Yayılışı” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
5. b	Yanıtınız yanlış ise “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Dünyada Uygulanması” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
6. d	Yanıtınız yanlış ise “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Uygulanması” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
7. a	Yanıtınız yanlış ise “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Uygulanması” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
8. c	Yanıtınız yanlış ise “Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Uygulanması” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
9. d	Yanıtınız yanlış ise “Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Uygulanması” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
10. c	Yanıtınız yanlış ise “Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Uygulanması” konusunu yeniden gözden geçiriniz.

Sıra Sizde Yanıt Anahtarı

Sıra Sizde 1

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin benimsendiği veya uygulanmasının düşünüldüğü bir ülkede, merkez bankasının bu stratejiyi başarılı ve etkin bir şekilde uygulayabilmesi için kullanacağı para politikası araçlarını serbestçe belirleyebilmesi gerekmektedir. Bu süreçte özellikle araç bağımsızlığı çok önemlidir. Merkez bankası bağımsız olduğunda, merkez bankasının kamuoyu nezdindeki güvenilirliği ve enflasyon hedeflemesi rejiminde oldukça önemli bir yere sahip olan beklentileri yönlendirme gücü artacaktır.

Sıra Sizde 2

Enflasyonun takip edilmesinde kullanılan farklı endeksler bulunmasına karşılık tüketici fiyatları endeksi (TÜFE) enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan pek çok ülkede enflasyonun ölçülmesinde kullanılan temel endeks durumundadır. Bu endeksin hesaplanmasında hane halklarının yaptıkları tüketim harcamaları içinde en fazla paya sahip mal ve hizmetler kapsama alınmaktadır. Buna bağlı olarak bu endeksin hesaplanmasının, anlaşılmasının ve izlenmesinin daha kolay olduğunu söyleyebiliriz. Ülkemizde de enflasyon hedefi TÜFE üzerinden tanımlanmaktadır.

Sıra Sizde 3

Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamasının başlangıcında enflasyon hedeflemesi rejimine geçen tüm ülkeler gibi Türkiye’de de bu rejime geçilmeden önce gerekli olan ön koşulların en azından belli bir kısmının sağlanmış olması gerekmektedir. Ancak bankacılık sisteminde gerekli düzenlemelerin henüz gerçekleştirilmemiş olması, geçmiş enflasyona dayalı fiyatlama alışkanlığının devam etmesi, döviz kurundaki dalgalanmaların enflasyondaki değişimi belirlemede önemli rol oynamaya devam etmesi ve mali baskınlığın yüksek olması gibi sebeplere bağlı olarak enflasyon hedeflemesi stratejisinin güvenilirliğinin zedelenmemesi ihtimalinden endişe edilmiştir. Bu sebeple enflasyon hedeflemesi stratejisinin başlangıcında “örtük enflasyon hedeflemesi” adını taşıyan bir yakınsama rejiminin kullanılması tercih edilmiştir.

Yararlanılan Kaynaklar

- Alper, A. M., (2003). **Enflasyon Hedeflemesi Teori, Politika ve Uygulama**, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- Ball, L. (2011). **Money, Banking and Financial Markets**, Worth Publisher.
- Cecchetti, S. G. ve K.Schoenholtz. (2011). **Money, Banking and Financial Markets**, McGraw-Hill Irwin.
- Ermişoğlu, E. (2011). **Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Türkiye’deki Başarısının Değerlendirilmesi**, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi
- Ersel, H. ve F. Özatay. (2007). **“Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons From Turkey”**. TEPAV, Ankara.

- Hubbard, R ve A. P. O'Brien. (2012). **Money Banking and the Financial System**, New York, Addison Wesley.
- Hazine Müsteşarlığı, (2009, 2010, 2011). **"Kamu Borç Yönetimi Raporu"**, No:54-68-79
- Kara, A.H. ve M. Orak, (2008). **Enflasyon Hedeflemesi**, Ekonomik Tartışmalar Konferansı http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/kara_orak.pdf (Erişim Tarihi: 24 Mayıs 2012)
- Kartal, F. (2011). **Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Para Politikasının Görünümü**, Maliye Finans Yazıları, Yıl: 25 Sayı: 91
- Mishkin, F.S. (2012). **Money, Banking and Financial Markets**, New York, Addison Wesley, 10th Edition.
- Özatay, F. (2011). **Parasal İktisat, Kuram ve Politika**, Ankara, Efil Yayınevi
- Şanlı, B. (2006). **Enflasyon Hedeflemesi Uygulamaları ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi**, Sosyal Bilimler Dergisi Sayı: 16
- Şıklar, İ. (2004). **Para Teorisi ve Politikası**, Anadolu Üniversitesi, Açıköğretim Fakültesi Yayınları.
- Taylor, John. (1995), **"The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework"** Journal of Economic Perspectives, Vol:9, Issue: 4, s. 11-26
- Tutar, E. (2005). **Enflasyon Hedeflemesinin Önkoşulları: Türkiye'de Para Politikası Araçları ile Enflasyon Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, (2006). Enflasyon Hedeflemesi Rejimi.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, (2008), Enflasyon Raporu 2008-II.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, (2009), 2010 Yılında Para ve Kur Politikası.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, (2010), Para Politikası Çıkış Stratejisi Raporu.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, (2011), Enflasyon Raporu 2011-I.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, (2011), Basın Duyurusu, Sayı: 2011-12.
- Türkiye İstatistik Kurumu, (2008). **"Fiyat Endeksleri ve Enflasyon"** Sorularla Resmi İstatistik Dizisi-3
- Tüzemen, V. (2007). **Dünyada Enflasyon Hedeflemesi Politikasının Uygulanışı ve Türkiye'de Uygulanabilirliği**, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi

8Yıldırım, K., D. Karaman ve M. Taşdemir (2009). **"Makro Ekonomi"** Seçkin Yayıncılık.

Yiğit, N. (2006). **Enflasyon Hedeflemesi**, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Yiğit, N. (2009). **Türkiye'de ve Yükselen Ekonomilerde Para Politikası Uygulamaları ve Enflasyon Hedeflemesi**, T.C. Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı, Mesleki Yeterlilik Tezi

Yararlanılan İnternet Adresleri

- Dünya Bankası- <http://data.worldbank.org/>
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı <http://www.hazine.gov.tr/irj/portal/anonymous>
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası-EVDS (<http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>)
- Türkiye İstatistik Kurumu (<http://www.tuik.gov.tr>)

7

Amaçlarımız

Bu üniteyi tamamladıktan sonra;

- Para politikasının kısa vadeli referans faiz oranı ile piyasa faiz oranları arasındaki ilişkiyi ifade edebilecek,
- Para politikasının ekonomiyi etkilemesine aracılık eden kanalları açıklayabilecek,
- Para politikasının yürütülmesinde ortaya çıkan gecikme sorununu tanımlayabilecek bilgi ve becerileri kazanabileceksiniz.

Anahtar Kavramlar

- Bekleyişler Teorisi
- Getiri Eğrisi
- Kredi Daralması
- Parasal Aktarım Mekanizması
- Gecikme Sorunu
- Para Politikası Kuralı
- Taylor Kuralı

İçindekiler



Para Politikasının Etkililiği

GİRİŞ

Döviz kuru ve parasal hedefleme stratejilerinin fiyat istikrarını sağlamada başarısız olması üzerine, 1990'lı yıllardan bu yana yaygın olarak kullanılan enflasyon hedeflemesi rejiminin temel politika aracı olarak çok kısa vadeli faiz oranlarını kullandığını bir önceki ünite de açıkladık. Merkez bankası çok kısa vadeli politika faiz oranında değışiklikler yaparak bankaların kendi aralarında yaptıkları kısa vadeli işlemlerde geçerli olan gecelik faizleri etkilemektedir. Buna karşılık, reel ekonomi üzerinde etkili olan değışkenler, kısa vadeli faizler yerine daha çok orta ve uzun vadeli faiz ile hisse senedi fiyatları ve döviz kuru gibi finansal sistemin bileşenlerine tepki vermektedir. Bu sebeple para politikasının politika faizi kararlarının ekonominin geneline aktarımında, ilk aşamanın finansal piyasalara aktarım olduğu kabul edilmektedir. Bu süreçte kısa vadeli faizlerdeki değışim öncelikle diğer uzun vadeli faiz oranlarının ve devamında başka mali varlıkların fiyatlarının (örneğin döviz kuru) değışmesine yol açar. Tüm bu değışiklikler ise belirli bir gecikme ile çıktı ve enflasyon düzeyleri üzerinde etkili olmaktadır. Dolayısıyla merkez bankasının politika faizindeki değışikliklerin etkisinin zamana yayıldığı söylenebilir.

Bu ünite de, ilk etapta para politikası aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarının kullanıldığı bir ekonomide politika faiz oranları ile piyasa faiz oranları arasındaki ilişki açıklanmaktadır. Ardından, para politikası kararlarının ekonomiyi etkileme sürecinde ortaya çıkan parasal aktarım mekanizmasının unsurları ve işleyişı anlatılmıştır. Son olarak para politikasının yürütülmesinde gecikme sorunu tartışılmış ve gecikme sorununa bağlı olarak para politikası uygulamalarında meydana gelen aksaklıkların açıklanması ile ünite sonlandırılmıştır.

MERKEZ BANKASI FAİZ KARARLARININ PİYASA FAİZ ORANLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Merkez bankaları sahip oldukları araçları kullanarak faiz oranlarını etkilemek suretiyle para politikasını yürütmektedir. Buraya kadar genel olarak, merkez bankalarının toplam harcamaları kısa vadeli faiz oranını ayarlamak suretiyle etkilediğini açıkladık. Aslında kısa vadeli faizlerin tüketim ve yatırım harcaması kararları üzerinde bir etkisi yoktur. Tüketim ve yatırım harcamalarına yönelik olarak verilen kararlar orta ve uzun vadeli faizlerden etkilenmektedir. Buna karşılık, ekonominin reel cephesini etkileyen orta ve uzun vadeli faizleri merkez bankasının etkileme gücünden de şimdiye kadar hiç bahsetmedik. Bu sebeple ünitemizin başlangıcında ilk olarak, merkez bankası faiz kararlarının piyasa faiz oranları üzerindeki etkisi açıklanacaktır.

DİKKAT



Piyasadaki kısa vadeli faizin merkez bankasının belirlediği politika faizine yakın bir yerde oluşmasının faiz koridoru (merkez bankasının açıkladığı gecelik borç alma ve borç verme faizi arasında kalan alan) sistemiyle sağlandığını 4. Ünite'de anlatmıştık.

Para politikasının nihai amacı millî gelir, istihdam ve fiyatlar genel düzeyi için belirlenen hedeflere ulaşmaktır. Ancak para politikası araçlarının bu makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisi dolaylı bir şekilde olmaktadır. Para politikası yapımcıları, kısa dönemli faizleri doğrudan etkileme gücüne sahipken, orta ve uzun dönemli faizler üzerinde böyle bir kontrole sahip değildir. Oysaki ekonomik birimlerin tüketim ve yatırım kararlarını almalarında ve dolayısıyla ülkenin reel ekonomik faaliyetlerinin etkilenmesi bakımından etkili olan faiz orta ve uzun vadeli faiz oranlarıdır. Yani, bir ekonomide toplam harcama kararları üzerinde etkili olan faiz oranları orta ve uzun vadeli faiz oranlarıdır. Örneğin, taşıt kredileri genellikle 3 -5 yıl gibi vadelere sahipken konut kredilerinde vade 15 yıla kadar çıkabilmektedir. Benzer bir şekilde firmalarda yatırımlarını finanse etmek için uzun vadeli kredilere başvurmaktadır.

Buna karşılık, merkez bankalarının kullandıkları politika faiz oranı çok kısa vadelidir. Örneğin, TCMB para politikası referans faiz oranı olarak Mayıs 2010'a kadar gecelik borçlanma faiz oranını kullanmaktayken bu tarihten sonra bir hafta vadeli repo faizini politika faizi olarak kullanmaktadır. Gördüğümüz gibi her iki faiz de çok kısa vadelidir. Kısa vadeye sahip bu faiz oranlarının kendisi tüketim veya yatırım kararları üzerinde etkili değildir çünkü bu faiz oranı tüketim veya yatırım sürecinde kullanılmamaktadır.

Bu bilgiler ışığında merkez bankasının kullandığı politika faiz oranlarının ekonominin geneliyle bağlantısı olmadığını söylemek de doğru olmayacaktır. Merkez bankalarının politika referans faiz oranı olarak kullandıkları kısa vadeli faizlerin orta ve uzun dönemli faizleri değiştirme gücü vardır. Yani, merkez bankasının toplam harcamalar üzerinde dolaylı bir etkisi bulunmaktadır.

Piyasa faizlerinin para politikası kararlarına nasıl tepki verdiği, hem para politikası yapımcılarının hem de finansal piyasa katılımcılarının her zaman ilgisini çeken bir konu olmuştur. Para politikası yapımcıları açısından, menkul kıymet fiyatlarının para politikası araçlarına verdiği tepkiyi anlamak, hem uygulanan para politikasının etkililiğini değerlendirmek hem de daha etkin politika kararları almak açısından önemlidir. Diğer taraftan duruma finansal piyasaların katılımcıları açısından baktığımızda, etkin yatırım kararlarının verilmesinde ve risk yönetimi stratejilerinin saptanmasında finansal piyasalarda işlem gören varlıkların fiyatlarının para politikası araçlarında meydana gelen değişimlere nasıl tepki göstereceğini tahmin etmek çok önemlidir.

İşte bu noktada para politikasının kontrolünde olan kısa vadeli faizlerin uzun vadeli faizleri etkileme sürecinin, para politikası uygulamalarının ekonomiye aktarımının birinci aşaması olduğunu söyleyebiliriz. Merkez bankalarının kısa vadeli faizler aracılığıyla uzun vadeli piyasa faizlerini ve dolayısıyla ekonominin genelinde toplam harcamaları nasıl etkilediği aşağıdaki bölümde açıklanmaktadır.

Para Politikası ve Faiz Oranlarının Vade Yapısı

Para politikasının uzun dönemli faizleri nasıl etkilediğini görebilmek için öncelikle kısa dönemli faizler ile uzun dönemli faizler arasındaki ilişkiyi iyi anlamak gerekmektedir. Kısa ve uzun dönemli faiz oranları arasındaki ilişkiyi faiz oranlarının

vade yapısını kullanarak açıklarız. Para Teorisi kitabımızın dördüncü ünitesinden hatırlayabileceğiniz gibi aynı risk, likidite ve vergi ayrıcalıklarına sahip tahvillerin vadelerinin farklı olması nedeniyle faiz oranlarının farklılaşması faiz oranlarının vade yapısı olarak adlandırılmaktadır. Bu bölümde para teorisi kitabımızın 4. Ünite-sinde “faiz oranlarının vade yapısı” başlığı altında ayrıntılı bir şekilde açıklanan bekleyişler hipotezi kullanarak merkez bankasının kısa dönemli politika faiz oranının nasıl uzun dönemli faiz oranlarını etkilediği açıklanacaktır.

Bekleyişler Teorisi ve Kısa Dönemli Politika Faiz Oranının Uzun Dönemli Faiz Oranları Üzerine Etkisi

Bekleyişler teorisine göre; uzun vadeli tahvillerin faiz oranları, bugünkü ve gelecekte beklenen kısa vadeli tahvil faiz oranlarının ağırlıklı ortalamasıdır. Bir örnekle açıklamaya çalışalım: Bir yatırımcının 2 senelik bir zaman diliminde yatırım yaptığını varsayalım. Bu yatırımcı 2 senelik süre zarfında ya şimdi 1 yıl vadeli tahvil ve gelecek yıl yine 1 yıl vadeli tahvil alabilir ya da alternatif olarak daha başlangıçta 2 yıl vadeli tahvil alabilir. 1 yıl vadeli tahvilin şu anda yıllık % 8 faiz ile işlem gördüğünü ve piyasa katılımcılarının 1 yıl sonra ihraç edilecek olan 1 yıl vadeli tahvilin getirisini % 10 olarak beklediğini düşünelim. Bekleyişler teorisine göre, bugünkü bir yıl vadeli tahvil faiz oranının % 8, gelecek yıl gerçekleşmesi beklenen bir yıl vadeli tahvil faiz oranının % 10 olduğu bu örneğimizde, 2 yıl vadeye sahip olan tahvilin bugünkü getirisinin, 1 yıl vadeli tahvilin bugünkü getirisi ile gelecek dönemdeki beklenen getirisinin basit ortalamasına eşit olması gerekmektedir. Başka bir ifadeyle bugünkü 2 yıl vadeli tahvilin faizi, bu iki faiz oranının ortalaması yani $(0.08+0.10)/2=0.09$ olmalıdır.

Bu açıdan, bekleyişler teorisine göre farklı vadelerdeki tahvillerin faiz oranlarının farklı olmasının sebebi, sadece gelecekteki kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin bekleyişler tarafından belirlenmesidir. Bekleyişler teorisine göre, tahvil satın almak isteyenler için, vade tercihi söz konusu değildir yani yatırımcılar kısa ve uzun vade arasında herhangi bir tercihte bulunmamaktadır. Farklı yatırım seçeneklerinin aynı beklenen getiriye sahip olması aynı zamanda yatırımcılar için arbitraj olanağının olmaması anlamına da gelmektedir.

Faiz oranlarının vade yapısı ve bekleyişler teorisi ile ilgili çok daha ayrıntılı açıklamalara Para Teorisi kitabımızın dördüncü ünitesinden ulaşabilirsiniz.



DİKKAT

Bekleyişler teorisini, n yıl vadeli tahviller için genelleştirerek, t dönemindeki faiz oranının i_{nt} ile gösterildiği aşağıdaki eşitlik yardımıyla özetleyebiliriz;

$$i_{(n)t} = \frac{1}{n} [i_t + i_{t+1}^e + i_{t+2}^e + i_{t+3}^e + i_{t+4}^e + \dots + i_{t+n-1}^e] \quad (7.1)$$

Bu eşitlikte, i_t , t dönemindeki bir yıl vadeli tahvil faiz oranını göstermektedir i_{t+1}^e . Bir yıl sonraki beklenen kısa vadeli faiz oranını, i_{t+2}^e iki yıl sonra beklenen kısa vadeli faiz oranı gösterir ve vade sonuna kadar bu böyle devam eder. Kısaca, bekleyişler hipotezine göre “ n ” yıl vadeli tahvilin faiz oranı, “ n ” yıllık süre içerisinde gerçekleşmesi beklenen bir yıl vadeli tahvil faiz oranlarının basit ortalaması alınarak ulaşılan sonuca eşit olacaktır.

Bekleyişler teorisi yardımıyla 1 yıl vadeli faiz oranı ile çok kısa vadeli para politikasının referans faiz oranı arasındaki ilişkiyi açıklamaya çalışalım. TCMB’nin para politikası referans faiz oranı olarak Mayıs 2010’a kadar gecelik borçlanma faiz

oranını, bu tarihten sonra bir hafta vadeli repo faizini politika faizi olarak kullandığını söylemiştik. Görüldüğü gibi her iki faiz de çok kısa vadeli. Biz burada merkez bankası politika faizi olarak gecelik faizi baz alıp analizimize devam edeceğiz. Bu durumda dönemimiz 1 gün ($n=1$) olacaktır. Bu durumda $i_t = 1$ gün ise ve bir yıl 365 günden oluştuğuna göre bekleyişler teorisini özetlemek için kullandığımız eşitliği aşağıdaki şekilde yeniden yazabiliriz.

$$i_{(365)t} = \frac{1}{365} [i_t + i_{t+1}^e + i_{t+2}^e + i_{t+3}^e + i_{t+4}^e + \dots + i_{t+364}^e] \quad (7.2)$$

Yukarıda yer alan eşitlik önümüzdeki 1 yıl boyunca TCMB'nin para politikası referans faiz oranının alması beklen değerlerinin ortalamasını göstermektedir.

Bekleyişler teorisi yardımıyla Merkez Bankasının faiz oranlarını nasıl etkilediğini bir örnek yardımıyla açıklayalım. Merkez Bankasının referans faiz oranının başlangıçta %9 olduğunu ve piyasa katılımcılarının önümüzdeki 1 yıl boyunca faizin bu düzeyde kalacağını beklediğini varsayalım. Ancak daha sonra Para Kurulu toplantısında piyasalardaki beklentilerin aksine faiz oranlarının 50 baz puan artırılmasına yani %9,5 seviyesine çekilmesine karar verildiğini düşünelim. Eşitlik 7,2 bize Para Kurulu tarafından alınan bu faiz kararının genel ortalamaya katkısının sadece 1/365 oranında olduğunu göstermektedir. Merkez Bankası referans faiz oranı olarak kullandığı gecelik borçlanma faiz oranının 50 baz puan artırdığında, bu değişimin 1 yıl vadeli faiz oranları üzerindeki doğrudan etkisi oldukça küçük olacaktır. Bekleyişler teorisine göre bu etki sadece $(1/365) (\%0,5) = \%0,001$ oranında olacaktır.

Para politikası faiz kararının uzun dönemli faizler üzerindeki etkisinin $\%0,001$ 'den oldukça büyük olması gerektiği açıktır. Para kurulu tarafından belirlenen kısa vadeli faiz kararının uzun dönemli faizler üzerinde yarattığı etkinin arkasında yatan temel faktör, politika faizinde gerçekleştirilecek bir artışın gelecek döneme ilişkin faiz beklentilerinin de yükselmesine sebep olmasıdır. Başka bir ifadeyle para politikası faiz kararlarının uzun dönemli faiz oranları üzerindeki doğrudan etkisi gerçekten küçüktür. Ancak gerçek hayatta bu etkinin çok daha büyük olduğu bilinmektedir. Politika faiz oranı gelecek dönemlerde beklenen faiz oranları üzerinde yarattığı dolaylı etki, yani bekleyişler aracılığıyla uzun dönemli faizleri etkilemektedir.

Para Politikası Kararları ve Getiri Eğrileri

Para politikasının araç değişken olarak kullandığı kısa vadeli faiz oranları ile piyasa faiz oranları arasındaki ilişkide bekleyişlerin oynadığı rol getiri eğrilerini, merkez bankaları tarafından politika oluşturma sürecinde önemle takip edilen göstergeler hâline getirmiştir. Para Teorisi kitabında açıklandığı gibi farklı vadelere sahip ancak aynı düzeyde risk, likidite ve vergi ayrıcalıklarına sahip tahvillerin getirileri arasında zamanın belirli noktasındaki ilişkiyi gösteren eğri **getiri eğrisi** olarak adlandırılmaktadır.

Makroekonomik veri akışının finansal piyasalardaki beklentileri nasıl etkilediğinin incelenmesi, getiri eğrilerinin en önemli kullanım alanlarından birisidir. Sabit getirili menkul kıymetler beklentilere göre fiyatlandırıldıkları için beklentileri değiştiren haberler tahvil fiyatlarını ve dolayısıyla da getirileri değiştirecektir. Her haberin öncesinde ve sonrasında beklenti anketi yapılamayacağı ve daha da önemlisi piyasada ortaya çıkan fiyatlar piyasa katılımcılarının kolektif beklentilerini yansıtacağı için belirli bir haberin piyasaya ulaştığı anın öncesi ve sonrasındaki getiri

Getiri eğrisi: Farklı vadelerdeki menkul kıymetlerin faiz oranlarının, genel yapısını gösterir ve faiz oranlarının genel seyrinin görülmesine yardımcı olur.

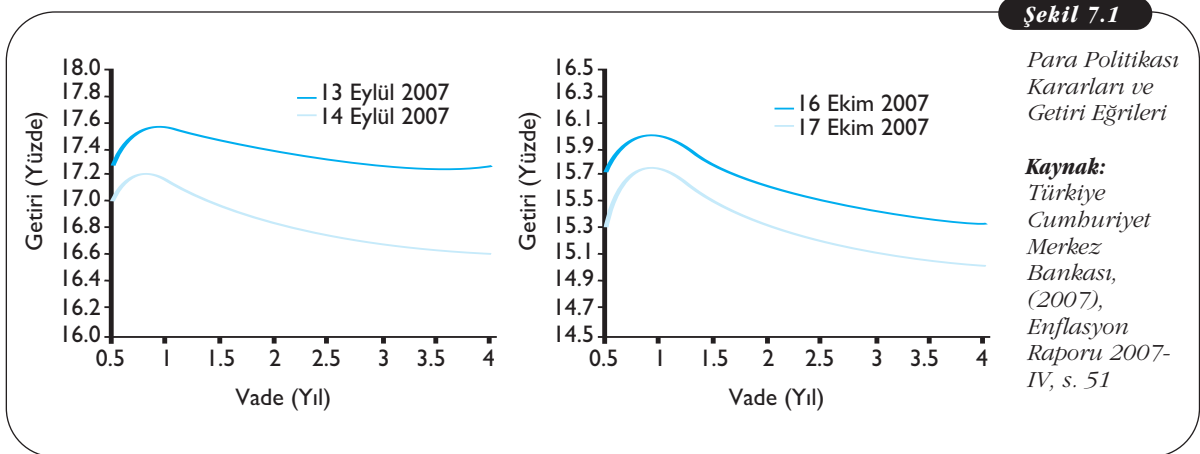
eğrileri kıyaslanarak yapılan vaka çalışmaları beklentilerin nasıl değiştiğini göstermek bakımından çok faydalıdır. Örneğin, piyasalara ulaşan bilgi, gecelik faiz beklentilerini ve risk algılamasını değiştirmiyorsa getiri eğrisinin önemli bir değişim göstermemesi beklenir.

Aşağıda TCMB'nin 2007 yılında yayınladığı 4. enflasyon raporundan alınan iki örnekte 13 Eylül 2007 ve 16 Ekim 2007 tarihlerinde Para Politikası Kurulu'nun gecelik faizleri sırasıyla 25 ve 50 baz puan düşürmesinin beklentiler üzerinde yarattığı etkiler incelenmektedir.

13 Eylül 2007 tarihinde Para Politikası Kurulu politika faizlerini 25 baz puan indirmiştir. Karar öncesi anketlere bakıldığında piyasaların indirim beklemediği görülmektedir. Söz konusu karar piyasalar açısından sürpriz olarak değerlendirilebildiğinden, getiri eğrisi analizi için ilginç bir örnek teşkil etmektedir. Şekil 7.1'in ilk grafiği karar sonrasında getiri eğrisinin aşağı kaymış olduğunu ve uzun vadeli faizlerdeki düşüşün kısa vadedekilerden daha fazla olduğunu göstermektedir. Bu gözlem, Eylül ayındaki faiz indirimi sonrasında enflasyon ve para politikasının gelecekteki seyrine yönelik beklentilerin olumlu yönde güncellendiğine işaret etmektedir. Bu çerçevede Eylül ayındaki faiz indiriminin güçlü bir sinyal etkisi yarattığı görülmektedir.

İkinci örnekte ise 16 Ekim 2007 tarihindeki 50 baz puanlık politika faizi indirimi incelenmektedir. Faiz indirimi kararının alınması öncesinde piyasanın önemli bir kısmı 25 baz puanlık bir indirim beklediği için, bu kararın da bir kısmının sürpriz niteliğinde olduğu ve bir miktar “haber” etkisi içerdiği ifade edilebilir. Şekil 7.1'in ikinci grafiğinde, 16 Ekim 2007'de politika faizlerinin indirilmesinden bir gün sonra getiri eğrilerinin eğiminin daha fazla aşağı doğru şekillendiği görülmektedir. Bir önceki ayda olduğu gibi, getiriler her vadede aşağı inmiş ancak bir önceki aydan farklı olarak, getirilerdeki düşüş her vadede yaklaşık aynı oranda olmuştur. Bir diğer ifadeyle Ekim ayındaki faiz kararı ve sonrasında yapılan açıklama gelecek döneme ilişkin beklentilerde belirgin bir değişime neden olmamıştır.

Yine bu iki grafikte yer alan getiri eğrilerinin bir yıldan uzun vadeler için aşağıya doğru eğimli olması, bize ekonomik birimlerin orta vadede enflasyondaki düşüş sürecinin devam edeceğini beklediklerini göstermektedir.



Piyasa katılımcılarının merkez bankasının faiz artırımında bulunmasını beklediği bir ortamda para politikası kurulunun faizleri sabit tutmaya karar verdiğini düşünelim. Böyle bir ortamda merkez bankasının politika faiz oranını sabit tutmasının uzun dönemli piyasa faizleri üzerinde yaratacağı etkiyi tartışınız.

Faiz Kararlarının Alınmasında Para Politikası Kuralı

Merkez bankalarının para politikası faizlerinin piyasa faizlerini etkileme sürecinde ekonomik birimlerin bekleşimlerinin oynadığı önemli rol, para politikası hedeflerine ulaşılmasında duruma göre mi yoksa önceden belirlenmiş belirli bir kurala bağlı olarak mı hareket edilmesi gerektiği sorunu ön plana çıkartmıştır. Para politikasının belirli bir kurala göre yürütülmesini savunanların önerdiği para politikası kuralları **araç kuralları** ve **hedef(leme) kuralları** olarak iki başlık altında incelenebilir. Hedef(leme) kuralları temel olarak para politikası kapsamında hedef olarak belirlenen değişkenlerde yaşanan ve hedeften sapmaları en aza indirmeyi amaçlayan kuralları kapsamaktadır. Araç kuralları ise para politikasının kullandığı araç değişkenin, ölçülebilen değişkenlerin bir fonksiyonu olarak belirlenmesi gerektiğini savunan kuralları kapsamaktadır. Örneğin, en yaygın olarak kullanılan araç kurallarından biri olan Taylor kuralında, merkez bankasının politika faiz oranının enflasyon açığı ve çıktı açığının aldığı değerlere göre belirlenmesi gerektiği savunulmaktadır. Bu alt bölümde en yaygın olarak kullanılan ve en bilinen para politikası kurallarından Taylor Kuralı açıklanacaktır.

Taylor Kuralı

Taylor Kuralı, merkez bankalarının enflasyon ve üretim hedeflerine ulaşabilmek amacıyla para politikası aracı olarak kullandıkları kısa vadeli faiz oranlarının belirlenmesine yönelik bir *araç kuralı*dir. Bu kuralın temelinde enflasyonda veya ekonomik konjonktürde oluşabilecek hedeflerden sapmalar karşısında para politikasının kurala bağlı olarak değiştirilmesi ve böylece para otoritesinin davranışlarının daha tahmin edilebilir olmasını sağlamak amacı yer almaktadır.

Taylor Kuralı'nda para politikası referans faiz oranı dört faktöre bağlı olarak değiştirilir. İlk faktör gerçekleşen enflasyon oranıdır. İkinci faktör ise denge reel faiz oranıdır. Gerçekleşen enflasyon oranı ve reel faiz oranı toplamı nominal faiz oranını vermektedir. Üçüncü faktör, gerçekleşen enflasyonun hedeflenenden sapmasına dayalı olarak enflasyon açığının ayarlanmasıdır. Faiz oranının enflasyon açığına göre ayarlanması faktörü, gerçekleşen enflasyon oranının hedeflenen enflasyon oranının üstünde olması durumunda para politikası referans faiz oranının yükseltilmesi ve tersi durumda ise düşürülmesi gerektiğini belirtir. Dördüncü faktör, potansiyel reel üretim ve gerçekleşen reel üretim arasındaki farka bağlı olarak üretim açığının ayarlanmasıdır. Bu faktör üretim açığı pozitif olduğunda yani gerçekleşen reel üretimin potansiyel reel üretiminin üzerinde olması durumunda, nominal faiz oranının yükseltilmesi ve tersi durumda ise düşürülmesi gerektiğini ortaya koyar. Taylor Kuralı'nda yer alan üçüncü ve dördüncü faktörler para politikasının iki temel amacı olan istikrarlı yüksek bir büyüme ile bunu teşvik eden düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranının bir arada gerçekleşmesi amacıyla hizmet etmektedir.

Taylor tarafından ortaya konulan basit para politikası kuralı aşağıdaki formül ile gösterilmektedir:

Taylor Kuralı, merkez bankalarının enflasyon ve üretim hedeflerine ulaşabilmek amacıyla para politikası aracı olarak kullandıkları kısa vadeli faiz oranlarının belirlenmesine yönelik bir araç kuralıdır.

$$i_{Taylor} = \pi_t + r^* + 0,5(\pi_t - \pi^*) + 0,5(y_t - y^*) \quad (7.3)$$

Bu eşitlikte, i_{Taylor} kısa vadeli para politikası faiz oranını, r^* söz konusu faize ilişkin reel denge değerini, π_t gerçekleşen enflasyon oranını, π^* para otoritesinin hedeflediği enflasyon oranını, y_t gerçekleşen üretim düzeyini, y^* potansiyel üretim düzeyini göstermektedir. Bu eşitliğe göre para politikası stratejisini, gerçekleşen enflasyon ile hedeflenen enflasyon arasındaki fark ve üretimdeki değişimler esas alınarak faiz oranında ayarlamalar yapmak şeklinde belirlemek mümkündür.

Enflasyon açığından önce gelen 0,5 enflasyon tepki katsayısını, üretim açığından önce gelen 0,5 ise büyüme tepki katsayısını göstermektedir. Taylor, merkez bankasının hem enflasyon hem de üretimden sapmaların katsayısını 0.5 olarak belirlediğini varsaymıştır. Enflasyon tepki katsayısı büyüdükçe (bu katsayı 0.5'in üstüne çıktıkça) merkez bankasının enflasyona olan duyarlılığının arttığı, büyüme tepki katsayısı arttıkça (bu katsayı 0.5'in üstüne çıktıkça) para otoritesinin üretim açığı ve işsizlik konularında daha hassas olduğunu söylemek mümkündür.

Enflasyon açığı: Hedeflenen ve gerçekleşen enflasyon oranları arasındaki farka eşittir.

Üretim açığı: Bir ekonominin potansiyel reel üretim düzeyi ile gerçekleşen reel üretim düzeyi arasındaki farka eşittir.

FINANSAL SİSTEM VE PARA POLİTİKASI KARARLARININ EKONOMİYE AKTARIMI

Bir ekonomide finansal sistem, piyasalar, kurumlar, araçlar ile yasal altyapıdan oluşmaktadır. Finansal sistemin temel işlevi fon fazlası olan tasarruf sahipleri ile fon açığı içerisinde olan yatırımcıları karşı karşıya getirmektir. Finansal sistem bu işlevini yerine getirirken tasarrufları yatırımlara kanallandırmakta ve böylelikle ekonomik büyümenin öncelikli şartı olan sermaye stokunu büyütmektedir. Para Teorisi kitabımızın ilk ünitesinde finansal sistemin temel özellikleri ve bir ekonomi içerisinde finansal sistemin varlığının önemi konusu ayrıntılı bir şekilde tartışılmıştır.

Finansal sistemin temel bileşenlerinden finansal piyasalar ve bankacılık sektörünün ekonomideki toplam harcamalar üzerinde önemli bir etkisi bulunmaktadır. Bu etki aracılığıyla finansal sistem ekonominin kısa dönemde yaşadığı dalgalanmalar üzerinde de etkili olabilmektedir. Ünitemiz kapsamında finansal sistemin ekonomi üzerindeki etkileri iki açıdan önemlidir. Bunlar:

- İlk olarak, finansal sistemde yaşanan gelişmeler ekonomik dalgalanmaların tetikleyicisi olabilir. Varlık fiyatlarında yaşanan çöküşler veya bankacılık sisteminde kriz yaşanması ekonominin genelini ciddi bir daralma içine sokabilir. Bu konu kitabımızın 8. Ünitesinde "Finansal Krizler" başlığı altında incelenecektir.
- İkincisi, finansal sistem para politikası kararlarının ekonomiye aktarımında önemli bir rol oynamaktadır. Para politikasında meydana gelen değişimler sadece faiz oranlarını etkilemekle kalmaz aynı zamanda finansal piyasalarda işlem gören varlıkların fiyatları ve bankaların kredi kararları üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Para politikasında meydana gelen değişimler finansal sistemde yer alan unsurları etkilemek suretiyle ekonominin geneli üzerinde etkili olmaktadır.

Bu ünite de finansal sisteme ikinci açıdan yaklaşılacaktır. Bu amaçla öncelikle finansal sistemin iki temel bileşeni olan varlık fiyatlarındaki değişimlerin ve banka kredi politikalarındaki değişimlerin sebepleri ve bu değişimlerin toplam harcamalar üzerinde yarattığı etkiler ele alınacaktır. Ardından, para politikası kararlarının finansal sistem üzerinden ekonomiye nasıl aktarıldığına bakılacaktır.



Laurance Ball'ın *Money, Banking and Financial Markets* isimli kitabından bu ünitenin hazırlanması sürecinde önemli faydalar sağlanmıştır.

Finansal Piyasalarda İşlem Gören Varlık Fiyatlarındaki Değişmeler

Finansal piyasalarda işlem gören varlıkların fiyatları zaman içerisinde önemli değişimler gösterir. Örneğin, firmaların beklenen getirilerindeki artışa bağlı olarak hisse senedi fiyatları artarken, alternatif yatırım araçlarının beklenen getirisinin azalmasına bağlı olarak bazı varlık fiyatları düşebilir. Varlık fiyatlarındaki bu değişimler farklı yollarla tüketim ve yatırım kararları üzerinde etkili olarak bir ekonomideki toplam harcama miktarını değiştirirler. Genel olarak, varlık fiyatlarındaki artışların toplam harcamaları arttıracığını tersi durumda ise toplam harcamaların azalacağını söyleyebiliriz.

Servetin Tüketim Üzerindeki Etkisi: Varlık fiyatlarındaki değişimler ekonomik birimlerin servetlerini doğrudan etkilerler. Örneğin, hisse senetlerinin %30 değer kazanması durumunda, tasarruflarını bu piyasada değerlendiren ekonomik birimlerin servetleri de aynı ölçüde artacaktır. Servette yaşanan bu artış bireyleri daha fazla mal ve hizmet satın almaya yönlendirecektir. Dolayısıyla tüketim artacak ve toplam harcamalar artacaktır.

Hisse Senedi Fiyatlarının Yatırımlar Üzerindeki Etkisi: Varlık fiyatlarındaki değişimler aynı zamanda toplam harcamaların dört bileşeninden biri olan yatırımlar üzerinde de etkili olabilmektedir. Örneğin firmalar yeni yatırımlarını finanse etmek için hisse senedi ihraç etmek yöntemini tercih edebilmektedir. Hisse senedi fiyatlarının yükselmesi durumunda, firmaların her bir hisseden elde edecekleri fon miktarı artacaktır. Dolayısıyla da yatırım harcamaları artacaktır.

Net Değer ve Teminatlar Üzerindeki Etkisi: Varlık fiyatlarındaki değişimler banka kredilerine ulaşımı kolaylaştırarak da toplam harcamaları etkilemektedir. Yüksek hisse senedi fiyatları ise firmaların net değerlerini yükseltecektir. Net değerde yaşanan artış firmaların daha az riskli yatırımlara yönelmelerine sebep olacak ve finansal piyasalarda gözlenen ahlaki tehlike ve ters seçim sorunlarını azaltacaktır. Eksik bilgiye bağlı olarak ortaya çıkan bu sorunların azalması bankaların verdiği kredileri arttırmalarına neden olacaktır. Yatırımlar artacak, toplam talep ve üretim düzeyi yükselecektir.

Bankaların Kredi Politikalarındaki Değişmeler

İstikrarlı bir bankacılık sistemi güçlü bir ekonominin önemli unsurlarından birisidir. Bankacılık sistemi tasarrufların toplanmasına ve bu fonların verimli yatırımlara aktarılmasına aracılık eder. Bu açıdan, bankacılık sisteminin faydası sadece bankadan kredi kullanan veya mevduatlarını bankada biriktiren banka müşterileri ile sınırlı kalmayıp bütün ekonomiyi etkilemektedir. Bir ekonomide fon arz edenler ve fon talep edenler arasında kurulan ilişkinin sağlıklı bir temel üzerine oturmuş olması oldukça önemlidir. Durum böyle olunca kredilerin ekonomide yadsınamaz bir önemi bulunmaktadır. Kredilerdeki daralmaya bağlı olarak ekonomideki toplam harcama düzeyi ve dolayısıyla ekonominin geneli ciddi biçimde daralabilir.

Kredi daralması genel olarak kredi arzının birden daralması veya herhangi bir faiz oranından verilen kredinin azalması şeklinde tanımlanmaktadır. Kredi daralmasının doğal bir sonucu, borçlanma kısıtlarının ve borçlanma maliyetinin artmasıdır. Kredi daralmasının başlıca nedenleri; banka sermayesinde yaşanan kötüleş-

meler, başarısız mevduat kurumlarının faaliyetlerine devam edememesi, banka denetimini üstlenen kurulun katı uygulamaları, bankacılık sektörünün kredi standartlarında yaşanan değişimler olarak sıralanabilir.

Banka Sermayesinde Yaşanan Daralmalar: Yasal olarak bankaların özkaynaklarının belirli bir sermaye yeterlilik oranının altına inmesine izin verilmez. Burada amaç bankaları iflas etme riskine karşı koruyacak belirli bir sermaye yeterliliğini sağlamaktır. Örneğin, Uluslararası Basel II uzlaşısına göre sermaye yeterlilik oranının alt limiti %8 olmak zorundadır. Yani genel bir ifadeyle bankaların sermayesinin varlıklarına oranının %8'den aşağıda olmaması gerekmektedir.

Kredilerin geri ödenmemesi gibi varlıkların değerini düşüren sebeplerden dolayı bankaların sermayelerinde azalmaya yol açan gelişmelerin ardından bankalar, sermaye yeterlilik oranı koşulunu tutturabilmek için krediler kalemi de dâhil olmak üzere varlıklarını azaltma yoluna gitmek zorunda kalırlar. Bankaların kredi kullandırma miktarlarını azaltmalarına sebep olacak şekilde sermayelerinin azalmasına *sermaye daralması* adı verilir.

Başarısız Mevduat Kurumlarının Faaliyetlerine Devam Edememesi: Geri ödenmeyen krediler gibi faktörler bankaların sermayelerini azaltırken, bazı durumlarda bankaların toplam yükümlülükleri toplam varlıklarının üstüne çıkabilir. Bu durumda banka borçlarını ödeyemeyecek duruma düşmüştür yani iflas etmiştir. Finansal piyasaların sağlıklı olması için iflas eden bankaların ve yönetimin iyileştirilmesi gerekir. Ülkemizde bu sorumluluk Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na (TMSF) aittir. Faaliyetlerini sürdürmeye yetecek bir bilançoya sahip olmayan bankalar bankacılık siteminden ayıklanarak TMSF tarafından devralınır. TMSF yönetimi altına giren bankaların, geri dönmeyen varlık portföyünü sağlıklı bir yapıya kavuşturduktan sonra bankayı satmak suretiyle tekrar piyasaya kazandırır.

Banka Denetimini Üstlenen Kurulun Katı Uygulamaları: En temel şekliyle bankacılık sisteminin istikrarını, bankaların mevduat toplamak için güvenli bir yer olması, mevduat sahiplerinin ihtiyaç duymaları hâlinde mevduatlarına istikrarlı bir şekilde ulaşabilmeleri ve mevduatların geri çekilmesine bankaların hazırlıklı olması şeklinde tanımlayabiliriz. Bankacılık sitemindeki istikrarı sağlamak ve sürekli kılmak amacıyla bankacılık sistemi sürekli olarak denetlemelere ve düzenlemelere tabi olmaktadır. Banka bilançolarının riske açık yapısına karşı banka denetimini üstlenen üst kurul gerektiğinde sistemin genelinde sermaye yeterlilik rasyosunu arttırabilir. Bu durumda bankaların varlıkları ile sermayeleri arasındaki oranı yeniden düzenlemeleri ve sermaye arttıramamaları durumunda varlıklarını yani kredilerini azaltmaları gerekir.

Bankacılık Sektörünün Kredi Standartlarında Yaşanan Değişmeler: Bankalar riskli buldukları ekonomik birimlere kredi kullandırmayı reddedebilirler. Bazı durumlarda ise ekonomide yaşanan gelişmeler bankaların risk değerlendirmelerini değiştirmelerine ve kredi kullandırırken daha titiz davranmalarına yol açabilir. Mesela, konut sektöründe yaşanan balonun patlamasına bağlı olarak konut kredilerinde geri dönüş oranı düşmekteyse bankalar konut kredisi kullanımına daha az istekli olacaklar ve aradıkları kriterleri daha da genişleteceklerdir.

Kredi Daralması: Bankaların kullandırdığı kredi arzının birden daralması veya herhangi bir faiz oranında verilen kredinin azalmasıdır.

Bankacılık sisteminde istikrar; bankaların mevduat toplamak için güvenli bir yer olması, mevduat sahiplerinin ihtiyaç duymaları hâlinde mevduatlarına istikrarlı bir şekilde ulaşabilmeleri ve mevduatların geri çekilmesine bankaların hazırlıklı olması koşullarını gerektirir.

Ünitemizin hazırlanmasında faydalandığımız kaynaklardan Ayşen İşcan'ın "Banka Kredilerindeki Daralmanın Ekonomik Etkileri ve Krizlerdeki Gelişimi" isimli TCMB uzmanlık te-zine www.tcmb.gov.tr adresinden ulaşabilirsiniz.



İNTERNET

Para Politikası Kararlarının Ekonomiye Aktarımı

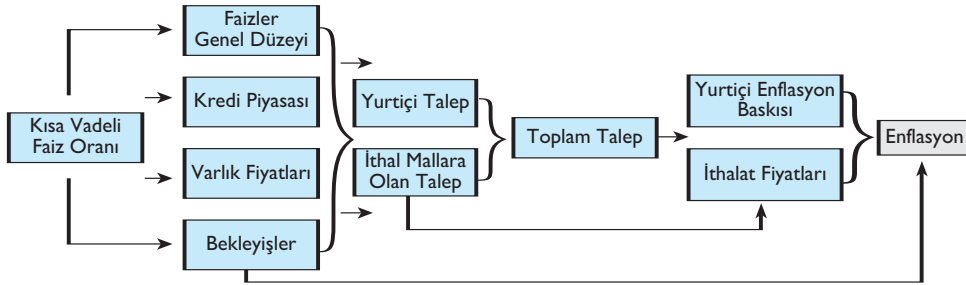
Para politikalarının başarıyla yürütülmesi için para otoritelerin uyguladıkları politikaların ekonomiye etkileri konusunda tam bir değerlendirmeye sahip olmaları gerekir. Bu değerlendirme sürecinde para politikalarının ekonomiye etkilerinin hangi kanallar aracılığıyla gerçekleştiğinin anlaşılması, uygulanacak politikaların belirlenmesi bakımından önemlidir.

Merkez bankalarının para politikası uygulamaları sonucunda finansal piyasalar üzerinde bir etkiyle başlayan ve daha sonra harcamalar, üretim ve istihdamda değişiklikler yoluyla çalışan, fiyat düzeyi ve daha özellikle olarak enflasyon üzerinde bir etkiyle sonlanan, bir dizi etki ortaya çıkmaktadır. İktisatçılar bu gelişmeler zincirine *parasal aktarım mekanizması* adını vermektedir.

Para politikasında meydana gelen değişimlerin ekonomiye aktarımının iyi anlaşılması, para politikası araçlarının üretim seviyesi ve enflasyona etki düzeyi ile bu etkileşim sürecinin bilinmesi bakımından önemlidir. Merkez bankalarının kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin aldıkları kararlar, enflasyonu (fiyatlar genel düzeyini) Şekil 7.2'de basitleştirilmiş hâliyle gösterilen kanallar aracılığıyla etkilemektedir.

Şekil 7.2

Para Politikası Aktarım Mekanizması



Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, (2006). *Enflasyon Hedeflemesi Rejimi*.

Şekil 7.2'de özetlenen para politikası uygulamalarının reel ekonomi üzerinde etkili oluş sürecinde temel olarak üç aşamadan bahsedebiliriz. Merkez bankası kısa vadeli nominal faiz oranlarında yaptığı değişikliklerin faizler genel düzeyi, kredi piyasası, varlık fiyatları ve bekleyişler üzerinde yarattığı etki aktarım mekanizmasının ilk adımıdır. Bu aşamada, faizlerdeki değişiklikler varlık fiyatlarına, döviz kuruna ve kredi koşullarına yansımak suretiyle öncelikle finansal piyasaları etkilemektedir. İkinci aşamada finansal piyasalardaki değişiklikler ekonomik birimlerin harcamalarını etkileyecek ve ekonomide toplam talep düzeyi değişecektir. Üçüncü aşamada ise toplam harcamalardaki bu değişimler yurt içi enflasyon beklentisini, üretimi ve fiyatlar genel düzeyini etkilemektedir. Aşağıda kısa vadeli faiz oranlarında medyana gelen değişimlerin sırasıyla faizler, varlık fiyatları, banka kredileri ve bekleyişler üzerindeki etkileri kısaca açıklanmıştır.

Şekil 7.2’de verilen aktarım mekanizması şemasında, geleneksel enflasyon hedeflemesinde tek bir araç (kısa vadeli faiz) kullanılarak nihai hedefe nasıl ulaşılabildiği özetleniyor. Merkez bankası 2010 yılının sonlarından itibaren hem fiyat hem de finansal sistemin istikrarını gözeten bir para politikası stratejisi izlemeye başlıyor. Bu stratejide artık tek bir araç kullanılmıyor. Yeni çerçevede, faiz koridoru daha etkin kullanılıyor, politika faizi olarak 1 hafta vadeli repo faizi ve zorunlu karşılık araç kümesiyle hem fiyat istikrarı hem de finansal istikrar etkilenmeye çalışılıyor. Kitabınızın 4. Ünitesinde 2010 sonrası dönemde merkez bankasının fiyat istikrarı hedefinin yanında destekleyici amaç olarak finansal istikrarı da gözetmeye başladığından ve artık tek bir araç kullanmadığından bahsetmiştik.



DİKKAT

Para Politikasının Faizler Üzerindeki Etkisi: Merkez bankasının para politikası kararları sonucunda faiz oranlarını düşürmesi durumunda piyasa faiz oranları da düşecek ve sermaye kullanımının maliyeti de düşecektir. Sermaye maliyetlerindeki bu azalış işletmelerin yeni yatırımlara yönelmelerine ve bireylerin kredi kullanarak araba veya gayrimenkul gibi ürünleri daha fazla satın almalarına neden olacaktır. Dolayısıyla tüketim ve yatırımlar artacak ve toplam harcamalar artacaktır.

Ünitemizin hazırlanmasında faydalandığımız kaynaklardan Baki Cem Şahin’in “Para Politikası Kararlarının Hisse senedi Piyasası Üzerine Etkisi: Türkiye Uygulaması” isimli TCMB uzmanlık tezine www.tcmb.gov.tr adresinden ulaşabilirsiniz.



İNTERNET

Para Politikasının Varlık Fiyatları Üzerindeki Etkileri: Para politikasının varlık fiyatları üzerindeki etkileri ile temel olarak kastedilen, para politikası kararlarının hisse senedi fiyatları üzerinden yatırımları etkilemesidir. Hisse senedinin temel değeri, gelecek dönem elde edilecek temettü ödemelerinin bugünkü değerine eşittir. Faiz oranları düştükçe, bugünkü değerimiz artacak ve hisse senedinin fiyatı artacaktır. Buna ek olarak, para politikasındaki bir gevşeme tüketicilerin ve firmaların gelecek dönemdeki ekonomik büyümeye ilişkin beklentilerini arttıracaktır. Ekonominin daha fazla büyümesi daha yüksek getiri ve kâr olanaklarının ortaya çıkması demektir. Beklentilerdeki bu olumlu gelişme de hisse senedi fiyatlarını yukarıya çekecektir. Nitekim TCMB’de yapılan bir vaka çalışması sonucunda para politikası sürprizlerinin hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olduğu gösterilmiştir. Buna göre TCMB’nin politika faiz oranında 100 baz puanlık artış şeklindeki politika sürprizinin İMKB-100 endeksinde ortalama olarak %2,7’lik bir düşüşe neden olduğu ve elde edilen katsayının da anlamlı olduğu görülmüştür. Hisse senedi fiyatlarındaki artış, bireylerin servetlerini arttıracaktır. Bu durum tüketim harcamalarını ve dolayısıyla toplam talebi ve üretimi arttırmaktadır. Hisse senedi fiyatlarındaki artış, firmaların hisse ihraç ederek kaynak bulmasını kolaylaştırmaktadır. Yeni makine ve sermaye teçhizatına harcanacak tutarda bir değişiklik yokken, firmalar ihraç ettikleri hisse senedini satın aldıkları tesis ve teçhizatın maliyetinden daha yüksek bir fiyata satabilirler. Bu durumda firmalar az miktarda hisse senedi çıkararak çok miktarda yeni sermaye malı satın alabileceği için yatırım harcamaları yükselecektir.

Para Politikasının Banka Kredileri Üzerindeki Etkileri: Merkez bankasının politika faiz oranını değiştirmesi piyasa faizlerini etkileyecektir. Merkez bankasının politika faizinde indirim gitmesi ve piyasa faizlerinin de düşmesi durumunda bankacılık sistemine bağımlı küçük firmaların elde edebileceği fonlara ulaşım kolaylaşacaktır. Bu da yatırımlarda bir artışa yol açacaktır. Buna ek olarak genişlemeci bir para politikası, firmaların net değerlerini arttırarak bilançolarını iyileştire-

cektir. Yüksek bir net değer, firmaların kullandıkları krediyi geri ödeyememe durumunda katlanacakları maliyeti artıracaktır. Yani, yüksek net değer firmaların kullandıkları kredilerle riskli ve maceralı işlere girişme eğilimlerini azaltacaktır.

İNTERNET



Ünitemizin hazırlanmasında faydalandığımız kaynaklardan Fazilet Çavuşoğlu'nun "Para Politikası Faiz Oranlarından Mevduat ve Kredi faiz Oranlarına Geçişkenlik: Türkiye Örneği" isimli TCMB uzmanlık tezine www.tcmb.gov.tr adresinden ulaşabilirsiniz.

Para Politikasının Beklentiler Üzerindeki Etkileri: Para politikası kararları firmaların ve hanehalklarının beklentilerini doğrudan ve dolaylı yoldan etkilemektedir. Hanehalklarının tasarruf ve tüketim kararları ile firmaların yatırım kararları sadece bugünkü faiz oranına değil aynı zamanda gelecekte beklenen faiz oranına da dayanır. Döviz kurları da önümüzdeki dönemlerde beklenen kur ve faiz beklentilerine göre şekillenir. Gerçekleşen enflasyonun önemli belirleyicilerinden biri gelecekteki enflasyon beklentileridir. Merkez bankası para politikası kararları firmaların ve hanehalklarının gelecek beklentilerinin şekillenmesinde önemlidir. Kısaca merkez bankasının para politikası kararları beklentileri, beklentiler de ileriye yönelik yatırım, tüketim ve fiyatlama kararlarını etkiler.

Merkez bankasının para politikası uygulamalarının toplam talebi ve enflasyonu etkilemesi hemen gerçekleşmez. Politika değişimleri etkilerini ancak belirli bir gecikme süresi sonunda gösterirler. Bu gecikme süresiyle ilgili genel bir mutabakat olmasa da gecikmenin genellikle 1 yıl sürdüğü kabul edilir. Aşağıdaki bölümde para politikası uygulamalarının yürütülmesinde gecikme sorunu açıklanmaktadır.

SIRA SİZDE



Finansal piyasalarda işlem gören varlıkların fiyatlarındaki bir artış ile reel sektörde yer alan konut fiyatlarındaki artışın bir ekonomideki toplam harcama düzeyi üzerinde yaratacağı etkileri karşılaştırabilirmisiniz?

GECİKME SORUNU VE PARA POLİTİKASI ETKİSİ

Merkez bankasının para politikasını gevşetmesi ya da sıkılaştırması durumunda, bu kararın ekonomiyi etkilemesi ne kadar zaman alacaktır? Para politikası kararlarının ekonomiye aktarım sürecini açıkladığımız bir önceki alt bölümde örneğin, merkez bankasının sıkı para politikası takip etmesine bağlı olarak faiz oranlarının artması sonucunda, borçlanmanın daha pahalı hâle geleceği, tüketim ve yatırım harcamalarında azalışa bağlı olarak toplam talebin düşeceği ve neticede ekonomideki çıktı düzeyinin azalacağı görülmüştü. Başka bir ifadeyle merkez bankaları ekonomideki üretim düzeyini ve enflasyonu, faiz oranlarını değiştirmek suretiyle etkilemekteydi.

Aslında, para politikası uygulamalarının ekonomiye aktarımı belirli bir süre içinde gerçekleşebilmektedir. Faiz oranlarının toplam harcamaları etkilemesi ve buna bağlı olarak enflasyon oranının kontrol altında tutulması, zaman gerektiren bir süreçtir. Örneğin, genel ekonomik aktivitedeki bir daralmaya bağlı olarak merkez bankasının faiz oranlarını aşağıya çekip yatırımları arttırmayı planladığını varsayalım. İlk aşamada merkez bankası politika faiz oranı aracılığıyla piyasa faiz oranlarını nispeten hızlı bir şekilde aşağıya çekebilecektir. Faiz oranlarındaki düşüş firmaların fonlara ulaşımını kolaylaştıracak ve yeni yatırım kararlarının alınmasına sebep olacaktır. Ancak firmaların yeni yatırımlara veya üretimde kullanmak üzere yeni alımlara başlaması hemen ertesi gün gerçekleşmeyecektir. Bu süreçte, firmalar öncelikle gelecek dönemde hangi yatırımlara yöneleceklerine ilişkin pro-

jelerini biçimlendireceklerdir. Bu projelerin onaylanması ve ardından hayata geçirilmesi zaman alacaktır. İşte bu süreçte geçen zaman, politika uygulamasında yaşanan gecikme sorununa güzel bir örnek oluşturmaktadır.

Gecikme Türleri

İktisatçılar arasında para politikası uygulamalarının ekonomiye aktarımında etkili olan kanallar üzerinde genel olarak görüş birliği sağlanmasına rağmen politika uygulamalarının zamanlaması konusunda fikir birliği nispeten zayıftır. Politika uygulamaları sürecinde ortaya çıkan gecikme sorununu, genel olarak **iç gecikme** ve **dış gecikme** olmak üzere iki tür altında özetleyebiliriz. İç gecikme, ekonomide yaşanan gelişmelere bağlı olarak izlenen para politikasında bir değişikliğe ihtiyaç duyulduğu an ile merkez bankasının para politikasındaki değişikliği uygulamaya başladığı an arasında geçen zamandır. **Dış gecikme** ise belli bir politikayı uygulamaya koyduktan sonra, bu politika kapsamında değişmesi beklenen hedef değişkenin etkilendiği zamana kadar geçen süredir.

Para politikasının uygulanmaya başladığı zamandan sonraki bütün gecikmeler dış gecikme olarak kabul edilir. Genel olarak para otoriteleri para politikasında bir değişiklik ihtiyacını hızlı bir şekilde teşhis ederler. Gecikme sorunu ile temel olarak kastedilen, dış gecikmenin varlığı ve bu sürenin uzunluğudur. Para politikası kararlarının ekonomiye aktarımı başlığından hatırlayabileceğimiz gibi para politikası uygulamasında yapılan bir değişiklik, öncelikle finansal piyasalar üzerinde etkili olmakta ve ardından finansal piyasalar aracılığıyla ekonominin geneline yayılmaktadır. Gecikme sorunu ve para politikası etkileri konusuna başlamadan önce gecikme sorununun daha iyi anlaşılması için gecikme türleri ile ilgili olarak daha ayrıntılı bir sınıflamayı aşağıdaki gibi yapabiliriz:

1. **Veri Gecikmesi:** Para politikası uygulayıcılarının ekonomide yaşanan gelişmeleri takip etmek amacıyla kullandıkları verilerin elde edilmesi sürecinde ortaya çıkan gecikmedir. Örneğin, ekonomik faaliyetlerin düzeyini ölçen GSYİH verisine ancak ilgili çeyrekte üç ay sonra ulaşılabilir.
2. **Tam (Teşhis) Gecikmesi:** Elde edilen verilerin ekonominin gelecekte izleyeceği seyre ilişkin ne tür sinyaller verdiğinin para politikası uygulayıcıları tarafından tam olarak anlaşılması sürecinde geçen zamana bağlı olarak ortaya çıkan gecikmedir.
3. **Düzenleme Gecikmesi:** Belirli bir politikayı uygulamaya sokabilmek için bazı durumlarda yasal düzenlemelerin yapılması gerekmektedir. Bu süreçte geçen süreye bağlı olarak ortaya çıkan gecikmeye düzenleme gecikmesi denilmektedir. Faiz oranlarının düşürülmesi gibi para politikası uygulamalarında düzenleme gecikmesi sorunu pek fazla yaşanmamaktadır. Ancak maliye politikası uygulamaları açısından, yasal düzenlemelerin devreye sokulması sürecinde karşılaşılan bu gecikme oldukça önemlidir. Örneğin, vergilerin artırılmasına yönelik bir maliye politikasını uygulamaya sokmak için yasal düzenlemeler yapılması gerekecektir. Bu düzenlemelerin hayata geçirilebilmesi için kimi zaman bir yıla kadar varan sürelerle ihtiyaç duyulabilmektedir.
4. **Yürütme Gecikmesi:** Politika uygulayıcılarının yeni bir politika izlemeye karar vermeleri ile bu politika ile ilgili aracı uygulamaya sokmaları arasında geçen zamandır. Düzenleme gecikmesinde olduğu gibi yürütme gecikmesi de para politikası açısından daha az önemlidir. Merkez bankalarının bir karar almaları ile bu kararı uygulamaya koymaları arasında oldukça kısa bir zaman geçmektedir. Buna karşılık maliye politikası kararlarının uygulamaya

İç gecikme: Para politikasında bir değişikliğe ihtiyaç duyulduğu an ile merkez bankasının para politikasındaki değişikliği uygulamaya başladığı an arasında geçen zamandır.

Dış gecikme: Belli bir politikayı uygulamaya koyduktan sonra, bu politika kapsamında değişmesi beklenen hedef değişkenin etkilendiği zamana kadar geçen süredir.

konulması zaman alabilmektedir. Örneğin, kamu harcamalarının kısıtlanabilmesi için öncelikle kamu birimlerinin harcama alışkanlıklarının değişmesi gerekmektedir.

5. **Etkinlik Gecikmesi:** Bir politikanın uygulamaya konulmasıyla, ekonomi üzerinde etkilerinin ortaya çıkması arasında geçen zamanı ifade etmektedir.

Gecikme Sorunu ve Para Politikasının Etkisi

Genel hatlarıyla açıkladığımız gecikme sorunu merkez bankalarının ekonomiyi kontrol edebilme yeteneğini kısıtlamaktadır. Gecikme sorununun para politikası uygulamaları üzerinde yarattığı etkileri, şekil 7.3 ve 7.4 aracılığıyla iki örnek üzerinden açıklayalım.

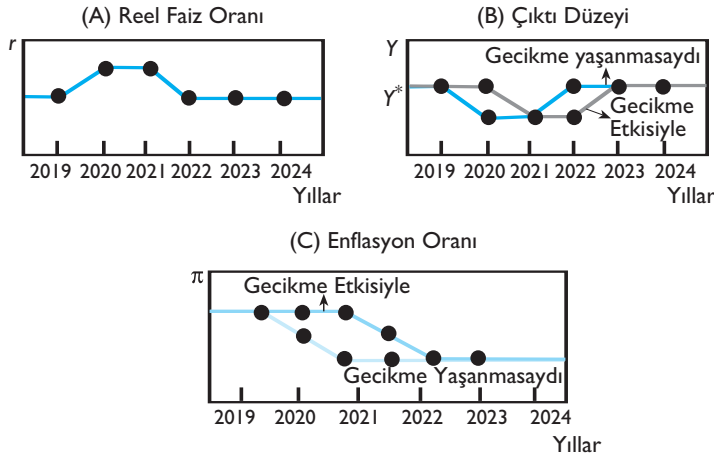
İlk örneğimizde (Şekil 7.3), merkez bankasının fiyat istikrarını sağlamak amacıyla yürüttüğü bir para politikasının çıktı ve enflasyon düzeyi üzerinde yaratacağı etki, hem gecikme sorununun var olduğu hem de bu sorunun olmadığı bir durum açısından incelenmiştir. Örneğimizde yer alan ekonomi, başlangıç aşamasında (örneğimizde başlangıç yılı 2019'dur) sabit bir enflasyon oranına sahiptir ve potansiyel üretim düzeyinde faaliyet göstermektedir. Böyle bir ekonomik ortamda, merkez bankasının enflasyon oranını aşağıya çekebilmek amacıyla politika faiz oranını arttırmaya karar verdiğini düşünelim. Merkez bankası politika faizinin başlangıç düzeyi ve faiz oranını arttırmakla başlayan faiz oranı değişiklikleri Şekil 7.3'ün A panelinde görülmektedir. Şekle göre, merkez bankası 2020 yılında enflasyon oranını aşağıya çekmek için faiz oranlarını yükseltmiş, 2021 yılında faizi 2020 yılındaki gibi yüksek seviyesinde tutmaya devam etmiş ve ardından 2022'de faiz oranlarını tekrar başlangıç düzeyine çekmiştir. Şekil 7.3'ün B ve C panelinde gecikme sorunun olduğu ve olmadığı iki farklı durumda bu politikanın çıktı ve enflasyon düzeyi üzerinde yarattığı etkiler gösterilmiştir.

Ekonomide gecikme sorununun yaşanmaması durumunda faiz oranlarındaki yükseliş aynı zaman dönemi içerisinde ekonomideki toplam harcamaları azaltacak ve 2020 yılında toplam harcamalardaki azalmanın etkisiyle toplam talep ve çıktı düzeyi düşecektir. Ancak gecikme sorununun varlığı faiz oranlarındaki artışın toplam harcamalar üzerinde ancak bir sene sonra etkili olmasına sebep olmaktadır. Çünkü ekonomik birimler toplam harcama kararlarını bir sene önceki faiz oranlarına bağlı olarak vermektedir. Şekil 7.3'ün B panelinde gösterildiği gibi, gecikme sorununun varlığı sebebiyle ekonomideki çıktı düzeyindeki değişim ancak, faiz oranlarının yükseltildiği 2020 yılından bir sene sonra gerçekleşmektedir. 2021 yılında yüksek tutulan faiz oranları ise etkisini faizin başlangıç düzeyine çekilmiş olduğu 2022 yılında göstermektedir.

Şekil 7.3'ün C panelinde, para politikası uygulamasında yaşanan değişimin enflasyon üzerindeki etkileri gösterilmektedir. Gecikmenin yaşanmadığı bir ekonomik ortamda enflasyon, çıktı düzeyi potansiyel çıktı düzeyinin altına indiği zaman düşme eğilimine girerken, gecikme sorununun var olması durumunda enflasyon oranı çıktı düzeyindeki azalmadan ancak bir yıl sonra düşmeye başlamaktadır. Özet olarak, enflasyon oranını düşürmek için 2020 yılında sıkı para politikası uygulaması ile faiz oranlarını yükselten bir merkez bankası, gecikme sorununun yaşanmaması durumunda amacına 2021 yılında ulaşırken, gecikme sorunuyla birlikte amacına ancak 2023 yılında ulaşabilmektedir.



Şekil 7.3

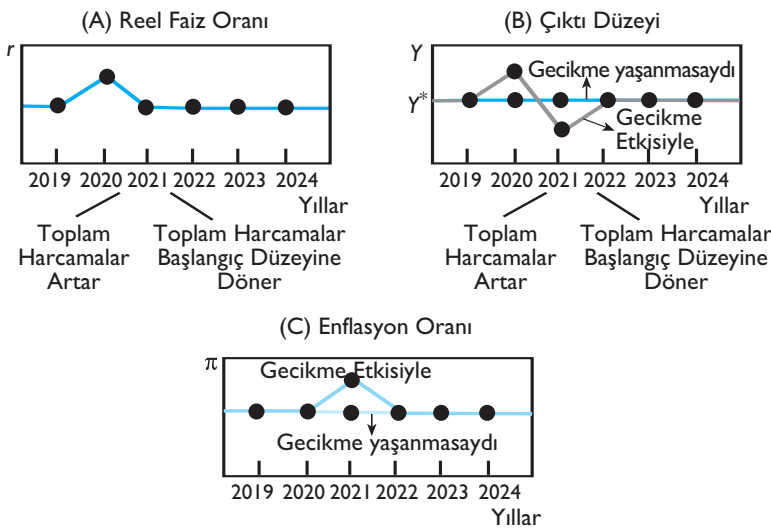


Gecikme Sorunu ve Merkez Bankasının Fiyat İstikrarı Hedefi

Kaynak: Ball, L. (2011). *Money, Banking and Financial Markets*, Worth Publisher. s.410

İkinci örneğimizde bir talep şoku karşısında merkez bankasının verdiği tepkinin etkileri gösterilmeye çalışılmaktadır. Ekonomide pozitif bir talep şokunun yaşandığını ve toplam talepteki artışa bağlı olarak üretimin potansiyel düzeyinin üzerine çıktığını ve ekonomi üzerinde enflasyonist bir baskının hissedildiğini varsayalım. Gecikme sorununun yaşanmaması durumunda, bu sorunu tespit eden bir merkez bankası aynı anda faiz oranlarını yükseltecek ve talep şokuna bağlı olarak çıktı düzeyinin artması ihtimalini, yaşanmadan ortadan kaldıracaktır. Çıktı düzeyinde bir değişiklik olmaması durumunda ise enflasyon oranı da istikrarlı bir şekilde seyredecektir. Buna karşılık gecikme sorununun varlığı, merkez bankasının talep şokunun yarattığı etkilere karşı zamanında bir politika geliştirebilmesine engel olacaktır. Şimdi verdiğimiz bu örneği Şekil 7.4 üzerinde daha detaylı olarak açıklayalım.

Şekil 7.4



Gecikme Sorunu ve Merkez Bankasının Üretim İstikrarı Hedefi

Kaynak: Ball, L. (2011). *Money, Banking and Financial Markets*, Worth Publisher. s.412

Bu örneğimizde de başlangıç aşamasında (2019 yılı), ekonominin sabit bir enflasyon oranına sahip olduğunu ve potansiyel üretim seviyesinde faaliyet gösterdiğini kabul edelim. Buna karşın 2020 yılında yaşanan geçici bir pozitif talep şoku (terörle mücadeleye bağlı olarak hükümetin kamu harcamalarını geçici olarak arttırması gibi) bağlı olarak toplam harcamalarda bir artış yaşandığını düşünelim. Merkez bankasının toplam harcamalarda meydana gelen geçici artışa karşı önlem alması durumunda ortaya çıkacak sonuçları Şekil 7.4 aracılığıyla gösterelim. Toplam harcamalardaki artışa bağlı olarak merkez bankası faiz oranlarını arttıracak, toplam harcamalar başlangıç düzeyine geri döndükten sonra da merkez bankası faiz oranlarını başlangıç düzeyine geri çekecektir. Şeklin (B) panelinde para politikasının toplam harcamalardaki artışa karşı geliştirdiği tepkinin, çıktı düzeyi üzerindeki etkileri gösterilmektedir. Gecikme sorunu yaşanmasaydı merkez bankasının faiz oranlarını yükseltmesi, toplam harcamalardaki artışın etkilerini sıfırlayacak ve üretimde bir dalgalanma yaşanmadan bu süreç atlatılacaktır. Bu durumun doğal bir sonucu olarak enflasyon oranındaki istikrar da bozulmayacaktır. Ancak gecikme sorunun varlığı para politikasının hemen etki göstermesine engel olacağından 2020 yılında toplam harcamalardaki artışa bağlı olarak çıktı düzeyi potansiyel düzeyinin üzerine çıkacak ve 2020 yılındaki bu yükseliş bir sonraki sene enflasyonu yükseltecektir. Faiz oranlarındaki artış gecikme sorununa bağlı olarak ekonomi üzerinde 2021 yılında etkilerini gösterecek ancak talep şokunun geçici olmasına bağlı olarak 2021 yılında toplam harcamalar normal seviyesine dönmüş olacaktır. Bu ise çıktı düzeyinin potansiyel düzeyinin altına inmesine sebep olacaktır. 2020 yılındaki çıktı artışı 2021 yılında enflasyonu yükseltecek, 2021 yılındaki daralma ise enflasyonu 2022'de başlangıç düzeyine geri çekecektir.

Yukarıda verdiğimiz iki örnek yardımıyla açıklamaya çalıştığımız gecikme sorunu, para politikası yürütücülerinin amaçlarına ulaşmak için kullandıkları araçların güçlerini kısıtlamaktadır. Gecikme sorunu para politikasının yürütülmesi konusunda öne çıkan iki görüşü de yakından ilgilendirmektedir. Bunlardan birincisi, para politikasının duruma göre yürütülmesini savunan *aktivist politika* görüşüdür. Aktivist politika görüşünü savunanların başında Keynesyen iktisatçılar gelmektedir. Bu görüşü savunanlara göre ücret ve fiyat uyarlamasına bağlı olarak ekonominin kendi kendini düzelten mekanizması yavaş çalışmaktadır. Bu sebeple ekonominin genelinde talep şoku gibi bir sorun yaşandığında, politika yürütücülerinin aktif ve duruma göre politika izlemeleri gerekmektedir. Aynı zamanda bu görüş devletin ekonomiye müdahalesinin de gerekli olduğunu savunmaktadır. İkinci görüş ise para politikasının belirli bir kurala göre yürütülmesi gerektiğini savunan *aktivist olmayan politika* görüşüdür. Bu görüşün taraftarları ücretlerin ve fiyatların esnek olduğunu ve ekonominin kendiliğinden hızlı bir şekilde dengeye gelebileceğini savunurlar. Devletin ekonomide yaşanan şoklara müdahale etmesi, sorunu çözmek yerine daha da kötüleştirebilecektir.

Gecikme sorunun varlığı para politikasının etkinliğini kısıtlarken aynı zamanda aktivist olmayan politikayı savunanların görüşlerini destekler. Bu görüşü savunanlar ekonominin kendiliğinden hızlı bir şekilde dengeye geldiğini savunurlar. Buna ek olarak, politika uygulamalarının doğasında var olan gecikme sorunu sebebiyle aktivist politikalar, yaşan şoklara son derece yavaş tepki verebilecektir. Bu sebeple politika uygulamalarının kesinlikle önceden belirlenmiş bir kural kapsamında yürütülmesi ve bu politika kuralının ekonomide yaşanan şoklar karşısında değiştirilmemesi gerektiği savunulmaktadır.

Özet



Para politikasının kısa vadeli referans faiz oranı ile piyasa faiz oranları arasındaki ilişkiyi ifade edebilmek

Para politikasının nihai amacı millî gelir, istihdam ve fiyatlar genel düzeyi için belirlenen hedeflere ulaşmaktır. Ancak para politikası araçlarının bu makroekonomik değişkenler üzerindeki etkisi dolaylı bir şekilde olmaktadır. Para politikası yapıcılar, kısa dönemli faizleri doğrudan etkileme gücüne sahipken, orta ve uzun dönemli faizler üzerinde böyle bir kontrole sahip değildir. Oysaki ekonomik birimlerin tüketim ve yatırım kararlarını almalarında ve dolayısıyla ülkenin reel ekonomik faaliyetlerinin etkilenmesi sürecinde etkili olan faiz oranları orta ve uzun dönemli faiz oranlarıdır. Para politikasının uzun dönemli faizleri nasıl etkilediğini görebilmek için öncelikle kısa dönemli faizler ile uzun dönemli faizler arasındaki ilişkiyi iyi anlamak gerekmektedir. Kısa ve uzun dönemli faiz oranları arasındaki ilişkiyi faiz oranlarının vade yapısını kullanarak açıklarız. Ünitimizde bu ilişki bekleyişler hipotezi kullanılarak açıklanmıştır. Para politikası faiz kararlarının uzun dönemli faiz oranları üzerindeki doğrudan etkisi gerçekten küçüktür. Ancak gerçek hayatta bu etkinin çok daha büyük olduğu bilinmektedir. Politika faiz oranı, gelecek dönemlerde beklenen faiz oranları üzerinde yarattığı dolaylı etki yani bekleyişler aracılığıyla uzun dönemli faizleri etkilemektedir.



Para politikasının ekonomiye etkilemesine aracılık eden kanalları açıklayabilmek

Merkez bankalarının para politikası uygulamaları sonucunda finansal piyasalar üzerinde bir etkiyle başlayan ve daha sonra harcamalar, üretim ve istihdamda değişiklikler yoluyla çalışan, fiyat düzeyi ve daha özellikle olarak enflasyon üzerinde bir etkiyle sonlanan, bir dizi etki ortaya çıkmaktadır. İktisatçılar bu gelişmeler zincirine “parasal aktarım mekanizması” adını vermektedir. Para politikası uygulamalarının reel ekonomi üzerinde etkili oluş sürecinde temel olarak üç aşamadan bahsedebiliriz. Merkez bankası kısa vadeli nominal faiz oranlarında yaptığı değişikliklerin faizler genel düzeyi, kredi piyasası, varlık

fiyatları ve bekleyişler üzerinde yarattığı etki, aktarım mekanizmasının ilk adımıdır. Bu aşamada, faizlerdeki değişiklikler varlık fiyatlarına, döviz kuruna ve kredi koşullarına yansımak suretiyle öncelikle finansal piyasaları etkilemektedir. İkinci aşamada finansal piyasalardaki değişiklikler ekonomik birimlerin harcamalarını etkileyecek ve ekonomide toplam talep düzeyi değişecektir. Üçüncü aşamada ise toplam harcamalardaki bu değişimler yurt içi enflasyon beklentisini, üretimi ve fiyatlar genel düzeyini etkilemektedir.



Para politikasının yürütülmesinde ortaya çıkan gecikme sorununu tanımlayabilmek

Para politikası uygulamalarının ekonomiye aktarımı belirli bir süre almaktadır. Faiz oranlarının toplam harcamaları etkilemesi ve buna bağlı olarak enflasyon oranının kontrol altında tutulması zaman gerektiren bir süreçtir. Politika uygulamaları sürecinde ortaya çıkan gecikme sorununu genel olarak iç gecikme ve dış gecikme olmak üzere iki tür altında özetleyebiliriz. İç gecikme, ekonomide yaşanan gelişmelere bağlı olarak takip edilmekte olan para politikasında bir değişikliğe ihtiyaç duyulduğu an ile merkez bankasının para politikasındaki değişikliği uygulamaya başladığı an arasında geçen zamandır. Dış gecikme ise belli bir politikayı uygulamaya soktuktan sonra, bu politika kapsamında değişmesi beklenen hedef değişkenin etkilendiği zamana kadar geçen süredir. Para politikasının uygulanmaya başladığı zamandan sonraki bütün gecikmeler dış gecikme olarak kabul edilir. Genel olarak para otoriteleri para politikasında bir değişiklik ihtiyacını hızlı bir şekilde teşhis ederler. Gecikme sorunu ile temel olarak kastedilen, dış gecikmenin varlığı ve bu sürenin uzunluğudur. Para politikası kararlarının ekonomiye aktarımı başlığın-dan hatırlayabileceğimiz gibi para politikası uygulamasında yapılan bir değişiklik öncelikle finansal piyasalar üzerinde etkili olmakta ve ardından finansal piyasalar aracılığıyla ekonominin geneline yayılmaktadır.

Kendimizi Sınayalım

1. Aşağıdakilerden hangisi para politikası yapıcılarının doğrudan etkileme gücüne sahip olduğu faizler arasında yer almaktadır?

- a. Tahvil faiz oranları
- b. Reeskont Oranı
- c. Konut kredisi faiz oranı
- d. Gecelik faiz oranı
- e. Mevduat faiz oranı

2. Aşağıdakilerden hangisi Taylor kuralında politika referans faiz oranının belirlenmesinde rol oynayan faktörlerden birisi **değildir**?

- a. Gerçekleşen enflasyon oranı
- b. Toplam harcama düzeyi
- c. Enflasyon açığı
- d. Denge reel faiz oranı
- e. Üretim açığı

3. Aşağıdaki durumlardan hangisinde Taylor kuralına bağlı olarak, merkez bankasının politika faiz oranını artırması gerektiğini söyleyebiliriz?

- a. Gerçekleşen enflasyon ve çıktı düzeyinin hedeflenenin üstünde olması durumunda
- b. Gerçekleşen enflasyon ve çıktı düzeyinin hedeflenen düzeylerin altında olması durumunda
- c. Gerçekleşen enflasyonunun hedeflenen düzeyde ve çıktı düzeyinin hedeflenenin altında olması durumunda
- d. Gerçekleşen enflasyonunun hedeflenenin altında ve çıktı düzeyinin hedeflenenin üstünde olması durumunda
- e. Gerçekleşen enflasyon ve çıktı düzeyinin hedeflenene eşit olması durumunda

4. Aşağıdakilerden hangisi finansal piyasalarda işlem gören varlık fiyatlarında meydana gelen artışların yarattığı etkilerden birisi **değildir**?

- a. Varlık fiyatlarındaki artışlar toplam harcamaları azaltır.
- b. Varlık fiyatlarındaki artışa bağlı olarak ekonomik birimlerin servetleri artar.
- c. Varlık fiyatlarındaki artışlar firmaların yeni finansman kaynaklarına ulaşımını kolaylaştırır.
- d. Varlık fiyatlarındaki artışlar firmaların net değerini arttırır.
- e. Varlık fiyatlarındaki artışlar tüketim ve yatırım kararları üzerinde etkilidir.

5. Aşağıdakilerden hangisi kredi daralmasının sebeplerinden birisi **değildir**?

- a. Banka sermayelerinde yaşanan daralmalar
- b. Başarısız mevduat kurumlarının faaliyetlerine devam edememesi
- c. Banka denetimini üstlenen kurulun katı uygulamaları
- d. Para otoritesinin zorunlu rezerv oranını düşürmesi
- e. Bankacılık sektörünün kredi standartlarında yaşanan değişimler

6. Aşağıdakilerden hangisi varlık fiyatları aracılığıyla para politikasının ekonomiye aktarılması sürecinde, para politikası kararlarının yatırımlar üzerindeki etkisine aracılık yapmaktadır?

- a. Tahvil fiyatları
- b. Bono fiyatları
- c. Döviz kuru
- d. Hisse senedi fiyatları
- e. Nakit akımları

7. Bir politikanın uygulamaya konulmasıyla, ekonomi üzerinde etkilerinin ortaya çıkması arasında geçen zamana bağlı olarak ortaya çıkan gecikme türü aşağıdakilerden hangisidir?

- a. Veri gecikmesi,
- b. Teşhis gecikmesi,
- c. Düzenleme gecikmesi,
- d. Yürütme gecikmesi,
- e. Etkinlik gecikmesi,

8. Politika uygulayıcılarının yeni bir politika izlemeye karar vermeleri ile bu politika ile ilgili aracı uygulamaya sokmaları arasında geçen zamana bağlı olarak ortaya çıkan gecikme türü aşağıdakilerden hangisidir?

- a. Veri gecikmesi,
- b. Teşhis gecikmesi,
- c. Düzenleme gecikmesi,
- d. Yürütme gecikmesi,
- e. Etkinlik gecikmesi,

Yaşamın İçinden

9. Aşağıdakilerden hangisi para politikasının yürütülmesi aşamasında ortaya çıkan dış gecikmenin kapsamında kabul edilir?

- a. Veri gecikmesi,
- b. Teşhis gecikmesi,
- c. Değerlendirme gecikmesi,
- d. Düzenleme gecikmesi,
- e. Etkinlik gecikmesi

10. Aşağıdakilerden hangisi para politikasının yürütülmesinde *aktivist politikayı* savunanların görüşlerinden biri **değildir**?

- a. Ücret ve fiyatlar yapışkandır.
- b. Ücret ve fiyat uyarlamasına bağlı olarak ekonominin kendi kendini düzelten mekanizması yavaş çalışmaktadır.
- c. Para politikasının belirli bir kurala göre yürütülmesi gerekmektedir.
- d. Ekonomide yaşanan bir şoka karşı politika yürütücülerinin aktif politika geliştirmeleri gerekir.
- e. Devletin ekonomiye medahalesi gereklidir.

Türkiye’de Kısa ve Uzun Vadeli Faizler Arasındaki İlişkinin Varlığı

TCMB’de yapılan bir çalışmada Türkiye’de kısa ve uzun vadeli faizler arasında bir ilişkinin var olup olmadığı araştırılmıştır. Duygu Güneş İnal tarafından yapılan bu çalışmada Temmuz 2001 - Mart 2006 tarihleri arasındaki dönemde TCMB faiz kararları ile piyasa faizleri arasındaki ilişki test edilmiştir. Bu amaçla, söz konusu dönemde TCMB tarafından gerçekleştirilen 37 faiz değişikliği için olay incelemesi yapılmıştır. Her faiz kararı piyasa tabanlı ölçümler kullanılarak, piyasa tarafından beklenen ve sürpriz kısımlarına ayrıştırılmıştır. Bu ayırım işlemi için faiz kararlarının verildiği tarihler itibarıyla işlem gören en kısa vadeli (ortalama vade 12 gün) iskontolu Devlet İç Borçlanma senetleri (DİBS) faizleri kullanılmıştır. Böylece, para politikası sürprizleri ile piyasa faizleri arasındaki ilişki tahmin edilmeye çalışılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, politika sürprizleri ile vadesine yaklaşık 3, 6 ve 12 ay kalmış olan DİBS faizleri arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu görülmüştür. Ayrıca, ampirik testler sonucunda elde edilen bulguların bekleyişler hipotezi ile uyumlu olduğu sonucuna varılmıştır. Bu bulgulara göre piyasa faizlerinin TCMB faiz kararlarının beklenen kısmına verdikleri tepki küçük buna karşılık sürpriz kısmına verdikleri tepki daha kuvvetli ve anlamlıdır. Bu çalışmada ulaşılan bir diğer sonuç ise faizinin vadesi uzadıkça para politikası sürprizlerine verilen tepkinin küçüldüğüdür. Araştırmanın bulgularına göre, TCMB faizi sürpriz bir şekilde 100 baz puan arttığında, 3 aylık iskontolu DİBS faizleri 68 baz puan artarken, 6 aylık DİBS faizleri 64 baz puan ve 12 aylık DİBS faizleri ise 63 baz puan artmıştır.

Bu çalışma bize, TCMB faiz oranı ile piyasa faiz oranları arasında belirgin bir ilişkinin olduğunu ve özellikle 2001 yılında yaşanan krizin ardından kararlı bir şekilde uygulanan para ve maliye politikaları neticesinde ileriye yönelik belirsizliklerin azalması ve güven ortamının sağlanmasıyla birlikte TCMB faiz kararlarının para politikasının ekonomiye aktarımı içerisindeki etkinliğinin giderek arttığı göstermektedir.

Kaynak: Duygu Güneş Önal’ın “Türkiye’de Para Politikası Faiz Kararlarının Uzun Dönemli Faizler Üzerindeki Etkileri” TCMB uzmanlık tezi.

Okuma Parçası



HABERTÜRK Gazetesi

Ercan Kumcu

ekumcu@htgazete.com.tr

Kurallar değiştirilmek üzere konduğunda

05 Mart 2012 Pazartesi,

Parayı para yapan en önemli unsurlardan biri “parayı piyasalara arz etmenin kurallarıdır”. Ekonomik birimler “paranın arz kuralları” çerçevesinde ilerideki dönemlerde nasıl ve hangi şartlarda para arzının değişebileceğine bakıp çeşitli ekonomik büyüklükler konusunda beklentilerini oluştururlar.

Parayı arz etme kurallarının duruma göre değiştirilebildiği bir ekonomide ekonomik birimlerin beklentileri etrafındaki hata payı yükseldiğinden para politikasının etkinliği azalır. Enflasyon yaratma görelisi olarak daha kolay olur.

Avrupa Merkez Bankası (ECB), kuruluşunda tespit edilen “para arzı kuralları” kitabını rafa kaldırdı. Bazı kuralları değiştirdi. Belki buna mecburdu denebilir. ECB mecburdu ya da değildi, ama Euro bu şekilde çok büyük yara aldı.

PARA ARZI KURALLARI

“Para arzı kuralları” terimi açıklamaya muhtaç. Para otoritesinin devlete borç vermemesinin yasayla güvenceye alınması bir para arzı kuralıdır. Ekonomik birimler açısından böyle bir kural para politikası ile maliye politikasının birbirinden ayrıldığı anlamına gelir. Paranın istikrarının önceliği olduğu anlaşılır. ECB bu kuralı bozdu. Kuruluşunda, para politikasının gerekleri (para arzını kontrol etmek) dışında, hiçbir üye devletin bonosunu alamayacağı karara bağlanmışken, ECB son iki yıldır piyasalardan borçlanamayan üye devletlerin bonolarını almaya başladı. Para arzı kurallarının biri rafa kalkmış oldu.

Bilançosunun sağlamlığını korumaya yönelik olarak kuruluşunda, “ECB, kredi notu A ve üzeri olan üye ülkelerin bonolarını teminat kabul ederek bankalara borç verebilir” dendi. Önce Yunanistan, sonra İrlanda ve Portekiz A olan kredi notlarını kaybettiler. ECB de kuralını değiştirip temerrüde düşene kadar bu ülkelerin bonolarını teminat olarak kabul etme kararı aldı.

Üç kredi derecelendirme kuruluşundan ikisinin aynı derecedeki notu ECB için ölçüttü. Geçenlerde Yunanistan’ın kredi notu iki derecelendirme kuruluşu tarafından “D” düzeyine (seçici temerrüt) indirildi. ECB önümüzdeki günlerde bu kuralı da değiştirip ara dönemde Yunanistan Merkez Bankası yoluyla daha sonra da kendisi Yunanistan bonolarını teminat olarak kabul etmeye devam edecek.

Para arzı kuralları duruma göre değiştirilebildiğinde, aslında para arzı kuralı yok demekle aynı anlama geliyor. Kuralları olmadan ya da kuralları muğlak olarak basılan para er ay da geç enflasyon yaratır. ECB bu riski yarattı.

ÖRNEKLER

İki sert faul yaptıktan sonra iki sarı kart gören futbolcu kırmızı kartla oyundan atılır. Bu, oyunun kuralıdır. Diyelim ki, maçın ikinci yarısında bu kural değiştirilip “Dört sarı kart aldığında bir oyuncu kırmızı kartla oyundan atılır” dendi. Maçın ikinci yarısında sert faullerin sayısı artmaz mı? Para arzı kuralları da işte böyle bir şey. Kurallar değişirse, oyuncuların tepkisi de değişir.

1989 yılında bir protokol yapıp Hazine’nin Merkez Bankası’ndan kullandığı kredi miktarına bir üst limit getirildi. İki yıla yakın bu kurala uyuldu. Ama, zamanın hükümeti bu kuralı yasaya monte etmeye yanaşmadı. O dönemde enflasyon yüzde 60’lardan yüzde 42’ye kadar indi, ama daha fazla inmedi. Çünkü, kuralın kalıcılığı hakkında belirsizlik vardı. Kural ekonomik birimler gözünde inandırıcı olamadı. Nitekim, daha sonraki hükümetler protokolü yok sayıp borçlanmayı artırdılar. Enflasyon da yine yüzde 60’lara çıktı.

Para arzı kuralları ne derece sıkı ve inandırıcıysa, kurallar çerçevesinde para politikasının esnekliği o denli çok olur. ECB şimdi kolayca değiştirilebilen kurallar içinde esnekliği giderek daralan bir para politikası uygulaması içine girdi.

Kendimizi Sınavalım Yanıt Anahtarı

1. d Yanıtınız yanlış ise “Para Politikası ve Faiz Oranlarının Vade Yapısı” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
2. b Yanıtınız yanlış ise “Para Politikası Kuralı” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
3. a Yanıtınız yanlış ise “Para Politikası Kuralı” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
4. a Yanıtınız yanlış ise “Finansal Piyasalarda İşlem Gören Varlık Fiyatlarındaki Değişmeler” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
5. d Yanıtınız yanlış ise “Bankaların Kredi Politikalarındaki Değişmeler” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
6. d Yanıtınız yanlış ise “Para Politikası Kararlarının Ekonomiye Aktarımı” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
7. e Yanıtınız yanlış ise “Gecikme Sorunu ve Para Politikası Etkisi” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
8. d Yanıtınız yanlış ise “Gecikme Sorunu ve Para Politikası Etkisi” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
9. e Yanıtınız yanlış ise “Gecikme Sorunu ve Para Politikası Etkisi” konusunu yeniden gözden geçiriniz.
10. c Yanıtınız yanlış ise “Gecikme Sorunu ve Para Politikasının Etkisi” konusunu yeniden gözden geçiriniz.

Sıra Sizde Yanıt Anahtarı

Sıra Sizde 1

Bekleyişler teorisine göre piyasa katılımcılarının faiz oranlarının arttırılacağı yönündeki beklentisi, uzun dönemli faiz oranlarının artmasına sebep olacaktır. Merkez bankasının beklenmedik bir şekilde politika faiz oranlarını sabit tutması uzun dönemli faizlerin artacağı yönündeki beklentinin bozulmasına yol açacaktır. Bu sebeple uzun dönemli faiz oranlarında bir düşüş gözlenecektir. Bir başka ifadeyle merkez bankası beklentilerden farklı olarak faiz oranlarını sabit tutarak uzun dönemli faizlerin düşmesini sağlamış olacaktır.

Sıra Sizde 2

Bir ekonomide toplam harcamaların dört bileşeni bulunmaktadır: Tüketim (C), yatırım (I), kamu harcamaları (G), net ihracat (NX). Bu dört harcama bileşeninin toplamı ekonomideki toplam harcamalar (AE) düzeyini göstermektedir. Finansal piyasalarda işlem gören varlıkların fiyatlarının artması servet etkisi yaratacaktır. Servetleri artan bireyler daha fazla tüketim harcamasında bulunacak ve toplam harcama düzeyi yükselecektir. Finansal piyasalarda işlem gören varlıkların fiyatlarındaki artış firmaların finansal piyasalarda varlık ihraç ederek yatırımlarını finanse etme olanağını arttıracaktır. Aynı zamanda firmaların net değeri de yükselecek ve bankaların kullandığı kredi miktarı artacaktır. Bütün bu faktörlerin bir araya gelmesiyle de yatırımlar ve dolayısıyla toplam harcamalar artacaktır. Benzer bir etki konut fiyatlarının artmasında da gözlenecektir. Konut fiyatlarındaki artış ekonomik birimlerin servetlerini arttıracak ve tüketim artacaktır. Bunun yanı sıra konut fiyatlarındaki artış, ekonomik birimlerin bankalara teminat olarak gösterebilecekleri varlıkların değerini arttıracak ve daha fazla kredi kullanımını olanaklı kılacaktır. Yalnız, bu krediler daha ziyade hanehalkı düzeyinde kalacağı için yatırımlar üzerinde finansal piyasalarda işlem gören varlıkların fiyat artışlarına eş değer bir etki yaratmayacaktır.

Yararlanılan Kaynaklar

- Ball, L. (2011). **Money, Banking and Financial Markets**, Worth Publisher.
- Cecchetti, S. G. ve K.Schoenholtz. (2011). **Money, Banking and Financial Markets**, McGraw-Hill Irwin.
- Çavuşoğlu, F. (2010) **Para Politikası Faiz Oranlarından Mevduat ve Kredi faiz Oranlarına Geçişkenlik: Türkiye Örneği**, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi.
- Hubbard, R ve A. P. O'Brien. (2012). **Money Banking and the Financial System**, New York, Addison Wesley.
- İşcan, A. (2003). **Banka Kredilerindeki Daralmanın Ekonomik Etkileri ve Krizlerdeki Gelişimi** Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi.
- Kadioğlu, F. (2006). **Parasal Aktarım Mekanizması: Türkiye Örneğinin Yapısal Model Çerçevesinde Analizi**, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Ve Para Politikası Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi.
- Kasapoğlu, Ö. (2007). **"Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama"** Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi.
- Kaytancı, B. G. (2008) **Para Politikası Kurallarının Teorik Analizi: Bazı Basit Kuralların İncelenmesi**, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi, İİBF Dergisi, Sayı 3, s. 11-25.
- Mishkin, F.S. (2012). **Money, Banking and Financial Markets**, New York, Addison Wesley, 10th Edition.
- Önal, D. G. (2006)., Tutar, E. (2005). **Enflasyon Hedeflemesinin Önkoşulları: Türkiye'de Para Politikası Araçları ile Enflasyon Arasındaki İlişkinin İncelenmesi**, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi.
- Özatay, F. (2011). **Parasal İktisat, Kuram ve Politika**, Ankara, Efil Yayınevi.
- Özatay, F. (2012). **Para Politikasında Yeni Arayışlar**, İktisat İşletme ve Finans, 27, 315, 51-75.
- Şahin, B. C. (2011) **Para Politikası Kararlarının Hisse senedi Piyasası Üzerine Etkisi: Türkiye Uygulaması**, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi.
- Şıklar, İ. (2004). **Para Teorisi ve Politikası**, Anadolu Üniversitesi, Açıköğretim Fakültesi Yayınları.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, (2006). Enflasyon Hedeflemesi Rejimi.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, (2007), Enflasyon Raporu 2007-IV.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, (2008), Enflasyon Raporu 2008-II.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, (2009), 2010 Yılında Para ve Kur Politikası.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, (2010), Para Politikası Çıkış Stratejisi Raporu.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, (2011), Enflasyon Raporu 2011-I.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, (2011), Basın Duyurusu, Sayı: 2011-12.
- Yıldırım, K., D. Karaman ve M. Taşdemir (2009). **"Makro Ekonomi"** Seçkin Yayıncılık.

8

Amaçlarımız

Bu üniteyi tamamladıktan sonra;

- Finansal krizlerin ne olduğunu açıklayabilecek ve finansal krizlerin ekonomiyi nasıl etkilediklerini tartışabilecek,
- Finansal krizlerin ülkeler arasında nasıl yayıldığını açıklayabilecek,
- Finansal krizlere karşı alınan politika önlemlerini açıklayabilecek bilgi ve becerileri kazanabileceksiniz.

Anahtar Kavramlar

- Finansal Kriz
- Döviz Krizi
- Bankacılık Krizi
- Finansal Bulaşma
- Varlık Balonları
- Son Durak Borç Mercii
- Mevduat Sigortası
- Finansal Balonlar
- Likidite Yetmezliği
- Bilanço Uyumsuzluğu
- Finansal Liberalizasyon
- 1997 Asya Krizi
- 2007-2009 Küresel Kriz

İçindekiler



Finansal Krizler ve Para Politikası

GİRİŞ

Finansal sistemin temel işlevini fon fazlasına sahip olan tasarruf sahipleri ile fon ihtiyacı içerisinde olan yatırımcılar arasında fon aktarımını kolaylaştırmak olarak tanımlamıştık. Finansal sistemin farklı sebeplerle işleyişinin bozulması ve ödünç alanlar ile ödünç verenler arasındaki bu fon akımının sürdürülememesi durumunu **finansal kriz** olarak tanımlayabiliriz. **Finansal kriz** kavramı finansal kurumların bir kısmının faaliyetlerini sürdüremeyecek duruma geldiği ve hisse senedi veya döviz kuru gibi varlık fiyatlarının değerlerini önemli ölçüde yitirdikleri geniş bir olaylar zincirini tanımlar. Finansal sistem içerisinde krizlerin yaşanması yeni bir olgu değildir. Finansal krizlerin tarihini 18. yüzyılda İngiltere’de yaşanan Güney Denizi Şirketi (South Sea Company) hisse fiyatlarında ortaya çıkan balonun patlamasına kadar geriye götürebiliriz. 19. yüzyıl boyunca ve 20. yüzyılın başlarında birçok finansal kriz yaşanmıştır. Bu krizler ağırlıklı olarak banka panikleri kaynaklı bankacılık krizleri olarak karşımıza çıkmaktadır. Bunun dışında, finansal balonların patlaması, bir ülkenin para biriminin önemli ölçüde değer kaybetmesi, devletlerin borçlarını ödemeyecek duruma gelmeleri gibi iktisadi olgular da finansal kriz kapsamında değerlendirilir.

Finansal krizler, finansal sistem ve reel ekonomi üzerinde yarattıkları değişik etkileriyle oldukça karmaşık olaylardır. Bu karmaşık yapıyı iyi anlayabilmek için finansal piyasaların işleyişini, bankacılık sisteminin yapısını, reel ekonominin temel özelliklerini ve merkez bankalarının politika uygulamalarını iyi bilmemiz gerekir. Para teorisi kitabından başlayarak kitabımızın bu ünitesine kadar yukarıda yer alan bu başlıkların ayrıntılı değerlendirmeleri yapılmıştır. Kitabımızın bu son ünitesinde bütün bu konuları bir araya getiren finansal krizleri açıklamaya çalışacağız. Bu kapsamda, öncelikle finansal krizler sırasında oluşan ortak hareketler incelenecektir. Ardından krizlerin ekonomi üzerinde yarattıkları etkiler ele alınacak ve finansal krizlerin türlerinin açıklanması ile ünitemiz devam edecektir.

FİNANSAL KRİZLER SIRASINDA GELİŞEN ORTAK OLAYLAR

Finansal krizler birbirlerine benzemezler, bununla birlikte görünüşteki yüzeysel farklılıklara bakarak bir ayırma gitmek de yanıltıcı olabilir. Krizlerin çoğunun merkezinde varlık fiyatlarında yaşanan önemli değer kayıpları, mali başarısızlıklar, likidite krizleri ve bir ülkede patlak veren krizin başka ülkelere yayılması gibi olaylar yer almaktadır.

Güney Denizi Balonu: 18. yüzyılda Güney Amerika’da faaliyet gösteren Britanya kökenli denizcilik şirketinin İspanya’nın Güney Amerika kolonilerinde tekel konumuna gelmesinin ardından şirketin hisse senedi aşırı değerlenmiştir. Bu değerlendirme 1720 yılında patlayan ve “Güney Denizi Balonu” olarak bilinen ekonomik balona sebep olmuştur.

Kriz süreçlerinde oluşan ortak hareketlerin iyi anlaşılması *krizin teşhis edilmesi, krize neden olan temel mekanizmanın tespiti, öngörülmesi ve çözümü* gibi konuların tespitinde fayda sağlamaktadır. Bu alt başlık içerisinde farklı finansal krizlerin yaşanması sürecinde meydana gelen ortak gelişmeler açıklanacak ardından krizlerin ekonominin geri kalanını nasıl etkilediği tartışılacaktır.

Varlık Fiyatlarında Düşüşler-Balonların Patlaması

Finansal krizler; hisse senedi, konut veya diğer varlıkların fiyatlarında meydana gelen önemli düşüşler tarafından tetiklenebilir. Birçok ekonomist bu durumu varlık fiyatlarında yaşanan balonun patlaması olarak yorumlamaktadır. Finansal krizlerin oluşumunda balonların oluşumunu ve ardından patlama sürecini anlamak önemlidir. Ekonomik birimler bir varlığın fiyatının yükseleceği beklentisine girmişlerse o varlığa yönelttikleri talepleri de artacaktır. Talep artışına bağlı olarak varlığın fiyatı artacak ve fiyat artışı ise fiyatın artmaya devam edeceği yönündeki beklentiyi arttıracaktır. Fiyat artışı beklentisinin devam etmesi ise tekrar talep üzerinde arttırıcı yönde bir etki yaratacaktır. Bu döngü neticesinde belirli bir dönemin sonunda o varlığın fiyatı temel değerinin üzerinde bir fiyat ile satılmaya başlanacaktır. İşte varlık fiyatlarının olağanın dışında aşırı değerlendirilmesi durumuna balon diyoruz.

Varlık fiyatlarının temel fiyattan sapmaları ile ölçülen balonların belirli bir dönemin ardından patlama olasılığı çok yüksektir. Ekonomik birimler zaman içerisinde ellerinde bulunan varlığın fiyatının çok fazla arttığından endişe etme durumuna gelir ve varlığı satmaya başlarlar. Varlığın satışının başlaması ile birlikte fiyatları da aşağıya doğru hareket eder ve bu durum o varlığın beklenen getirisi üzerine duyulan güvenin iyice sarsılmasına yol açarak daha fazla satışın olmasına sebep olur. Varlık fiyatlarındaki bu düşüş uzun bir süre devam edebileceği gibi bir gün içerisinde çöküş de yaşanabilir. Balonun patlaması her ne kadar piyasada yeterince tecrübesi olmayanlar için beklenmeyen bir durum olsa da daha önceden tamamiyle tahmin edilemeyen bir olgu değildir.

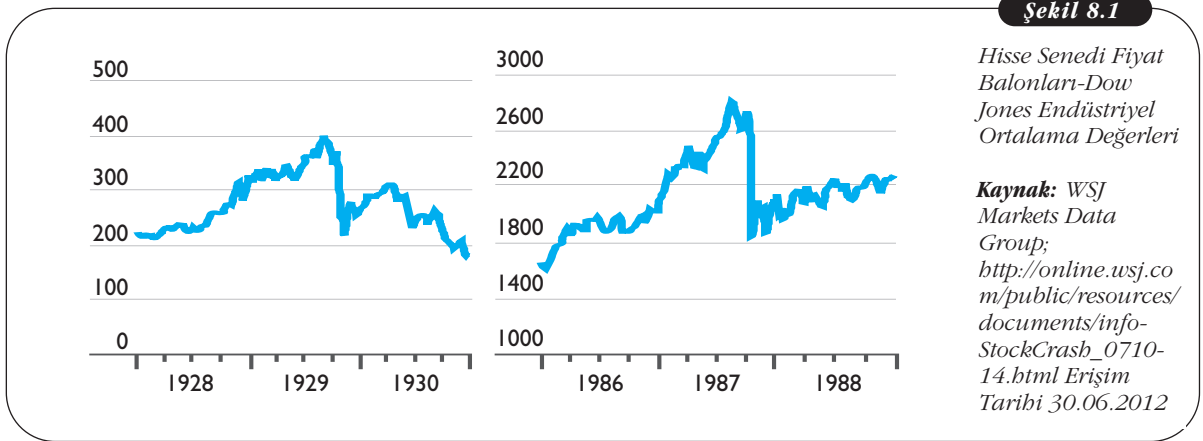
Balonların oluşumu ve temel özelliklerinin daha iyi anlaşılabilmesi amacıyla Şekil 8.1'de, tarih içerisinde hisse senedi piyasalarında oluşan pek çok balondan iki tanesi örnek olarak verilmiştir. Bunlardan birincisi, 1930 büyük bunalımının hemen öncesinde New York borsasında meydana gelen hisse senedi balonunu göstermektedir. İkincisi ise Kara Pazartesi olarak da bilinen yine New York Borsası'nda oluşan ve 19 Ekim 1987'de dünya piyasalarında hisse senedi değerlerinin büyük bir düşüş göstermesini takiben Dow Jones Endüstriyel Ortalaması'nın yüzde 22 değer kaybetmesi ile sonlanan balonu göstermektedir. Her iki grafikte de Dow Jones Endüstriyel ortalamasının ilgili dönemler içerisinde sergilediği değerler gösterilmektedir. Bu konuda bir diğer örnek ise yaşanan son küresel krizin açıklandığı bölümün altında verilen Şekil 8.3'de yer alan Amerikan konut piyasalarında oluşan balondur. Bu bölümde anlattığımız bilgilerin tamamı Şekil 8.3'de gösterdiğimiz konut piyasası örneği için de geçerlidir.

Şekil 8.1'de yer alan bu iki grafik bize balonların iki temel karakteristik özelliğini göstermektedir. Bunlardan birincisi, fiyat artışı ile talep arasındaki ilişki kendi kendini besleyen bir döngüyü içermektedir. Bir başka ifadeyle balonların oluşumu sürecinde fiyatlardaki artış talebi arttırmakta ve talep artışı da fiyatları arttırmaktadır. İkinci özellik ise fiyat artışları belli bir noktaya geldiği zaman çok keskin ve kalıcı fiyat düşüşleri gözlenmektedir. Örneğin, 1929 yılında 21-29 Ekim 1929 tarihleri arasındaki fark Dow Jones sanayi ortalaması 328'den 230'a düşerek çok kısa bir sürede neredeyse %30'a yakın değer kaybetmiştir. Bu süreçte 4.000 kadar banka

Varlık balonu: Varlıkların değerinin tarihsel olarak sergiledikleri ortalama değerlerden saparak aşırı değerlendirilmesidir.

Varlık balonları; konut, hisse senedi, altın gibi birçok farklı varlık piyasalarında ortaya çıkabilmektedir.

batmış ve endeksin 1929 yılında sergilediği değerlere geri dönebilmesi için 10 yıldan fazla süre geçmesi gerekmiştir. Benzer bir şekilde 1987 yılında Dow Jones Endüstriyel Ortalama değerinde sadece bir gün içerisinde %22 değer kaybı gözlenmiştir. Yine Şekil 8.1 ve 8.3'e bakarak farklı piyasalarda ve farklı zamanlarda ortaya çıkan varlık fiyatlarının şekillerinin birbirlerine benzediğini ve balonun bir kere patlamasıyla fiyatların başlangıç düzeylerine yakın bir seviyeye geri döndüğünü söyleyebiliriz.



Balonlar nasıl oluşmaktadır? Bu soruya cevap verebilmek için konuya ayrıntılı yaklaşmamız gerekmektedir. Balona yol açan döngü makroekonomik sisteme yönelik bir takım dışsal şokların ağırlık kazanmasıyla başlar. Bu şok ekonomide var olan sektörlerden en azından birinde önemli fırsatların ortaya çıkmasına yol açar. Tarih boyunca farklı sektörlerde yaşanan gelişmeler bu şoklara örnek olmuştur. 1990'lı yılların sonlarında ortaya çıkan internet teknolojisinin yarattığı fırsatlar veya yaşanan son küresel krizin temelini teşkil eden konut piyasasında meydana gelen gelişmeler bu şoklara örnek olarak gösterilebilir. Bu fırsatlar ekonominin en azından bir sektöründe kâr fırsatları yaratırken, bazı sektörlerdeki kâr etme olanağını ortadan kaldırırlar. Ekonomik birimler kârlı alanların avantajlarından yararlanıp, kârsız alanlardan çekilmenin yollarını aramaya başlarlar.

Balonun oluşmasına yol açan olaylar zincirinde patlama, toplam para arzını arttıran banka kredilerindeki bir genişleme tarafından beslenir. Banka kredileri aracılığıyla piyasada dolaşan para miktarının artması yeni kâr fırsatları sunan sektördeki varlıklara olan talebi de arttıracak, talep artışı ise varlık fiyatlarının daha da artması yönünde bir baskı oluşturacaktır. Fiyatlarda meydana gelen bu artış yeni yatırımcıların bu piyasaya olan ilgilerinin artmasına sebep olacaktır. Daha önce bu alanda yatırım deneyimi olmayan pek çok yeni yatırımcı, oluşan kâr fırsatından faydalanmak için piyasaya girmeye başlayacaktır. Bu yatırımcılar kendi varlıklarının yanı sıra banka kredilerini kullanarak da oluşan kâr fırsatından faydalanmak istemektedir. Talep gören varlığın fiyatı olması gerektiği seviyelerin çok üstüne çıkmaya başlar ve bu süreçte tecrübeli yatırımcılar yavaş yavaş piyasadan çekilirler.

Piyasaya yeni katılanlarla tecrübeli yatırımcıların piyasadan çekilmesi dengelendikçe piyasanın üzerinde kararsızlık hâkim olacaktır. Fiyatlardaki yükseliş duracak ve bazen az da olsa fiyat düşüşleri gözlenebilecektir. Bu sefer piyasada fiyatların düşeceği beklentisi artmaya başlayacak ve piyasa katılımcıları varlıklarını nakde çevirmeye başlayacaklardır. Likiditeye hücum olarak da isimlendirebileceğimiz bu durum neticesinde başlangıç aşamasında fiyatın yükselmesine sebep olan

mekanizma tersine dönecektir. Bu sefer fiyatlar düştükçe varlığı elinden bir an evvel çıkartmak isteği nedeniyle varlığı piyasaya arz edenler artacak, varlığın piyasadaki arzı arttıkça fiyatı daha da düşecektir.

Bu bilgiler ışığında varlık balonlarının ortak özelliklerini özetleyecek olursak ilk olarak fiyatlardaki hızlı artışı vurgulamamız gerekir. Fiyat artışlarının yükselmeye devam edeceği konusundaki beklentilerin yüksek olması balonların ikinci ortak özelliğidir. Balon yaşanan varlığın fiyatının tarihsel olarak sergilediği değerlere göre aşırı değerlendirilmiş olması ise üçüncü ortak özelliktir. Yine balonlar arasında ortak olan bir başka unsur ekonomik birimlerin balon oluşan varlığın sunduğu kâr fırsatlarından faydalanabilmek için borçlanmaları ve yeni kredi kanallarının oluşmasıdır.

K İ T A P



Finansal kriz literatüründe oldukça önemli bir yere sahip olan Charles P. Kindleberger'in "Cinnet, Panik ve Çöküş" isimli eseri 2008 yılında İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları tarafından dilimize çevrilmiştir. Özellikle balonlar konusunun hazırlanmasında faydalandığımız bu eserin okunması son derece yararlı olacaktır.

İflaslar

Tipik bir kriz sürecinde varlık fiyatlarındaki düşüş finansal kurumların bilançolarında önemli sıkıntıların yaşanmasını beraberinde getirir. Finansal kurumların iflas edecek duruma gelmeleri varlıklarının değerinin, yükümlülüklerinin değerinin altına düşmesi veya bilançolarının net değerinin negatif olması anlamına gelmektedir.

Finansal kriz dönemleri piyasaların verimsiz çalıştığı ve genel ekonomik aktivitenin daralma gösterdiği dönemlerdir. Finansal krizlere yol açan temel etkenlerin yanı sıra, kriz sürecinde gözlemlenen faizlerdeki artış, belirsizlik ve finans sektörü dışındaki şirketlerin bilançolarında görülen bozulmalar başta bankacılık sektörü olmak üzere finansal kurumların varlık kalitelerinde bozulmalara yol açacaktır. Bununla birlikte, kriz dönemlerinde batık kredilerdeki hızlı yükseliş, hisse senedi piyasasındaki dalgalanmalar finansal kurumların varlıklarının değerini düşüren ve iflas riskini arttıran diğer etkenler olarak karşımıza çıkmaktadır.

Finansal kurumların kendi aralarında borçlanmalarına bağlı olarak, mali başarısızlıkların bir kurumdan diğerine yayılma etkisine sahip olduğunu da söyleyebiliriz. Bankaların diğer bankalar ile borç ilişkisi, bir bankanın bilançosunda meydana gelen bozulmanın oldukça kısa bir sürede sistemdeki diğer bankalara yayılabilmesine yol açmaktadır.

Likidite Yetmezliği Sorunu

Finansal krizler bütün sistemi etkilemektedir. Finansal kriz başlamadan önce güçlü bir sermaye yapısına sahip olan bir finansal kuruluş bile krizin etkisi ile taahhüt ettiği ödemeleri yapamayacak duruma gelebilecektir. Kriz dönemleri belirsizliğin arttığı ve ekonomiye duyulan güvenin azaldığı bir ortam yaratmaktadır. Likidite yetmezliği süreci finansal krizin yaşanma sürecinde ortaya çıkan en belirgin olaylardan biridir.

Kriz dönemlerinde ortaya çıkan likidite yetmezliği sorununa verilecek en belirgin örneklerden biri **banka hücumları**dır. Hatırlayacağımız gibi, bankalar tasarruf sahiplerinin fon fazlalarını mevduat olarak toplayan ve topladıkları bu mevduatları fon açığı olanlara kredi olarak veren aracı kurumlardır. Bankalar topladıkları mevduatların sadece bir kısmını rezerv olarak ayırıp geri kalanını kredi olarak kullandırırılar. Bir başka ifadeyle mevduat sahiplerinin tamamının aynı anda paralarını bankadan çekmek istemeleri durumunda, hiçbir bankanın kasasında bu taleplerin tamamını karşılayacak nakit bulunmamaktadır. Finansal kriz ortamında bir ban-

Banka Hücumu: Mevduat sahiplerinin bankacılık sistemine duydukları güvenin azalmasına bağlı olarak mevduat sahiplerinin aynı anda paralarını bankadan geri çekmek istemeleri durumudur.

kanın bilanço yapısında ortaya çıkan bir sorun, diğer bankaların bilançolarında da sorun olabileceği kuşkusunu yaratır. Bir veya birkaç bankadan kaynaklanan sorunlar sebebiyle bankacılık sistemine duyulan güvenin kaybolmasıyla sorunsuz bankalarda mevduatları bulunanlar da “paralarını kurtarabilmek” amacıyla paralarını bankacılık sisteminin dışına çekmeye çalışacaklardır.

Bankalarda mevduatların sadece bir kısmının tutulduğunu bilen mevduat sahipleri paralarını çekebilmek için bankalara koşacak ve bankaların önünde kuyruk oluşturacaklardır. Paralarını çekmek isteyen mevduat sahiplerinin taleplerini karşılayabilmek için bankalar başka bankalardan borç almak zorunda kalacaktır. Banka hücumlarının sistemin geneline yayılması durumunda borç bulamayacak olan bankalar, varlıklarını satarak nakit talebini karşılamaya çalışacaklardır. Her geçen gün ve hatta her saat daha fazla mevduat sahibinin paralarını çekmek istemesi ile birlikte bankalar varlıklarını değerlerinin çok altında satmaya başlayacaklardır. Mevduat bankaları bilançolarından bahsederken varlıkları yükümlülüklerinin altında olan bankaların iflas etmiş kabul edileceğini söylemiştik. Banka hücumlarına bağlı olarak varlıklarını değerlerinin oldukça altında satmak zorunda kalan bankalar böylelikle iflas edebilir. Burada dikkat edilmesi gereken nokta, banka hücumlarının etkileri bankacılık sisteminin tamamına yayılarak sistemde yer alan diğer bankalara sıçrayabilme özelliğidir. Bir başka ifadeyle, banka hücumları sonucunda sadece kötü yönetilen bankalar değil aynı zamanda sağlam bir bilanço yapısına sahip sağlıklı bankaların da varlıkları ile yükümlülüklerini karşılayamama ve zor durumda kalma olasılıkları vardır.

Finansal Bulaşıcılık

Finansal krizlerin yaşandığı sırada gözlenen başka bir ortak nokta ise krizlerin bir ekonomiden bir diğerine çok çabuk yayılabilmesidir. Rusya’da 1998 yılında yaşanan devalüasyonu takip eden bir ay içerisinde Brezilya hisse senedi piyasası %50 civarında değer kaybetmişti. Her ne kadar açık bir izah getirilmemiş olsa da çoğu kişi bu değer kaybının Rusya’da yaşanan şokun bulaşma etkisi ile Brezilya’ya yansması olduğunu kabul etmektedir. Buna karşılık Rus rublesinin çöküşü ile aynı ay içerisinde gerçekleşen, Polonya Zloti’sinde görülen önemli değer kayıpları etkileri bulaşma etkisi ile açıklanamamaktadır.

Yukarıda verdiğimiz örnek bize bulaşma kavramının açıklanmasının zorluğunu göstermektedir. Krizin bir ülkeden diğerine sıçraması veya herhangi bir ülkede kriz yaşandığı bilgisinin, kendi ülkemizde kriz yaşanması olasılığını arttırması durumuna **finansal krizlerin bulaşıcılığı** adı verilmektedir.

Yaşanılan ekonomik krizlerin ekonomiler arasında bulaşmasını üç grupta sınıflandırabiliriz. Musonal etkisi (monsoonal effect) olarak isimlendirdiğimiz birinci kategoride, endüstriyel ülkelerde yaşanan şoklar, gelişmekte olan ülkelerde krizlerin tetikleyicisi olmaktadır. 1973 ve 1979 yıllarında yaşanan petrol şokları bu kategori için güzel bir örnektir. Bu kategoride, gelişmekte olan ülkelerin uyguladıkları hatalı politikalardan çok, bu ülkelerin dış borç miktarları, bankacılık sistemlerindeki aksaklıklar, bütçe açıkları gibi konulara bağlı olarak genişleyen kırılganlıkları ön plana çıkmaktadır.

Bulaşma (contagion) yerine daha çok **yayılma** (spillover) kavramının da kullanıldığı ikinci kategoride ise aralarında ticaret veya bölgesel yakınlık gibi doğrudan ilişki bulunan ülkelerden birinde yaşanan krizin, ilişkide olduğu diğer ekonomilerin makroekonomik büyüklükleri üzerinde çok büyük olumsuz etkiler doğuracağı belirtilmektedir. Buna örnek olarak gelişmekte olan bir ülkede yaşanan devalüasyonun, rekabet gücünü etkilemesi suretiyle ülkelerin ticaret hadlerinde yaratacağı değişiklikleri verebiliriz.

Üçüncü kategori ise şokların ülkeler arası yayılma mekanizmaları içinde, yukarıdaki iki kategoride yer almayan ve daha çok beklentilerdeki değişmelere bağlı olarak ortaya çıkan hemen her durumu kapsamaktadır. Bu kategori altında finansal bulaşmayı, piyasa bileşenlerinin beklentilerindeki kaymalar gibi, makroekonomik değişkenler ile açıklanamayan aktarım mekanizmaları aracılığıyla, bir ülkede yaşanan krizin başka bir ülkede krizin tetikleyicisi olması durumu olarak açıklayabiliriz.

Finansal krizlerin bir ekonomiden bir diğerine bulaşmasında farklı aktarım kanalları çalışmaktadır. Krizlerin nasıl bulaştığı hakkında ise farklı görüşler bulunmaktadır. Burada bulaşmanın ortaya çıkışında etkili olan üç kanalı açıklayacağız.

K İ T A P



Özellikle Finansal Bulaşma ve Bankacılık Krizleri bölümlerinin hazırlanmasında Özdemir (2007) “Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Erken Uyarı Sistemleri Markov Geçiş Modellemesi” isimli doktora tezinden faydalanılmıştır. İktisadi Araştırmalar Vakfı tarafından basılan bu tezin okunması, bu konuların daha iyi anlaşılması açısından faydalı olacaktır.

Ticaret Kanalı (Trade)

Ülkeler arası ithalat ve ihracata dayalı ticaret ortaklıkları genellikle bölgesel yakınlıklara bağlı olarak oluşurlar. A ülkesi ile B ülkesi arasındaki ticaret hacminin yüksek olduğunu varsayalım. Fiyatların yapışkan olma eğiliminde olduğu bir ekonomik ortamda, A ülkesinde yaşanan bir krize bağlı olarak yapılan devalüasyon o ülkede üretilen malların yurt dışı fiyatlarını ucuzlatırken, yabancı ülkelerde üretilen malların o ülkedeki fiyatlarını pahalılaştıracaktır. Aynı zamanda kriz etkisi ile A ülkesinde yabancı mallara olan talep azalacaktır. Bu durum B ülkesinde ticaret açığının oluşmasına yol açar ve bunun sonucunda da o ülkenin merkez bankasının uluslararası rezervleri azalır. Bu nedenle B ülkesinin parasına yönelik güçlü bir spekülasyon saldırı olasılığı ortaya çıkar.

Döviz krizlerinin ticaret kanalı ile yayılması sadece birbirleri ile ticari ilişkiler içinde olan ülkeler için geçerli değildir. Bulaşma birbirleriyle ticari ilişki içinde olmayan iki ülke arasında da yaşanabilir. İki ülkenin de ortak bir yabancı pazar ile ihracat ilişkisi olduğu bir durumda, ülkelerden birinin kriz sonucunda parasının değer kaybetmesi diğer ülkeye karşı rekabet gücünün artmasına sebep olacaktır. Bu durum ikinci ülkenin rekabet edebilirliği sağlamak amacıyla döviz piyasasında benzer önlemler alma eğilimini arttıracaktır. Burada önemli olan farklı ülkelerde aynı malların üretilmesi ve bu malların aynı piyasalara ihraç edilmesidir.

Likidite Kanalı

Likidite mekanizmasının işleyişini Pesenti ve Tille (2000)’den alınan bir örnek (*Bu örnek Özdemir (2007)’den aktarılmıştır.*) yardımı ile açıklayabiliriz. Örneğimizde, iki tane finansal kurum vardır (banka 1 ve banka 2), bu iki finansal kurumun, kredi portföyünde üç ayrı ülkeye (A ülkesi, B ülkesi, C ülkesi) verilen krediler yer almaktadır. A ülkesinde yaşanan bir kriz bu ülkedeki kredi kullanıcılarının borçlarını geri ödeme gücünü azaltacaktır. A ülkesi kredilerinde yaşanan bu geri ödeme güçlüğü bankaların kredi portföylerinin kalitesini azaltarak, bankaların zarar etmesine sebep olacaktır. Bankalar A ülkesinden kaynaklanan zararlarını telafi etmek ve sermayelerini yeniden yapılandırmak amacıyla diğer iki ülkedeki kredilerinden bir kısmını geri çağıracaklardır. Yaşanılan likidite şokunun yeterince büyük olması durumunda, başlangıç aşamasında krizden etkilenmeyen B ve C ülkesinde varlık fiyatları önemli düşüşler gösterecek ve bu durum bilanço dengelerinde önemli tahribatlar yaratarak, krizin yayılmasını sağlayacaktır. Bu aktarım mekanizması da sadece yaşanan bir krizin ardından gelen dönemde ortaya çıkacaktır.

Spekülasyon Atak: Altın döviz gibi çeşitli varlıkların daha önce o piyasada etkin olmayan spekülasyonlar tarafından kâr elde etmek amacıyla ani bir şekilde satın alınmasıdır.

Devalüasyon: Bir devletin resmî para biriminin diğer ülke para birimleri karşısında değer kaybettirilerek satın alma gücünün düşürülmesidir.

Sürü Davranışı

Yatırımcıların yatırım kararlarını verirken kendi kişisel değerlendirmelerini göz ardı ederek diğer yatırımcıların kararlarını taklit etmeleri veya diğer yatırımcıların görüşlerinden, davranışlarından etkilenerek kendi fikirlerini değiştirmeleri ve çoğunluğun hareketleri yönünde davranmalarına **sürü davranışı** adı verilmektedir. Finansal piyasalardaki asimetrik bilgi sorunu sürü davranışını tetikleyen önemli unsurlardan birisidir. Bilgi edinmenin maliyetli olması nedeniyle yatırımcılar yeterli bilgiye sahip olamamaktadırlar. Bu nedenle yatırımcılar gelecekteki fiyat değişimlerinin öngörüsünü benzer ekonomik özellikler sergileyen diğer piyasalarda meydana gelen değişimlere bağlı olarak yapmaktadırlar. Örneğin Güney Doğu Asya ülkelerinden birisi olan Malezya piyasalarında meydana gelen değişimler Endonezya piyasalarının sergileyeceği değişimler için bir öngörü oluşturulmasında kullanılabilir. Sürü davranışına bağlı olarak bir ülkede yaşanan kriz yatırımcıların o ülke ile benzer özellikler gösteren bir diğer ülke ile ilgili negatif beklentiler geliştirmelerine ve o ülkedeki yatırımlarını ülke dışına çıkartmalarına sebep olmaktadır. Görüldüğü gibi finansal piyasalardaki sürü davranışları sermaye hareketlerinin ani olarak yön değiştirmesine yol açabilmektedir. Bir ülkede yaşanan finansal krizin ardından yatırımcılar benzer ekonomik özelliklere sahip olan ülkelerin de kriz yaşayan ülkenin durumuna düşebileceğini düşünmeye başlayacaklar ve böylece kriz öncesi dönemde var olmayan bir aktarım kanalı yaratmış olacaklardır.

Sürü Davranışı:

Yatırımcıların kendi kişisel değerlendirmelerini göz ardı ederek diğer yatırımcıların görüşlerinden, davranışlarından etkilenip kendi fikirlerini değiştirmeleri ve çoğunluğun hareketleri yönünde davranmalarına verilen isimdir.

FINANSAL KRİZLERİN EKONOMİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Finansal krizlerin reel ekonomi üzerinde hem doğrudan hem de dolaylı etkileri bulunmaktadır. Doğrudan etkilerinin başında varlık sahiplerinin varlık fiyatlarında meydana gelen düşüşlerden olumsuz etkilenmeleri, mali başarısızlığa uğrayan şirket sahiplerinin varlıklarını kaybetmeleri ve bu kuruluşlara verilen kredilerin geri ödenmemesi gösterilebilir. Mali başarısızlığa uğrayan kuruluş bir banka ise sigorta kapsamında olmayan mevduat sahipleri ve bu banka aracılığıyla yatırımlarını finanse eden firmalar ciddi zararlar görecektir.

Finansal krizlerin bir ekonomi üzerinde yarattıkları doğrudan etkilere verdığımız örnekler arttırabiliriz. Ancak krizlerin ekonomi üzerinde yarattığı en derin tahribatlar dolaylı etkileri aracılığıyla ortaya çıkmaktadır. Finansal piyasalardan kaynaklanan krizler yaratacakları bir dizi dolaylı etki ile bir ekonomiyi resesyon sürecine sokabilirler. Finansal krizlerin ekonomi üzerinde yarattıkları dolaylı etkiler aşağıda açıklanmıştır.

Krediler ve Harcamalar Üzerindeki Etkisi: Finansal krizler sonucunda varlık fiyatlarında meydana gelen değer kayıpları toplam harcamaların önemli ölçüde azalmasına yol açabilir. Varlık piyasalarında meydana gelen çöküş, bu piyasada işlem gören varlıkları ellerinde bulunduranların servetlerini negatif etkileyecek ve bu durum tüketim harcamalarının azalmasına sebep olacaktır. Varlık piyasalarında yaşanan olumsuz gelişmeler aynı zamanda hane halkı ve firmaların ekonomiye duydukları güvenin zayıflamasına yol açacaktır. Gelecek döneme ilişkin beklentilerde ortaya çıkan bu belirsizlik, ekonomik birimlerin harcamalarını ertelemelerine sebep olacaktır. Bu durum ise tüketim ve yatırım harcamalarını azaltan bir diğer etken olacaktır.

Varlık fiyatlarındaki düşüşler aynı zamanda borç alanların gösterdikleri teminatların değeri ve firma bilançolarının net değerini düşürerek hane halkı ve firmaların kredi kullanım koşullarını zorlaştırır. Kredi veren kurumlar kredinin geri ödenmesi konusunda şüpheye kapılabilir ve piyasayı fonlamak yerine kaynaklarını devlet tahvili almak gibi farklı şekillerde kullanmayı tercih edebilir. Bu durumda pek çok ödünç alıcı kredi bulamayacak veya oldukça yüksek faiz oranları ile borçlanmak zorunda kalacaktır.

Resesyon: Bir ekonomide reel GSYİH'nın iki veya daha fazla çeyrek dönemlik periyotta arka arkaya negatif büyüme göstermesi durumudur.

Kredi miktarındaki azalmanın bir diğer sebebi finansal kuruluşların kriz dönemlerinde iflas etmeleri veya bilançolarında önemli zafiyetler göstermeleridir. Bankalar iflas etmeleri durumunda kredi de veremeyeceklerdir. Kriz süreçlerinde ayakta kalmayı başaran bankalar ise iflas etmekten korkacak ve kredi verme kararlarında daha titiz davranacaklardır. Bunun yanı sıra kriz döneminde pek çok banka elindeki likit varlıkları arttırmak isteyecek ve bu sebeple kredi kullandırmayı azaltacaklardır.

Bankaların verdiği kredi miktarının azalması ve kredi kullanımı için istenilen koşulların ağırlaştırılması, harcamalarını kredi kullanımına dayandıran bireyler ve firmaların daha az harcamada bulunması anlamına gelmektedir. Yatırım ve tüketim harcamalarında meydana gelen bu azalış, varlık fiyatlarının serveti etkilemesi sonucu azalan toplam harcamaların etkisini artırır. Kısa dönemde toplam harcamalar ile ekonominin üretim düzeyi arasında çok güçlü bir ilişki bulunmaktadır. Bu suretle finansal piyasalardan kaynaklanan bir kriz ekonominin genelini derin bir resesyona sokabilir.

Burada karşımıza **kriz sarmalı** olarak da nitelendirebileceğimiz bir süreç ortaya çıkmaktadır. Finansal kriz bir kere ekonominin genelini etkisi aldığı zaman, ekonomide yaşanan gelişmeler de finansal krizin boyutunu büyütebilir. Ekonomi daralma dönemine girdiği zaman firmaların beklenen kârlılıkları düşecek ve bu durum hisse senedi piyasasında önemli değer kayıplarına yol açacaktır. Benzer bir şekilde gayrimenkul sektörüne olan talebin azalması konut fiyatlarındaki düşüşü hızlandıracaktır.

Ekonomide yaşanan daralma aynı zamanda finansal kurumların yaşadığı sorunları daha da ağırlaştıracaktır. Böyle dönemlerde şirket iflasları artacak ve batan firmalar kredilerini geri ödemeyeceklerdir. Daralmanın bir başka etkisi de kredi talebinin düşmesi şeklinde olacaktır. Ekonomi daralma dönemine girdiğinde yatırım harcamaları azalacak, firmalar daha az kredi talebinde bulunacaklardır. Bu sebepleri bir araya getirdiğimiz zaman daralma dönemlerinde banka batışlarının artacağını söyleyebiliriz.

Bütün bu geri dönüşümler bize finansal krizin bir kısır döngü yaratma (tetikleme) etkisine sahip olduğunu göstermektedir. Finansal kriz üretim düzeyini düşürecek, üretim düzeyindeki düşüş ise krizin boyutunu kötüleştirecektir. Kriz bir ke-re başladığında uzun bir süre kendini besleyecek bir ortam yaratabilecektir.

Para Politikasının Etkinliğinin Kaybolması: Finansal kriz dönemlerinde ekonomik faaliyetlerde meydana gelen daralmanın önüne geçebilmek amacıyla faiz oranlarının hızlı bir şekilde aşağıya çekilmesi tercih edilebilir. Bu durumda faiz hedefi üzerinden yürütülen para politikasının etkinliği kaybolacaktır. Para teorisi dersinde Keynes'in likidite tercihi teorisini açıklarken faiz oranlarının sıfır düzeyine indiği bir ekonomide, ekonomik birimlerin para talebinin sonsuza yakın olacağından bahsetmiştik. Keynes bu duruma **likidite tuzağı** adını vermiştir. Böylece ekonomik birimlerin spekülatif para talebinin sonsuza yaklaşmasına bağlı olarak, merkez bankalarının politika uygulamaları sonucunda para arzında meydana gelen değişikliklerin ekonomi üzerinde etkisi neredeyse yok denilecek kadar az olacaktır.

FİNANSAL KRİZLERİN TÜRLERİ

Finansal krizlerin yaşanması sürecinde meydana gelen ortak gelişmeleri açıkladıktan sonra finansal kriz türlerinden bahsetmek yerinde olacaktır. Bu ünite kapsamında finansal krizler temel olarak iki farklı kategori altında sınıflandırılacaktır. Bunlar bankacılık krizleri ve döviz (para) krizleridir.

Döviz Krizleri

Döviz krizleri basit olarak nominal döviz kurunda meydana gelen büyük oranlı devalüasyonlar olarak tanımlanabilir. Ancak böyle bir tanımlama, döviz kurlarının ağır bir baskı altında kaldığı ve buna karşılık para otoritelerinin faiz oranlarını hızla arttırmak, döviz kuru piyasalarına müdahale etmek veya benzeri önlemler alarak döviz kurunu savundukları durumları dışarıda bırakmaktadır. Döviz krizlerini açıklamaya yönelik alternatif bir yaklaşıma göre ise **döviz krizi**; sabit kur sisteminin uygulandığı bir ekonomide piyasa katılımcılarının ani bir şekilde ellerinde bulunan ulusal varlıkları yabancı varlıklara çevirmeleri ve döviz kurunun değerini korumak isteyen merkez bankasının döviz kuru piyasasına müdahale etmek amacıyla rezervlerini kullanması sonucunda oluşan kriz olarak adlandırılır. Döviz krizlerinin nedenlerini açıklamaya yönelik yapılan çalışmalarda döviz krizleri üç tip model ile sınıflandırılmıştır.

Aydan Kansu (2006) tarafından yazılan “Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Krizleri” isimli kitabın okunması, Döviz Krizlerinin daha iyi anlaşılmasında faydalı olacaktır.



K İ T A P

Birinci ve ikinci nesil döviz krizi modelleri genel olarak ülkelerin temel ekonomik değişkenleri üzerinde durmuşlardır. Birinci nesil döviz krizi modellerinde döviz krizinin esas nedeni temel ekonomik değişkenlerdeki kötü gelişmelerin, hükümeti sabit döviz kurunu destekleyemez duruma getirmesidir. Sabit kur rejiminin uygulandığı bir ekonomide kamu kesiminin sürekli olarak bütçe açığı vermeye devam etmesi ve bütçe açığını finanse etmek için para basma yöntemini tercih etmesi sürdürülemez politika uygulamalarına verilen örneklerden biridir. Aşırı genişlemeci maliye politikaların para yaratılmasıyla finanse edilmesi, enflasyonist beklayışlerin artmasına, ekonominin geneline ilişkin beklentilerin bozulmasına ve ülkeden sermaye kaçışlarına neden olarak ödemeler bilançosunda bir açığa yol açmaktadır. Sabit kur sistemini korumak isteyen hükümetler, yabancı rezervlerini kullanmak durumunda kalır ve rezervlerde azalma görülür. Spekülatörlerin paradan kaçışı rezerv kaybını hızlandırır. Sonuçta sınırlı rezervlere sahip merkez bankasının sabit kur sistemini sürekli olarak koruması mümkün olamaz. Birinci nesil döviz krizi modellerine göre bu noktada para ya devalüe edilir ya da dalgalanmaya bırakılır.

İkinci nesil kriz modelleri, makroekonomik büyüklüklerde bozulma yaşanmadığı ve uygulanan iktisat politikalarında tutarsızlık olmadığı halde piyasalardaki olumsuz beklentilere bağlı olarak meydana gelebilen krizlerdir. Bu tip modellerde esas olarak temel makroekonomik değişkenler ve onların gelişimi yerine beklayışler, beklayışlerin tutarlılığı ve beklayışlerin aynı yöne kaymasına sebep olan “tetikleyici” nedenler üzerinde durulmaktadır. Başka bir ifade ile hükümetin ekonomi politikaları yerine *piyasa* üzerinde durulmaktadır. Bu modellerine göre sabit kur politikası izleyen bir hükümetin önünde iki seçenek bulunmaktadır. Hükümet sabit döviz kuru rejiminin baskı altına girdiği noktada kur rejimini sürdürmeyi veya kur rejimini terk etmeyi tercih edebilir. Kur rejimini devam ettirmenin avantajları bu rejimin enflasyonun kontrolüne yardımcı olması, uluslararası ticaret ve yatırımlardaki olumlu etkileri olarak belirtilebilir. Bunun yanı sıra, kur rejimini sürdürmek o ülkenin ekonomi politikalarının kredibilitesi açısından da önemlidir. Buna karşılık, sabit kur politikasının maliyeti ise yüksek faiz oranları ve işsizlik şeklinde ortaya çıkmaktadır. İkinci nesil modellerde, hükümetler kur rejimini sürdürme kararını bu fayda ve maliyetleri karşılaştırarak vereceklerdir. Yani, birinci nesil modellerde olduğu gibi hükümet kuru koruyamaz noktada değildir. Hükümet sabit kuru korumanın faydasının maliyetini aştığına inandığı sürece kuru korumaya devam edecektir. Fayda maliyet ilişkisinde maliyetin ağırlığı yükseldikçe bek-

lentilerdeki bozulma da artacak, sabit kurun terk edilme olasılığı da giderek yükselecektir. Bu eksende ekonominin temel değişkenlerinde bir aşınma bulunmasa bile yatırımcıların kriz olacağı yönündeki kendi kendini besleyen beklentileri ile kriz tetiklenebilecektir.

Birinci ve ikinci nesil döviz krizi modelleri 1990'larda yaşanan birçok krizin açıklanmasında oldukça başarılı olmuşlardır. Örnek verecek olursak, 1998 yılında zayıf hükümet politikaları neticesinde para basmak veya borçlarını finanse edememek ikileminde kalan Rusya döviz kurunu daha fazla savunamamıştır. Başka bir örnek ise İngiltere'dir. İngiltere 1992'de işsizlik oranı veya döviz kuru istikrarı seçeneklerinden birini seçmek zorunda kalmıştır.

Buna karşılık, birinci ve ikinci nesil döviz krizi modelleri, Asya krizini yaşayan ülkelerin durumunu açıklamada ve krizi önceden öngörmede yetersiz kalmışlardır. 1997 yılı ortasında Asya krizini yaşayan ülkelere mali ölçümlerin sonuçlarının iyi düzeyde seyrettiği söylenebilir. Her ne kadar 1996 yılında büyüme oranları azalma eğilimine girmiş olsa da hükümetlerin işsizlik ve döviz kuru istikrarı arasında bir değiş tokuşa girmelerini gerektirecek kadar keskin bir ayrım söz konusu değildir. Büyüme oranlarındaki bu azalma dışında devalüasyonu gerektirecek hem rekabetçi hem de makroekonomik nedenler bulunmamaktadır. Asya krizinin en ayırt edici özelliklerinden birisi, krizin yeni bir tip finansal kriz olması ve daha önceki finansal krizlerden birçok açıdan farklılıklar taşımasıdır.

Asya krizini, farklı boyutları ve krizi tetikleyen faktörlerin kamu sektörü değil; özel sektörde yaşanan sorunlar olması üçüncü nesil döviz krizi modelinin oluşmasında temel etken olmuştur. Üçüncü nesil döviz krizi modellerini, birinci ve ikinci nesil döviz krizi modellerinden ayıran en belirgin özellik, sadece döviz krizlerini açıklamının üzerinde yoğunlaşmamış olmasıdır. Üçüncü nesil döviz krizi modellerinden bir kısmı döviz krizlerini bankacılık krizleri sonucu meydana gelen oluşumlar olarak kabul ederlerken, bir kısmı da tersini savunmuşlardır. Yine bazı çalışmalarda döviz ve bankacılık krizlerinin eş zamanlı olarak yaşanabileceği ortaya konulmuş ve bu tip modeller "ikiz kriz modelleri" olarak adlandırılmıştır. Bu konuya ilişkin başka bir görüş ise döviz krizlerinin bankacılık krizlerini önleme çabalarının bir sonucu olarak meydana gelebileceğidir.

Üçüncü nesil döviz krizi modelleri ile ilk defa mikroekonomik faktörlerin de döviz krizine yol açabileceği kabul edilmiştir. Bu modeller kapsamında krize yol açan mikro ekonomik faktörler aşağıda özetlenmiştir;

- Bankacılık sektörüne yönelik devlet garantisinin varlığı ve bunun ahlaki tehlike sorununu ortaya çıkartacak boyuta ulaşması
- Aşırı yatırım
- Vade yapısı ve toplam borç içinde dış borcun oranı
- Bankacılık sektörünün problemleri (mevduat yapısındaki değişiklikler, varlıkların kalitesindeki bozulma, geri ödenmeyen krediler, banka iflaslarındaki artışlar)
- Finans sektöründeki kurumsal ve yapısal zayıflıklar

Döviz krizlerini açıklayan bu modeller gerçekleşen olaylar temel alınarak inşa edilmişlerdir. Birinci nesil modeller Meksika (1973-1982), Arjantin (1978-1981) ve Şili'de (1983) yaşanan ödemeler dengesi krizlerinden sonra geliştirilmiştir. İkinci nesil modeller ile ilgili çalışmalar 1990'lı yıllarda Avrupa ve Meksika'da meydana gelen spekülasyon ataklarından sonra çoğalmıştır. Üçüncü nesil modelleri inşa etmeye yönelik ilk çalışmalar Asya krizinin (1997-98) hemen ardından ortaya çıkmıştır. Burada dikkat edilmesi gereken nokta, yeni modeller eski modellerin ortaya koyduklarını reddetmek yerine o modellerin eksik yönlerini geliştirmeye çalışmaktadır.

ASYA KRİZİ

Ocak 1997'de Kore'de Hanbo çelik isimli Choebal adı verilen dev şirket 6 milyar Amerikan Doları borcun altından kalkamayarak batmıştır. 5 Şubat 1997'de bu sefer Tayland'ın önde gelen firmalarından biri olan Samprasong yabancı borçlarını ödeyemeyeceğini açıklamıştır. Mart ayı içinde Japon hükûmeti Yen'deki değer kayıplarının önüne geçebilmek amacıyla faiz oranlarını arttırabileceğini açıklamıştır. Her ne kadar hiçbir zaman gerçekleşmemiş olsa da bu açıklama Asya Krizi'nin ilk işareti olarak kabul edilmektedir.

2 Temmuz tarihinde Tayland bantının %20 devalüe edilmesi Asya krizinin resmî başlangıç tarihi olarak kabul edilmektedir. Bu tarihin ardından kriz bızla diğer Güneydoğu Asya ülkelerine ve Güney Kore'ye yayılmıştır.

- 11 Haziran'da Filipin Merkez Bankası, Filipinler Pezosunun Amerikan Doları karşısında salınma bandını genişlettiğini açıklamıştır.
- 14 Haziran'da Malezya Merkez Bankası Ringgit'i savunmaktan vazgeçmiştir.
- 14 Ağustos'ta Endonezya esnek döviz kuru sistemine geçtiğini açıklamıştır.
- Kasım ayında krizin merkezi (epicentre) Kore'ye sıçramış ve 16 Aralık tarihinde Güney Kore serbest döviz kuru sistemine geçtiğini açıklamıştır.

1997 yılında Güneydoğu Asya'da yaşanan finansal karışıklık, hiç beklenmedik bir şekilde, başta Güney Kore, Malezya ve Tayland olmak üzere pek çok Asya ülkesinin ciddi şekilde etkilendiği, bir finansal kriz ile sonuçlanmıştır. Krizden en çok etkilenen beş ülke olan Endonezya, Kore, Malezya, Filipinler ve Tayland'da 1997 yılı Temmuz ve Aralık ayları arasında döviz kurunda ortalama devalüasyon oranı %80'e ulaşmıştır. Kriz, bölgedeki diğer ülkeleri de etkilemiştir. Ekim 1997'de Tayvan Doları devalüe edilmiştir. Kriz Tayvan'dan Hong Kong, Singapur ve Japonya'ya sıçramış, bu ülkelerde varlık balonlarında patlamalar ve hisse fiyatlarında keskin düşüşler meydana gelmiştir.

1997 yılına kadar var olan kriz modellerinin hiçbirisi Asya krizini açıklamada başarılı olamamıştır. Asya krizi, ne 1980'lerde Latin Amerika ülkelerinde meydana gelen krizler gibi sürdürülemez düzeye gelen temel makroekonomik değişkenlerin ne de Batı Avrupa'da (1992-93) ve Meksika'da (1994-95) olduğu gibi yükselen işsizlik ile birlikte yatırımcıların finansal paniklerinin bir sonucuydu. Radelet ve Sachs (1998) Asya krizini "başarının krizi" olarak tanımlamışlardır. Doğu Asya'da yaşanan krizin diğer gelişmekte olan ülkelerde yaşanmış olan krizlerden farklılıklarını ise şu şekilde ortaya koyabiliriz; ilk olarak, krize temel teşkil eden faktör özel sektör kararlardır. Tablo 8.1'de Asya krizinde en çok etkilenen ülkelerde 1997 yılından önce gerçekleşen enflasyon oranları yer almaktadır. Görüldüğü gibi bu ülkelerde kriz öncesi gerçekleşen enflasyon oranları diğer gelişmekte olan ülke ekonomilerine nazaran oldukça küçüktür.

Tablo 8.1: 1997 Krizi Öncesi Asya Ülkelerinde Enflasyon Oranları

	Endonezya	Malezya	Filipinler	Tayland	G. Kore
1995	8,95	5,28	8,11	5,69	4,41
1996	6,64	3,56	8,41	5,85	4,96
1997	11,62	2,66	5,01	5,61	4,54

Kaynak: Corsetti ve diğerleri (1998)'nden aktaran Özdemir (2007).

Tablo 8.2'de yer alan 1997 krizi öncesi Asya ülkelerinde bütçe dengesi verilerine bakarak, bu ülkelerde kamu kesimi borçlanmasının toplam borç içinde küçük bir paya sahip olduğunu söyleyebiliriz. Birinci nesil modellerde krizin sebebi olarak sürekli arz eden kamu açıkları ve bu açıkların finansmanında yanlış yöntemlerin tercih edilmesi yer alıyordu. Ancak Asya krizi örneğinde kriz yaşanan ekonomilerin bütçe açığı değil bütçe fazlası verdiğini görüyoruz. Bir başka ifadeyle bu ülkelerde kriz öncesi yürütülen ekonomi politikaları oldukça istikrarlı ve sürdürülebilir politikalar. Bu sebeple Asya krizini özellikle birinci nesil kriz modelleri ile açıklamak mümkün değildir.

Tablo 8.2: 1997 Krizi Öncesi Asya Ülkelerinde Bütçe Dengesi (GSMH'nin % değeri olarak)

	Endonezya	Malezya	Filipinler	Tayland	G. Kore
1995	2,2	0,9	0,5	2,9	0,3
1996	1,2	0,7	0,3	2,3	-0,1

Kaynak: Radelet ve Sachs (1998)'den aktaran Özdemir (2007).

Bunun yanı sıra kriz öncesi dönemde Asya ülkeleri yüksek oranda tasarruf ve yatırım düzeylerine sahiptirler. Bu değerler Tablo 8.3'te gösterilmektedir. Yüksek yatırım ve düşük enflasyon oranlarına bağlı olarak Asya krizinin açıklanmasında ikinci nesil kriz modellerinin kullanılmasının da uygun olmayacağını söyleyebiliriz.

Tablo 8.3: 1997 Krizi Öncesi Asya Ülkelerinde Yatırım Oranları (GSMH'nin % değeri olarak)

	Endonezya	Malezya	Filipinler	Tayland	G. Kore
1995	31,93	43,50	22,22	41,61	37,05
1996	41,54	41,54	24,02	41,73	38,42
1997	31,60	42,84	24,84	34,99	34,97

Kaynak: Corsetti ve diğerleri (1998)'nden aktaran Özdemir (2007).

Belirtilen olumlu faktörlerin ve sağlıklı görülen ekonomik yapının içinde, Asya ekonomilerini 1990'lı yıllar boyunca kırılgan bir yapıya sokan faktörler de mevcuttu. Bunlar arasında en belirginleri olarak; cari açık, reel döviz kurundaki aşırı değerlenme ve rekabetin azalması belirtilebilir. Bu faktörlerden sonra ise finansal sektör ve onun yapısal zayıflıkları gelmektedir. Yolsuzluk, kötü yönetilmiş finansal liberalizasyon, aşırı risk alımına yol açan zayıf ve eksik denetleme, vade ve kur uyumsuzlukları (mismatches) Asya ekonomilerinin finansal sektörlerinin bünyesinde barındırdığı yapısal zayıflıkların bazılarıdır. Bunların yanı sıra Asya ülkelerinde kriz öncesi dönemde gözlemlenen başka bir olgu ise yüksek oranda yaşanan sermaye akımları ve artan tasarruf oranlarına bağlı olarak ekonomide kapasitenin üzerinde bir aşırı üretimin var olması ve zayıf bir yapı sergileyen final sistemin fonların dağılımında etkinliği sağlayamayarak yerine getirilemeyen borçlarda artışa yol açmasıdır.

NOT: Asya krizini anlatan bu bölümün hazırlanmasında Özdemir (2007)'den faydalanılmıştır.

Bankacılık Krizleri

Bankacılık krizi kavramı iki farklı durumu ifade eder. Bunların birincisi gerçek veya potansiyel banka iflasları veya banka başarısızlıklarının, bankaların yükümlülüklerini yerine getirmelerini engellemesidir. İkincisi ise devletin bankacılık kesiminde yaşanması olası bir krizi önlemek amacıyla bankacılık sistemine önemli ölçüde fon aktarması ve böylelikle sistemde bir kriz yaşanma ihtimalinin önüne geçmesidir. Banka kaynaklı krizlerin ekonomi üzerindeki etkisi diğer finansal firmalar veya finansal olmayan kurumlara nazaran çok daha fazladır. Banka iflasları çok kısa bir sürede sistemde yer alan diğer bankalara yayılabilmektedir. Sistem içerisinde belirgin bir paya sahip olan sadece bir bankanın batması bile çok sayıda mevduat sahibinin zarar görmesinin yanı sıra bankacılık sisteminin tamamını, kredilerini bu bankada kullanan şirketlerin faaliyetlerini ve buna bağlı olarak genel ekonomik faaliyetlerinin tamamını etkileyebilmektedir.

Bankacılık sistemi kaynaklı bir krizin ekonominin geneli üzerinde yaratabileceği bu büyük etkileri önleyebilmek amacıyla kamunun kaynaklarının kullanılmasının bütçe açıklarını kontrol etme çabaları üzerindeki etkisi de önemlidir. Bankaları kurtarmak amacıyla kamu tarafından yapılan bu harcamalar, reel bir ekonomik maliyet yerine bir iç transfer olarak kabul edilse de harcamaların sonucunda ekonomi otoriteleri bütçe açığını finanse edebilmek amacıyla, enflasyon vergisi gibi, negatif sonuçlar doğuran yollara başvurabilmektedir.

Bankacılık sisteminden kaynaklanan bir krizin ekonominin genelini nasıl etkileyebileceğini tartışınız.



SIRA SİZDE

Görüldüğü gibi bankacılık krizlerine sebep olan faktörler oldukça çeşitlilik arz etmektedir. Ünitemiz kapsamında bu sebepler arasında en belirgin olanları seçilerek açıklanmaya çalışılacaktır. Bu sebepleri aşağıdaki şekilde sıralayabiliriz;

- Finansal liberalizasyon ve (de)regülasyon
- Bilanço bozuklukları kaynaklı sorunlar
- Ahlaki tehlike problemi
- Makroekonomik sorunların bankacılık sistemine yansması.

Finansal Liberalizasyon ve (De)Regülasyon

Finansal liberalizasyonu kısaca finansal piyasalardaki kontrollerin kaldırılması ve ekonominin uluslararası sermaye akımlarına açılması süreci olarak tanımlayabiliriz. Bu süreçte genellikle hükümetlerin gelişmiş ülkelerin uluslararası finansal akımlarını kendi ülkelerine çekmek için bankacılık ve finans sistemi üzerindeki denetim ve kısıtlamaları kaldırdığı ya da önemli bir ölçüde azalttığı deregülasyon (düzenlemelerin azaltılması) uygulamalarının bir sonucu olarak gösterilmekte ve ekonomilerin uluslararası sermaye akımlarına açılma süreci olarak ifade edilmektedir. 1970'lerin başlarından itibaren yoğunlaşan finansal liberalizasyon ile ilgili akademik tartışmalar 1980'lerde tüm dünyada finansal sistemlerin deregülasyonu ile sonuçlanmıştır. Finansal piyasaların daha etkin ve baskılanmamış bir ortamda müdahalelerden uzak bir şekilde çalışması sonucuna yönelik liberalizasyon uygulamaları, beraberinde ciddi riskler de getirmiştir. Finansal liberalizasyon olgusunun temel özellikleri şöyle sıralanabilir

- Mevduat faiz ve kredi tavanları uygulaması ile öncelikli sektörlere kredi verilmesi uygulamasının yürürlükten kaldırılması,
- Yeni kurumların finansal sisteme girişini engelleyen uygulamaların kaldırılması,
- Döviz alım ve satımının yapılmasını kısıtlayan uygulamalara son verilmesi,

Deregülasyon: Piyasalar içerisinde devletin rolünü azaltarak özel sektörün etkinliğini arttırmayı amaçlayan ve genellikle devletin düzenlemelerinin azaltılmasını içeren yasal uygulamalardır.

Finansal Kırılganlık:

Finansal sistem içerisinde yer alan birimlerin borçluluk düzeylerinin ve likidite koşullarına bağlı olarak birbirilerine karşı bağımlılıklarının artmasıdır.

- Yurt içi finansal piyasaların rekabete açık hale getirilmesi.
- Uluslararası sermaye hareketlerinin serbest bırakılması,

Finansal baskılama döneminde kontrol altında tutulan faiz oranlarının liberalize edilmesi ile birlikte ortaya çıkacak olan dalgalanma, bankaları faiz oranı riski ile yüz yüze getirecektir. Regülasyon uygulamaları sırasında kısa vadeli faiz oranlarının uzun vadeli faiz oranlarının altında tutulması bankalar için bir koruma oluştururken, liberalizasyon uygulaması ile bankaların korunaksız kalmasına ve vade uyumsuzlukları nedeniyle banka bilançolarının daha riskli hale gelmesine yol açacaktır.

Finansal liberalizasyon ile birlikte hareket alanları genişleyen aracı kurumlar ve bankalar, daha çok risk üstlenme olanağına sahip olacaklardır. Bu durum finansal kırılganlığı arttıracak olmasına karşın ekonomi üzerinde her zaman negatif bir etkiye sahip olacağı söylenemez. Yüksek risk beraberinde yüksek getiriye de getirebilecektir ve yüksek risk- yüksek getirili yatırımların çoğunlukta olması durumunda ekonominin genel düzeyi olumlu etkilenecektir. Buna karşılık bankacılık sektörünün borç olarak toplayabileceği kaynakların bir sınırının olması bankacıları daha fazla kâr elde edebilmek için daha riskli yatırımlara yönlendirecektir. Sektöre ilişkin düzenleme ve denetleme mekanizmalarının etkisiz çalışması durumunda ise liberalizasyon *finansal kırılganlığı* çok fazla artırarak krizlere yol açabilecektir. Bunun yanı sıra bankaların kredi portföylerini kontrol etmede yeterli tecrübeye sahip olmamaları kaliteli bir kredi portföyünün oluşmasını da engelleyecektir. Bu iki sebebe bağlı olarak finansal liberalizasyona hazırlıksız yakalanan bankacılık sektörünün daha kırılgan bir yapıya sahip olabileceğini söyleyebiliriz.

K İ T A P

Fatih Özatay'ın (2011) "Finansal Krizler ve Türkiye" isimli kitabı finansal kriz olgusu ile Türkiye'de ve Dünya'da yaşanan çeşitli krizlerin anlaşılmasında oldukça faydalı bir eserdir. Bölümümüzün hazırlanması sürecinde de başvurduğumuz bu eserin 2011 yılında yapılan üçüncü baskısında yer alan Küresel Krizin Avrupa ekonomileri üzerindeki etkilerinin okunması öğrencilerimize faydalı olacaktır.

Bilanço Bozuklukları

Bankalar kısa vadeyle topladıkları mevduatları, uzun vadeli kredilerde kullanırlar. Kısa vadeli borçlanıp, uzun süreli kredi vererek vadeler arasında kısa vadeden uzun vadeye doğru geçiş sağlarlar. Bankaların topladıkları mevduatlar başa baş değeriyle geri çekilebilir varlıklardır ve herkesin fonlarını eş zamanlı olarak çekmeye çalışacağı bir banka hücumu dışındaki durumlarda mevduat sahiplerine derhal likiditeye ulaşabilecekleri konusunda garanti verilmiştir. Krediler ise likit olmayan varlıklar olarak kabul edilirler ve kredilerin piyasa değerlerini ölçmek oldukça zordur. Ancak bankaların kredi portföylerinin belirlenen vadesi ne olursa olsun hızlı bir şekilde likit hale döndürülmesi, varlıklarının değerini düşüreceği için bankalar likidite problemini sürekli yaşama olasılığı olan kurumlardır Bankaların uzun vadeli krediler verebilmek için kısa vadeli mevduatları kullanmasına **vade uyumsuzluğu** adı verilir. Vade uyumsuzluğu sorunu bankaların faiz riski ve likidite riskine bağlı sorunlar yaşamalarına neden olur.

Faiz riski bankaların bilançolarındaki faiz uyumsuzluklarının yarattığı risktir. Ani bir faiz değişikliği bankaların kârlılık durumunu önemli ölçüde etkiler. Böyle bir ortamda mevduatların kısa vadeli yapısı bankalar için bir sorun oluşturmaktadır. Bankaların uzun vadeli olarak verdikleri krediler faiz artışlarından etkilenmemektedir. Buna karşılık kısa dönemde vadesi biten mevduatlar bankadan çekilecek ve banka yeni kaynak arayacak veya mevduat sahibi mevduatını yenileyecektir. Her iki durumda da banka daha yüksek olan yeni faiz oranından borç almak zorunda kalacak ve kârlılığı düşecektir.

Likidite riski ise bankaların zamanı geldiğinde yükümlülüklerini yerine getirememesi riskidir. Bankaların likiditesi, fon taleplerinin karşılanabilme yeteneği olup, finansal kurumlar için yaşamsal öneme sahip bir kavramdır. Banka fon yöneticileri, aşırı likit olmak ile yeteri kadar likit olmamanın maliyetini dengelemek zorundadır. Bankanın yeterince likit olmaması yani ödemelerinde kullanabileceği yeterli düzeyde hazır parasının bulunmaması, bankanın iflas etmesine yol açabilir. Aynı zamanda bankanın önemli bir kredi müşterisinin iflası, zincirleme etki ile bankanın kullanımına tahsis edilmiş kredi limitlerinin ve olanaklarının da durdurulmasına neden olabilir. Bu durum, bankanın kaynak girişini ve nakit akışını ciddi şekilde etkileyeceği için, bankanın iflasına veya çok zor durumda kalmasına yol açabilir.

Bankaların likidite problemlerine bağlı olarak kredilerini geri çağırımları, kredi alanların iflasına sebep olabilir. Böyle bir durumda bankalar kredilerine karşı teminat gösterilen varlıklara el koyacak ve bu varlıkları yok pahasına satacaktır. Banka varlıklarının değeri düşecek, bunun sonucunda, banka bilançolarında varlıklar ile pasifler arasında bir dengesizlik oluşacaktır. Başka bir ifade ile bankaların likidite problemi çok çabuk bir şekilde bankaların borçlarını ödeyememe problemine (solvency problems) dönüşerek banka iflaslarına yol açabilecektir.

Bankaların likidite problemi yaşanmasının bir başka sebebi olarak, gelişmekte olan ülkelerde sermaye hesabının liberalizasyonu veya istikrar politikalarının sonucu olan yüksek faiz oranlarının yurtiçine çektiği kısa vadeli yabancı sermaye akımları gösterilebilir. Faiz oranlarının düşmesi veya ekonomide yaşanan dalgalanmalar yabancı yatırımcının fonlarını geri çekmesine sebep olacak ve bu büyük sermaye kaçıışı karşısında yurt içi bankacılık sektörü likidite problemi ile yüz yüze kalacaktır.

Banka bilançolarından kaynaklanan sorunlardan biri diğeri ise bankaların **döviz cinsinden açık pozisyon** taşımaları sorunudur. Bir bankanın yabancı para yükümlülükleri, yabancı para varlıklarını geçiyorsa banka *açık pozisyonda* (short position), tam tersi bir durumda ise *kapalı pozisyondadır* (long position). Açık pozisyonda; yerli paranın değer kaybetmesi, kapalı pozisyonda ise yerli paranın değer kazanması bankanın zarar etmesine sebep olacaktır.

Ahlaki Tehlike Problemi

Ahlaki tehlike borç alınan paranın uygun olmayan türde yatırımlarda kullanılması riskidir. Bankacılık açısından, bir kişinin bankadan kredi aldıktan sonra, krediyi kullanma yöntemindeki değişiklikler nedeniyle bankanın zarara uğrama olasılığının artmasıdır. Bir kişi daha önce karşı karşıya bulunduğu riski azaltmak için belirli bir özen gösterirken kredi aldıktan sonra bu özeni göstermez hatta riski artırıcı davranış ve eylemlerde bulunursa bir ahlaki tehlike sorunu ortaya çıkacaktır.

Eichengreen ve Hausmann (1999), ahlaki tehlikenin finansal sistemin sahip olduğu dört özelliğe bağlı olarak oluştuğunu belirtmişlerdir. Bu dört özelliği şu şekilde sıralayabiliriz;

- Bankalar yüksek finansal kaldıraçla çalışmaktadırlar,
- Bankaların borçlanma kaynakları sınırlıdır,
- Bankaların üstlendiği riskler konusunda piyasalar asimetrik bilgiye sahiptirler,
- Bankacılık sistemine yönelik açık ve gizli garantiler zor durumda kalan bankaların kurtarılmasını sağlamaktadır.

Bu dört özellik artan bir şekilde risk alımını teşvik edecektir ve bu özellikler finansal sistemlerde var olduğu sürece ahlaki tehlike problemi az veya çok bütün finansal sistemlerde var olacaktır. Son dönem bankacılık sektöründe yaşanan krizlerin sebepleri arasında yer alan faktörlerden birisi ahlaki tehlike problemiyle be-

Finansal kaldıraç: Şirketin kaynak yapısı içinde kullanılan borcun oranını belirtmek için kullanılan bir terimdir. Yüksek finansal kaldıraç, bankaların kaynakları içerisinde mevduat şeklinde topladıkları borçların kendi öz sermayelerine oranla yüksek bir yer tuttuğunu göstermektedir.

Kredi tayinlaması:

Bankaların, geri ödeyememe riskinin arttığını düşündüğü durumlarda belirli bir kredi limiti tayin etmeleri ve bu limitin üzerinde kredi talebi olsa bile kredi vermemeleridir.

raber genişleyen aşırı borçlanma olgusudur. Aşırı borçlanma, aşırı risk almayı da beraberinde getirmiştir. Aşırı risk alma olgusu da verilen borçların geri ödenme olasılığını azaltmıştır. Aşırı risk alma olgusunun aynı zamanda finansal serbestleşmeyle beraber artma eğilimine girdiği gözlenmiştir.

Asimetrik bilgi, bazı borçluların almış olduğu ödünçleri geri ödememe olasılığına bağlı olarak **kredi tayinlamasına** neden olmaktadır. Örneğin, riskli bir yatırım projesini finanse etmek isteyen bir borçlu, faiz oranları yükselince borcunu geri ödemek istemeyecektir. Eğer borç veren kişi oldukça yüksek bir risk içeren bu yatırım projesini finanse etmek isteyen borçlu hakkında fazla bir bilgiye sahip değilse vermiş olduğu ödünç miktarını azaltacaktır. Bu da aşırı bir kredi talebi yaratarak faiz oranlarını daha da artıracaktır.

Ahlaki tehlikeye kaynak olan etkenlerden bir diğeri ise verdiği açık garantiler aracılığıyla risk alımını arttıran mevduat sigortalarıdır. Mevduat sigortalarının olumlu etkileri bölümümüzün ilerleyen bölümlerinde açıklanmaktadır. Banka hücumlarını önlemede oldukça etkili olan bu yöntem, mevduat sahiplerinin kayıplarını önlemeyi garanti ederek, mevduat sahiplerinin bankaları yeterince denetlememelerine yol açıp iyi banka-kötü banka ayırımını ortadan kaldırmakta ve böylelikle ahlaki tehlike problemlerine yol açmaktadır.

Finansal araçların pasiflerine yönelik hükümet garantilerinin ciddi ahlaki tehlike problemlerine yol açabileceği uzun zamandır bilinen bir gerçektir. Hükümet garantisi, aracı kurumları riskli yatırım stratejilerine yönelmelerinde teşvik edici unsur olacaktır. Bu araçlar yüksek kazanç eldebildikleri gibi, önemli zararlarla da karşı karşıya kalabilirler. Yatırım projesinin zararlı sonuçlanması durumunda bu zarar ekonominin geneline yüklenirken (ulusallaştırılırken), yatırımlardan elde edilecek kâr, yatırımda bulunanlara gidecektir. Finansal araçların riskli yatırımların peşinde bu kadar rahat koşabilmelerinin sebebi ise devlet garantisi altında olan mevduat sahiplerinin mevduatlarını yatırdıkları kurumları denetleme ihtiyacı duymamalarıdır. Dolayısıyla finansal araçların pasiflerine yönelik bir garanti politikası gütmeyi düşünen hükümetler, öncelikle bu politikaya uygun bir bankacılık düzenleme ve denetleme sistemini hayata geçirmeleri gerekmektedir.

Makroekonomik Sorunların Bankacılık Sistemine Yansıması

Makroekonomik istikrarsızlık ve bankacılık krizleri arasında önemli karşılıklı etkileşim mekanizmaları bulunmaktadır. Nasıl ki bir insanın ölümünün pek çok sebebi olabiliyorsa makroekonomik gelişmelerin bankacılık krizlerini tetiklemesinde de birçok yol mevcuttur. Bu mekanizmalardan hangisinin daha önemli olduğu konusunda bir görüş birliğine varılmamıştır. Ters bir makroekonomik şok bankalardan ödünç alanların, borçlarını zamanında ve tam olarak ödemelerine engel olarak, banka iflaslarına yol açabilir. Yurt içi para talebinde veya uluslararası sermaye akımlarında oluşabilecek bir şok bankaların kredi sözleşmelerini fonlamalarına engel olarak kriz oluşumuna aracılık eden başka bir kanal olabilir. Mevduatlara yönelik bir talep patlaması veya yabancı sermaye miktarındaki bir artış, bankaların kredi miktarlarını aşırı derecede genişletir. Bu durum ise bankacılık sistemini oldukça kırılgan bir hâle getiren geri dönüşü belirsiz kredilerle yüz yüze bırakabilmektedir.

Makroekonomik değişkenlerdeki dalgalanma ise bankacılık krizlerinin muhtemel sebeplerindendir. Büyüme ve enflasyon oranlarının geniş ölçekte dalgalandığı durumlarda kredi riskini değerlendirmek güçtür. Örneğin, şirketlerin kredi performansını ölçmekte sıkça kullanılan yöntemlerden biri olan şirketin kredi tarihçesi, hiper enflasyon ortamı içinde incelenirse son derece yanlış sonuçlara varılabilir.

Bankacılık krizleri üzerinde etkisi olan bir diğer makroekonomik değişken ise ticaret haddidir. Nispi fiyatların (relative price) esas olarak uluslararası faktörlere bağlı olarak oluşması ticaret hadlerini bankacılık sektörü için önemli kılmaktadır. Ticaret hadleri, banka müşterilerinin aleyhine dönerse bu durum müşterilerin borçlarını geri ödeme yeteneklerini azaltacaktır. Caprio ve Klingebiel (1996) çalışması, gelişmekte olan ülkelerin %75'inin bankacılık krizleri öncesi ticaret hadlerinde, ortalama %17 olmak üzere, en az %10'luk bir düşüş yaşadığını göstermektedir. Reel döviz kuru değişimleri de bankaların döviz kuru riskini arttırarak bankacılık krizi olasılığını arttırmaktadır. Döviz kurundaki ani tırmanış, açık pozisyondaki bankaları zora sokarken döviz yükümlülüklerini, döviz varlıkları ile dengelemiş bankalar bu riski müşterilerine yıktıklarından kredi riski ile karşılaşmaktadırlar.

FINANSAL KRİZLERE KARŞI ALINABİLECEK ÖNLEMLER

Finansal kriz koşullarında finansal sistemde yaşanan sorunların ekonominin toplam harcamalar düzeyini azalttığı ve toplam harcamalardaki azalmanın ise finansal sistemde yeni sorunların yaşanmasına yol açtığı ve böylece içinden çıkılması oldukça zor olan bir kısır döngü sürecine girildiğini açıkladık. Hükümetler ve özellikle merkez bankaları bu döngüyü kırmak amacıyla farklı politikalar uyguladılar. Bu uygulamalar genel olarak ekonomik faaliyetlerdeki daralmanın önüne geçmek amacıyla merkez bankasının ve kamunun kaynaklarının kullanılmasını içerir. Politika yapımcılarının finansal krizlere karşı yürüttükleri politikalara genel olarak **kur-tarma politikaları** denilmektedir ve bu politikalar kullanılarak aşağıdaki amaçlara ulaşmak istenilmektedir;

- Kriz dönemlerinde piyasalara hâkim olan panik ortamının sonlandırılması,
- Fon akımlarının normal işleyişine geri dönebilmesi için bankalar arası para piyasasında yaşanan sorunların bitirilmesi,
- Ekonomik aktivitelerin çökmesinin engellenmesi,
- Yeterince likidite sağlayacak ve deflasyon riskini önleyecek parasal canlanmanın sağlanması için likidite enjeksiyonu,
- Ekonomideki toplam talep miktarını canlandıracak mali genişleme sağlamak.

Yukarıda sıraladıklarımıza ek olarak kriz dönemlerinde sıklıkla kullanılan politika uygulamalarından iki tanesi **son durak borç mercii** ve **mevduat sigortası** olarak belirtilebilir.

Son Durak Borç Mercii

Finansal kurumların kriz dönemlerinde likidite yetmezliği sorunu yaşamaları, krizi daha da derinleştirebilecek bir etkiye sahiptir. Likidite yetmezliği bilanço değerleri iyi olan sağlam kurumların bile ödemelerini yerine getirememelerine ve bu sebeplerle faaliyetlerini sürdüremeyecek duruma gelmelerine yol açabilir. Finansal krizin etkisi sonucu piyasada risk algılamasının artmasıyla finansal kurumların piyasadaki borçlanabilme imkânı azalmakta ve finansal kurum yükümlülüklerini yerine getirebilmek için varlıklarını yok pahasına satmak (fire sales) zorunda kalmaktadır.

Merkez bankaları krize bağlı olarak risk algısının arttığı dönemlerde piyasalarda oluşan likidite yetmezliği sorununu aşmak amacıyla finansal kurumlara kredi verebilir. Bankalar, merkez bankasından sağladıkları kredi yardımıyla likidite sorunlarını aşar ve varlıklarının yok pahasına satılmasının önüne geçilir. Merkez bankası kullandığı kredinin geri ödeneceğinden emin olmak için krediyi kullanan kurumun varlıklarının bir kısmını teminat olarak göstermesini ister. Finansal kurum likidite sıkıntısı aştıktan sonra kredinin geri ödemesini yapacak ve teminat olarak gösterdiği varlıkları geri alacaktır.

Mevduat sigortası: Banka mevduatlarının bir kısmının veya tamamının kurulan bir sistem ile sigorta edilmesidir.

Mevduat Sigortası

Bankacılık sistemini banka hücumları ve finansal paniklerden korumak için kullanılabilecek bir diğer yöntem ise **mevduat sigortası** uygulamasıdır. Mevduat sigortası en yalın tanımıyla banka mevduatlarının bir kısmının veya tamamının kurulan bir sistem ile sigorta edilmesidir. Türkiye’de **Tasarruf Mevduatı ve Katılım Fonu sigortası** olarak isimlendirilen bu sistemde bankaların faaliyetlerine devam edememeleri yani iflas etmeleri durumunda, mevduat sahiplerinin maruz kalacağı kayıpların devlet veya bu amaçla kurulmuş özel bir kurum tarafından kısmen ya da tamamen ödenmesi garanti edilir. Türkiye’de mevduatın ve katılım fonlarının sigortalanması yetki ve görevi Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu’na (TMSF) aittir ve mevduatların 50 bin liraya kadar olan kısmı sigorta kapsamındadır.

Mevduat sigortası banka hücumlarını engellemede en etkin yöntemlerden biridir. Tasarruflarının devlet garantisi altında olduğunu bilen yatırımcılar bankalardan paralarını çekmek ihtiyacı duymayacaklardır. Mevduat sigortası koruması aynı zamanda mevduat sahiplerinin tasarrufları için daha az risk primi talep etmelerine neden olur. Buna bağlı olarak bankaların maliyetleri azalır ve bankaların kredilere uyguladıkları faiz oranı düşer. Mevduat sigortasının finansal sistemin etkin bir şekilde işlemesine bir başka katkısı ise küçük bankaların büyük bankalar ve devlet bankalarıyla rekabet edebilmelerine imkân tanınmasıdır.

Mevduat sigortası uygulaması banka hücumlarını önlemede başarılı olmakla birlikte bankacılık sistemi üzerinde olumsuz etkiler de yaratabilmektedir. Daha önce değindiğimiz gibi mevduatların tamamının veya bir kısmının devlet garantisi altına alınması bankacılık sektöründe ahlaki tehlikeye bağlı olarak oluşan sorunların ağırlaşmasına neden olabilir.

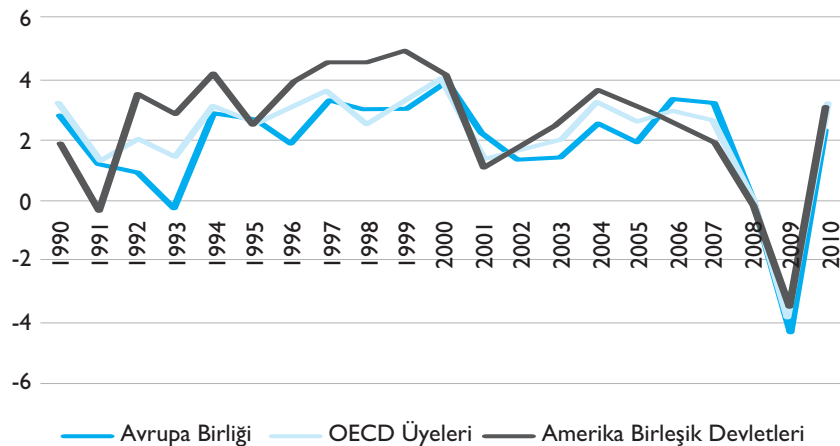
KÜRESEL KRİZ

ABD’de 2007 yılının ortalarında konut piyasasında oluşan balonun patlamasıyla başlayan ve kısa sürede finans ve reel sektöre yayılan kriz, 2008 ve 2009 yıllarında tüm dünyada etkisini artırarak küresel bir nitelik kazanmıştır. Şekil 8.2’de Dünya Bankası verileri kullanılarak hazırlanan grafikte, ABD ekonomisinin, Avrupa Birliği üyesi ve OECD üyesi ülkelerin 1990 sonrasında sergiledikleri büyüme rakamları gösterilmektedir. Bu grafikte ABD kaynaklı krizin küresel ekonomi üzerindeki yarattığı etkinin büyüklüğü son derece açık bir şekilde görülmektedir. Bu grafiğe dünyanın farklı bölgelerinde yer alan değişik ekonomilerin verilerini de dâhil etsek benzer bir görüntü ortaya çıkacaktır.

Şekil 8.2

*Küresel Krizin
Dünya
Ekonomisine
Etkileri*

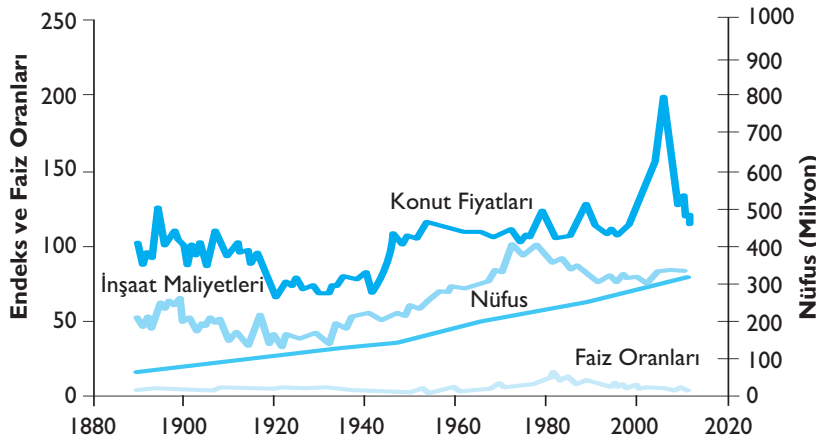
Kaynak: Dünya
Bankası-
<http://data.worldbank.org/>



Küresel krizin temelinde Amerika'daki konut piyasasında meydana gelen balonun patlamasıyla bankacılık sektörünün likidite sıkıntısı yaşamaya başlaması yatmaktadır. 2000'li yılların başında uluslararası finansal gelişmelerin en belirgin özelliklerinden birinin küresel likidite koşullarındaki genişleme olduğu söylenebilir. Özellikle 1997 yılında yaşanan Asya krizinin ardından başta Çin olmak üzere Asya ülkelerinin merkez bankaları döviz rezervlerini önemli ölçüde arttırmışlardır. Söz konusu ülkeler rezervlerini Amerika başta olmak üzere riskin düşük olduğu kabul edilen gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında değerlendirmiş ve bu durum likidite genişlemesinde etkili olmuştur. Buna ek olarak bu dönemde yaşanan verimlilik artışları ve üretimin başta Çin olmak üzere Asya kaynaklı büyümesinin etkisiyle petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki hareketler likidite bolluğuna katkı sağlayan unsurlar olmuştur. Likidite bolluğunun sonucunda faiz oranları oldukça gerilemiştir. Kredilere ulaşım kolaylaşmış ve nihayetinde başta Amerika olmak üzere gelişmiş ülkelerde aşırı bir harcama dönemi başlamıştır.

Kriz öncesindeki bolluğa bu likiditenin kârlı operasyonlara dönüştürülmesi banka sisteminin karşılaştığı en önemli sorunlardan birisi olmuştur. Bu operasyonların başında konut kredileri gelmektedir. Bankalar herhangi bir işi, geliri veya varlığı olmayan kişilere bile kredi vermeye başlamışlardır. Bu süreç toplam konut kredileri içinde düşük gelirli kişilere verilen ve riski oldukça yüksek olan eşik altı konut kredilerinin (sub-prime) oranının artmasına sebep olmuştur. Kamuoyunda NINJA (No income, no job, no asset-geliri, işi ve varlığı olmayan) kredileri olarak bilenen bu uygulamalar varlık fiyatlarının özellikle de konut fiyatlarının çok hızlı bir şekilde artmasına yol açmıştır.

Şekil 8.3'te ABD'de konut fiyatlarının 1890-2010 dönemlerinde sergilediği reel değerler ile bu dönemde inşaat maliyetlerindeki değişimler, ABD'deki nüfus artışı ve faiz oranları verileri yer almaktadır. Bu grafikte yer alan konut fiyatları reel değerlerle ifade edilmiştir. Yani enflasyonun etkisi konut fiyatlarındaki fiyat artışlarından çıkartılmıştır. Grafikten görülebileceği gibi ABD'de konut fiyatları 2000'li yıllara kadar oldukça dar bir aralıkta dalgalanmaktadır. Yine bu veriler bize ABD'de konut piyasasında balonun 1998 yılında oluşmaya başladığını göstermektedir. 1998 ile 2006 yılları arasında ABD'de konut fiyatları reel olarak %125'e yakın artmıştır.



Şekil 8.3

Amerika Birleşik Devletleri'nde Konut Piyasası Reel Fiyatları: 1890-2010

Kaynak: Robert J. Schiller (2005), *Irrational Exuberance, 2nd ed.* Princeton University Press, veriler <http://www.econ.yale.edu/~schiller/data.htm> adresinden alınmıştır.

Konut fiyatlarındaki bu artışı iki sebebe bağli olarak açıklayabiliriz. Bunlardan birincisi başta Clinton hükûmeti olmak üzere ABD'deki dönemin siyasi iktidarlarının konut kredisi sağlayan kuruluşların kredi vermelerini teşvik etmeleridir. İkincisi, menkul kıymetleştirme olgusudur.

Menkul kıymetleştirmeyi kısaca nakit akışlarının bir havuzda toplanması ve yatırımcılara satılmak üzere mali bir varlık olarak menkul kıymetler üretilmesi olarak tanımlayabiliriz. ABD'de likiditenin bol olduğu dönemde menkul kıymetleştirme sayesinde bireyler normalden fazla kredi kullanmışlardır. Menkul kıymetleştirmenin krizin sebeplerinden birisi olarak değerlendirilmesinin ana sebebi, bu sayede riskin bir kurumdan diğerine aktarılmasının kolaylaşmasıdır. Geleneksel sistemde konut kredisi kullandıran bir banka, bu kredinin vadesi dolana kadar krediyi bankanın bilançosunda tutar. Bir başka ifadeyle kredinin vadesi dolana kadar geri ödememe durumunda ortaya çıkacak bütün riskleri krediyi veren banka üstlenir. Menkul kıymetleştirme ise kredi veren kurumların bu krediyi bilançolarında taşımamalarına ve bu krediden beklenen sabit geri ödemeleri bir finansal varlığa dönüştürerek ikincil piyasalarda satmalarına olanak tanımaktadır. Bu süreçte menkul kıymetin riski ikincil piyasalarda menkul kıymetleri alan yatırımcılara transfer edilir ve bu sayede elde edilen gelir yeni krediler için kaynak oluşturur. Kredinin riskini bilançosunda taşımayacak olması kredi veren kuruluşun seçimlerinde daha az özenli olması sonucunu doğurur. Menkul kıymetleştirmenin bir başka etkisi ise eşik altı konut kredilerinin kendi yerel bankacılık sisteminden çıkarak uluslararası finansal piyasalarda kendilerine yer bulabilmelerini sağlamasıdır.

Şekil 8.3'te yer alan veriler aynı zamanda bize konut fiyatlarındaki yükselişin 2006 yılı itibarıyla tersine döndüğünü göstermektedir. Bir kısım konut kredisinde başlayan geri ödeme problemleri sonucunda banka portföylerindeki hacizli konut sayısı artmaya başlamıştır. Bankaların bu konutları satmak istemesi piyasadaki arz miktarını arttırarak fiyatların daha da aşağıya çekilmesinde etkili olmuştur. Amerika'daki konut kredileri içerisinde eşik altı kredilerin miktarının kriz öncesi dönemde arttığından bahsetmiştik. Yüksek risk düzeyinde ve düzensiz gelire sahip eşik altı kredisini kullananlar, kullandıkları kredinin değerinin altına düşen evleri için daha fazla ödeme yapmak istememiş ve kredi ödemelerine son vermişlerdir. Sonuç olarak, aynen varlık balonları konusunu işlerken anlattığımız gibi hızlı bir şekilde yükselen ev fiyatları yine son derece hızlı bir şekilde düşmeye başlamıştır.

Amerika'daki eşik altı konut kredisi kaynaklı bu dalgalanma önce ABD finansal piyasalarını, ardından da dünya piyasalarını etkilemiştir. Bu süreçte, eşik altı konut kredilerinin menkul kıymetleştirilerek uluslararası piyasalarda diğer finansal kuruluşlara satılmış olması ve bu kredileri teminat olarak kabul eden sermaye piyasası araçlarının yaygınlığı krizin hızlı bir şekilde uluslararası piyasalara yayılmasında etkili olmuştur. Bunun yanı sıra finansal piyasalardaki denetleyici ve düzenleyici çerçevede ortaya çıkan aksaklıklar da eşik altı piyasasında yaşanan riskli gelişmelerin önceden kontrol altına alınmasını engelleyerek bu sürece katkı sağlamıştır.

Özet



Finansal krizlerin ne olduğunu açıklayabilecek ve finansal krizlerin ekonomiyi nasıl etkilediklerini tartışabilmek

Finansal sistemin temel işlevi fon fazlasına sahip olan tasarruf sahipleri ile fon ihtiyacı içerisinde olanlar arasında fon aktarımını kolaylaştırmak olarak tanımlamıştık. Bu durumda finansal sistemin farklı sebeplerle işleyişinin bozulması ve ödünç alanlar ile ödünç verenler arasındaki bu fon akımının sürdürülememesi durumunu finansal kriz olarak tanımlayabiliriz. Bu ünite, **finansal krizler** temel olarak iki farklı kategoriye altında sınıflandırılmıştır. Bunlar bankacılık krizleri ve döviz (para) krizleridir. Döviz krizleri basitçe nominal döviz kurunda meydana gelen büyük oranlı devalüasyonlar olarak tanımlanabilir. Bankacılık krizi kavramı iki farklı durumu ifade eder. Bunların ilkinde gerçek veya potansiyel banka iflasları veya banka başarısızlıkları, bankaların yükümlülüklerini yerine getirmelerini engeller. İkincisinde ise devlet bankacılık kesiminin krizini önlemek için bankacılık sistemine önemli ölçüde fon aktarmakta ve böylelikle sistemde yaşanması olası krizlerin önüne geçmektedir. Finansal krizlerin reel ekonomi üzerinde hem doğrudan hem de dolaylı etkileri bulunmaktadır. Doğrudan etkilerinin başında varlık sahiplerinin varlık fiyatlarında meydana gelen düşüşlerden olumsuz etkilenmeleri ve mali başarısızlığa uğrayan şirket sahiplerinin varlıklarını kaybetmeleri ve bu kuruluşlara verilen kredilerin geri ödenmemesi gösterilebilir. Mali başarısızlığa uğrayan kuruluş bir banka ise sigorta kapsamında olmayan mevduat sahipleri ve bu banka aracılığıyla yatırımlarını fonlayan firmalar ciddi zararlar görecektir. Finansal krizlerin ekonomi üzerindeki dolaylı etkilerine örnek olarak, varlık fiyatlarında meydana gelen değer kayıpları ve toplam harcamaların önemli ölçüde azaltılması gösterilebilir. Varlık piyasalarında meydana gelen çöküş bu varlıkları ellerinde bulunduranların servetlerini negatif etkileyecek ve bu durum tüketim harcamalarının azalmasına sebep olacaktır. Varlık piyasalarında yaşanan negatif gelişmeler aynı zamanda hane halkı ve firmaların ekonomiye duy-

dukları güvenin zayıflamasına yol açacaktır. Gelecek döneme ilişkin beklentilerde ortaya çıkan bu belirsizlik, ekonomik birimlerin harcamalarını ertelemelerine sebep olacaktır. Bu durum ise tüketim ve yatırım harcamalarını azaltacaktır.



Finansal krizlerin ülkeler arasında nasıl yayıldığını açıklayabilmek

Krizin bir ülkeden diğerine sıçraması veya herhangi bir ülkede kriz yaşandığı bilgisinin, kendi ülkemizde kriz yaşanması olasılığını arttırması durumuna **finansal krizlerin bulaşıcılık** adı verilmektedir. Yaşanılan ekonomik krizlerin ekonomiler arasında bulaşmasını üç kategoride sınıflandırabiliriz. Musonal etkisi (monsoonal effect) olarak isimlendirdiğimiz birinci kategoride, endüstriyel ülkelerde yaşanan şoklar, gelişmekte olan ülkelere krizlerin tetikleyicisi olmaktadır. Bulaşma yerine daha çok yayılma (spillover) kavramının kullanıldığı ikinci kategoride ise aralarında ticaret veya bölgesel yakınlık gibi doğrudan ilişki bulunan ülkelere birinde yaşanan krizin, ilişkide olduğu diğer ekonomilerin makroekonomik büyüklükleri üzerinde çok büyük olumsuz etkiler doğurmasıdır. Üçüncü kategori ise şokların ülkeler arasında yayılma mekanizmaları arasında, yukarıdaki iki kategoride yer almayan ve daha çok beklentilerdeki değişimlere bağlı olarak ortaya çıkan hemen her durumu kapsamaktadır. Yani bulaşmayı, piyasa bileşenlerinin beklentilerindeki kaymalar gibi, makroekonomik değişkenler ile açıklanamayan aktarım mekanizmaları aracılığıyla, bir ülkede yaşanan krizin başka bir ülkede krizin tetikleyicisi olması durumu olarak açıklayabiliriz.

Finansal krizlerin bir ekonomiden bir diğerine bulaşmasında farklı aktarım kanalları çalışmaktadır. Krizlerin nasıl bulaştığı hakkında ise farklı görüşler bulunmaktadır. Ünite kapsamında bulaşmanın etkisinin ortaya çıkışında etkili olan ticaret kanalı, likidite kanalı ve sürü davranışı açıklanmıştır.



Finansal krizlere karşı alınan politika önlemlerini açıklayabilmek

Hükûmetler ve özellikle merkez bankaları finansal krizlerin varlık fiyatları üzerinde yarattığı azaltıcı etkiyi ve toplam harcamalardaki daralmayı azaltmak amacıyla farklı politikalar uygular. Bu uygulamalar genel olarak ekonomik faaliyetlerdeki daralmanın önüne geçmek amacıyla merkez bankasının ve kamunun kaynaklarının kullanılmasını içerir. Politika yapıcılarının finansal krizlere karşı yürüttükleri politikalara genel olarak kurtarma politikaları denilmektedir. Bu politikaların amacı şu şekildedir; kriz dönemlerinde piyasalara hâkim olan panik ortamının sonlandırılması, fon akımlarının normal işleyişine geri dönebilmesi için bankalar arası para piyasasında yaşanan sorunların bitirilmesi, ekonomik aktivitelerin çökmesinin engellenmesi, yeterince likidite sağlayacak ve deflasyon riskini önleyecek parasal canlanma enjeksiyonu, ekonomideki toplam talep miktarının canlandıracak mali genişleme sağlamak.

Kendimizi Sınayalım

1. Aşağıdakilerden hangisi bankaların vade uyumsuzluğu yaşaması sorununun sebebini doğru olarak göstermektedir?
 - a. Bankalar kısa dönemli borçlanır ve uzun dönemli borç verir.
 - b. Bankalar uzun dönemli borçlanır ve kısa dönemli borç verir.
 - c. Banka kredilerinin bir kısmı kısa dönemliken geri kalanı uzun dönemlidir.
 - d. Bankanın borçlarının bir kısmı kısa dönemliken geri kalanı uzun dönemlidir.
 - e. Bankalar yabancı para üzerinden borçlanırken yerli para üzerinden borç verir.
2. Aşağıdakilerden hangisi mevduat sahiplerinin aynı zamanda paralarını bankadan geri çekmek istemeleri sonucunda, bankacılık sistemini tehlikeye sokan ekonomik olguyu doğru olarak göstermektedir?
 - a. Finansal bulaşma,
 - b. Döviz krizi,
 - c. Borç krizi,
 - d. Banka hücumları,
 - e. Yüksek kaldıraç
3. Aşağıdakilerden hangisi varlık balonlarının ortak özellikleri arasında **yer almaz**?
 - a. Fiyatlardaki hızlı artış,
 - b. Fiyat artışlarının yükselmeye devam edeceği beklentisi,
 - c. Ekonomik birimlerin sadece öz kaynaklarıyla varlık satın alması,
 - d. Varlığın fiyatının tarihsel olarak sergilediği değerlerin üstünde olması,
 - e. Balonun patlaması durumunda kesin ve kalıcı fiyat düşüşlerinin yaşanması.
4. Aşağıdakilerden hangisi başka bir ülkede finansal kriz yaşandığı bilgisinin bizim ülkemizde de kriz yaşanma olasılığını arttırması durumunu gösterir?
 - a. Banka panikleri,
 - b. Finansal bulaşma,
 - c. Döviz krizleri,
 - d. Vade uyumsuzluğu
 - e. Likidite sıkıntısı.
5. Aşağıdakilerden hangisi finansal liberalizasyon olgusunun temel özellikleri arasında **yer almaz**?
 - a. Kredi tavanlarının kaldırılması,
 - b. Finansal sisteme girişin önündeki engellerin kaldırılması,
 - c. Uluslar arası sermaye hareketlerine sınırlar getirilmesi,
 - d. Yurt içi finansal piyasaların rekabete açık hale getirilmesi.
 - e. Döviz alım ve satımının serbestçe yapılmasını kısıtlayan uygulamalara son verilmesi.
6. Aşağıdakilerden hangisi kapsamında ilk defa mikro ekonomik faktörlerin de döviz krizine yol açabileceği kabul edilmiştir?
 - a. Birinci nesil kriz modelleri,
 - b. İkinci nesil kriz modelleri,
 - c. Üçüncü nesil kriz modelleri,
 - d. Bulaşma modelleri,
 - e. Sürü davranışı.
7. Aşağıdakilerden hangisi bir ekonomide reel GSYİH'nın iki veya daha fazla çeyrek yıllık periyotta arka arkaya negatif büyüme göstermesini ifade eder?
 - a. Resesyon
 - b. Genişlemeci üretim açığı
 - c. Daraltıcı üretim açığı
 - d. Bulaşma
 - e. Finansal kırılganlık.
8. Aşağıdakilerden hangisi döviz krizinin esas nedenini temel ekonomik değişkenlerdeki kötü gelişmelerin, hükûmeti sabit döviz kurunu destekleyemez duruma getirmesi olduğunu savunan kriz modelini göstermektedir?
 - a. Birinci nesil kriz modelleri,
 - b. İkinci nesil kriz modelleri,
 - c. Üçüncü nesil kriz modelleri,
 - d. Bulaşma modelleri,
 - e. Bankacılık krizleri.

9. Aşağıdaki faktörlerden hangisinin üçüncü nesil döviz krizi modelleri kapsamında krize sebep olan mikro ekonomik faktörler arasında olduğu kabul **edilmez**?

- Bankacılık sektörüne yönelik devlet garantisi,
- Son durak borç mercii uygulaması
- Vade yapısı ve toplam borç içindeki dış borç oranı
- Bankacılık sektörünün varlıklarının kalitesinde bozulma
- Bankacılık sektöründe geri ödenmeyen kredi oranının artması

10. Aşağıdakilerden hangisi Türkiye'deki ticari bankaların mevduatlarının sigortalanması yetki ve görevine sahip kuruluşu göstermektedir?

- Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
- Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
- Hazine Müsteşarlığı
- Maliye Müsteşarlığı

Okuma Parçası



İki krizin ihracat öyküsü

Yolculuğumuza devam ediyoruz: Bugün sıra küresel kriz ile 2001 krizi sırasında yaşanan ihracat gelişmelerinde. Bu karşılaştırmaların amacı sadece geçmişini incelemek değil.

Yolculuğumuza devam ediyoruz: Bugün sıra küresel kriz ile 2001 krizi sırasında yaşanan ihracat gelişmelerinde. Bu karşılaştırmaların amacı sadece geçmişini incelemek değil. En önemli amacı da değil. Önümüzdeki dönemin olası gelişmeleri hakkında ipucu elde etmek asıl amaç. Bakalım yolculuk sonunda ileriye yönelik çikarsamalar yapabilmek mümkün olacak mı?

Bugün ele aldığım ihracat verisi, sadece mal ihracatı değil. Gayri safi yurtiçi hasıla (GSYH) hesaplarında yer aldığı şekliyle mal ve hizmet ihracatı. Bir anlamda Türkiye'nin döviz gelirlerinin toplamı. Bir diğer farklılık da, bu verilerin fiyat çeşitli kur hareketlerinden arındırılmış gerçek (reel) veriler olması.

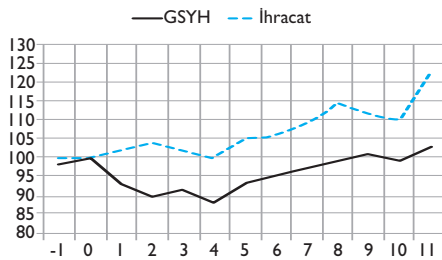
İlk grafikte, 2001 krizinden önce GSYH'nin ulaştığı tepe noktası (2000'nin son çeyreği) ile krizden sonra tekrar aynı noktaya geri döndüğü 2003'ün ilk üç çeyreği arasında geçen sürede gerçekleşen ihracat değerleri var. Aynı grafikte 2000'nin sonundaki zirve değeri 100 olacak şekilde 'normalleştirilmiş' GSYH hareketleri de yer alıyor. İhracat verisi de benzer bir şekilde normalleştirilmiş durumda. Grafik 2'de ise son kriz sırasında her iki değişkende gerçekleşen hareketler gösteriliyor. Bu krizden önceki zirve GSYH değeri 2008'in ilk çeyreğinde. Grafiklerde yer alan düz çizgiler GSYH, kesikli çizgiler ise ihracat için. Her iki grafikte (bundan önceki yazılarımda olduğu gibi) yatay ekseninde yer alan '0' noktaları sözünü ettiğim zirve GSYH değerlerine karşı geliyor. Diğer rakamların anlamı da açık: Mesela '2' rakamı GSYH'nin zirveye ulaştığı dönemden iki çeyrek sonraki dönemi gösteriyor.

İşte şimdi çok farklı iki hareket yakaladık: Çünkü yazımdaki grafiklerde, bankalarımızın ve şirketlerimizin yurtdışından sağladıkları net kaynak (borç) miktarı açısından fazla bir farklılık göze çarpmıyordu söz konusu iki krizde. Oysa ihracat açısından büyük farklılık var.

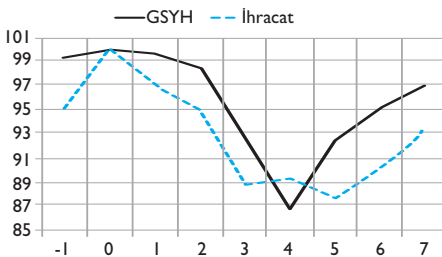
2001 krizinde GSYH hızla düşerken ihracat hiçbir zaman krizden önceki zirve değerinin altına inmemiş. Bir dönem hariç hep yükselmiş. O dönemde dış kaynak miktarının hızla kuruduğu ve daha sonraki bir yazında ele alacağım yurtiçi banka kredilerinin hızla daraldığı dikkate alındığında, bizi ayakta tutan unsurlardan birinin ihracattaki artış olduğu açık biçimde ortaya çıkıyor. Oysa son krizde GSYH hızla düşerken ihracatımız da hızla düşmüş. Bir anlamda GSYH'deki düşmenin temel nedenlerinden birisi olmuş. Küresel kriz sırasındaki hareketler açısından bir diğer dikkat çekici olgu ise, ihracatın krizden önceki zirve değerinin hala oldukça altında seyrettiği gerçeği.

İlerisi için bu kısa analizden çıkan mesaj açık: Mal ve hizmet sattığımız ülkelerin alım gücünün yükselmesi üretimimiz açısından çok önemli. Bu çerçevede AB ülkelerinin bir an önce ayağa kalkmaları yararımıza olacak. Oysa orada olan biteni ibretle seyredivoruz. Hala Yunanistan'ı kurtarıyor 'gibi' yapmakla meşguller. Bu durumda, önümüzdeki dönemde ihracat pazarlarımızı daha fazla çeşitlendirme kapasitemiz büyük önem taşıyacak. İlerisine yönelik olası gelişmeler hakkında daha sağlıklı değerlendirmeler yapmak için bu analiz bir ipucu veriyor: Bundan sonra pazar çeşitlenmesinin nasıl gittiğine de odaklanmak gerekecek.

Grafik 1: 2001 krizi sırasında mal ve hizmet ihracatı ve GSYH hareketleri (2000'nin 4. çeyreği 2003'ün 3. çeyreği)



Grafik 2: Küresel kriz sırasında mal ve hizmet ihracatı ve GSYH hareketleri (2008'in 1. çeyreği 2010'un 1. çeyreği)



Kaynak: FATİH ÖZATAY - fatih.ozatay@radikal.com.tr
19/04/2010- Radikal Gazetesi

Kendimizi Sınavalım Yanıt Anahtarı

1. a Yanıtınız yanlış ise "Bankacılık Krizleri" konusunu yeniden gözden geçiriniz.
2. d Yanıtınız yanlış ise "Finansal Krizler Sırasında Oluşan Ortak Hareketler" konusunu yeniden gözden geçiriniz.
3. c Yanıtınız yanlış ise "Finansal Krizler Sırasında Oluşan Ortak Hareketler" konusunu yeniden gözden geçiriniz.
4. b Yanıtınız yanlış ise "Finansal Krizler Sırasında Oluşan Ortak Hareketler" konusunu yeniden gözden geçiriniz.
5. c Yanıtınız yanlış ise "Bankacılık Krizleri" konusunu yeniden gözden geçiriniz.
6. c Yanıtınız yanlış ise "Döviz Krizleri" konusunu yeniden gözden geçiriniz.
7. a Yanıtınız yanlış ise "Finansal Krizlerin Ekonomi Üzerinde Etkileri" konusunu yeniden gözden geçiriniz.
8. a Yanıtınız yanlış ise "Döviz Krizleri" konusunu yeniden gözden geçiriniz.
9. b Yanıtınız yanlış ise "Döviz Krizleri" konusunu yeniden gözden geçiriniz.
10. c Yanıtınız yanlış ise "Finansal Krizlere Karşı Alınabilecek Önlemler" konusunu yeniden gözden geçiriniz.

Sıra Sizde Yanıt Anahtarı

Sıra Sizde 1

Bankacılık sektöründe yaşanan bir kriz hane halkı ve firmaların mevduatlarını kaybetmesine neden olarak servetlerini azaltır Servet düzeyindeki azalma ise ekonomik faaliyetlerin temel belirleyicisi olan toplam harcamaları daraltır. Banka iflasları çok kısa bir sürede sistemde yer alan diğer bankalara yayılabilmektedir. Sistem içerisinde belirgin bir paya sahip olan sadece bir bankanın batması bile çok sayıda mevduat sahibinin zarar görmesinin yanı sıra bankacılık sisteminin tamamını, kredilerini bu bankada kullanan şirketlerin faaliyetlerini ve buna bağlı olarak genel ekonomik faaliyetlerin tamamını etkileyebilmektedir.

Yararlanılan Kaynaklar

- Alatar, D. (2009). "Küresel Krizin Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme" http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Dogan_Alantar_Kuresel_Finansal_Kriz_Nedenleri_Sonuclari_MFY8_1.pdf (Erişim tarihi: 22 Mayıs 2012)
- Arman T. ve Gürman Tevfik (1997). **Bankalarda Finansal Yönetime Giriş**, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, İstanbul.
- Babic, Ante ve Ante Zigman (2001). "Currency Crises: Theoretical and Empirical Overview of The 1990s", **Croatia Nation Bank Surveys**, November.
- Ball, L. (2012). **Money, Banking and Financial Markets**, Worth Publisher.
- Berlemann, Michael, Kalin Hristov ve Nikolay Nevosky (2002). "Lending of Last Resort, Moral Hazard and Twin Crises: Lessons From the Bulgarian Financial crises 1996/1997", **William Davidson Working Papers**, No: 464, May.
- Caramazza, Francesco, Luca Ricci ve Ranil Salgado (2000). "Trade and Financial Contagion in Currency Crises", **IMF Working Paper** 00/55.
- Caprio, Gerard ve Daniela Klingebiel (1996). "Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy or Bad Banking?" **Annual World Bank Conference on Development Economics**, World Bank, Washington D.C.
- Corbett, Jenny ve David Vines (1999). "Asian Currency and Financial Crises: Lessons from Vulnerability, Crisis and Collapse". **The World Economy**, Vol. 22(2): 155-77.
- Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti ve Nouriel Roubini (1999). "Paper tigers? A model of the Asian Crisis," **European Economic Review**, No: 43: 1211-1236.
- , — ve — (1998). "What Caused the Asian Currency and Financial Crises?" paper presented at CEPR/World Bank Conference "Financial crises: Contagion and Market Volatility", London, 8-9 May.
- Demigruc-Kunt, Aslı ve Enrica Detragiache (1997). "The Determinants of Banking Crises in Developed and Developing Countries", **IMF Staff Papers**, Vol. 45: 81-109.
- Demigruc-Kunt, Aslı ve Enrica Detragiache (1998). "Financial Liberalization and Financial Fragility", **Annual Bank Conference on Development Economics**, World Bank Washington D.C.
- Durusoy, S. (2000). *Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri*. <http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/tem2000/finans.htm> (erişim tarihi 22 Mayıs 2012)
- Dornbusch, Rudiger, Yung Chul Park ve Stijn Claessens (2000). "Contagion: Understanding How It Spreads", **The World Bank Research Observer**, vol.15, no.2: 177-197, August.
- Drazen, Allan (1999). "Political Contagion in Currency Crises", **NBER Working Paper Series** No: 7211, June.
- Eichengreen, Barry ve Ricardo Hausmann (1999). "Exchange Rates and Financial Fragility" **NBER Working Paper Series** 7418, Cambridge, November.
- Edwards, Sebastian (2000). "Crisis Prevention: Lessons from Mexico and East Asia", **NBER Working Paper Series**, No. 7233.
- (2000). "Interest Rates. Contagion and Capital Controls", **NBER Working Paper Series**, No: 7801.
- Forbes, Kristin J. ve Roberto Rigobon (1999). "No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Co-movements," **NBER Working Paper Series**, No: 7267.
- Gavin, Michael ve Ricardo Hausmann (1996). "The Roots Of Banking Crises: The Macroeconomic Context", **Inter American Development Bank Working Paper** 318.
- Goldstein, M. ve Turner, P. (1996). "Banking Crises In Emerging Economies: Origins And Policy Options", **BIS Economic Papers**, No: 46.
- Hubbard, R. ve A. P. O'Brien. (2012). **Money Banking and the Financial System**, New York, Addison Wesley.
- Kaminsky, Graciela, L. ve Carmen Reinhart (1996). "The Twin Crises: Causes of Banking and Balance-of-Payments Crises", **American Economic Review** 89(3): 473-500.
- Kansu, A. (2006). **"Döviz Kuru Sistemleri ve Döviz Krizleri"** Güncel Yayıncılık.
- ve — (2000). "On Crises, Contagion, And Confusion", **Journal Of International Economics** vol:51, s.145-168.
- Kar, M ve Taş, S. (2003). İktisadi Kalkınmada Para ve Sermayenin Yeri. (ss.159-195). *Kalkınma Ekonomisi Seçme Konular*. Bursa: Ekin Kitabevi
- Karabulut, Gökhan (2002). "Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri", **Der Yayınları:328**, İstanbul.

- Krugman, Paul (1979). "A Model Of Balance Of Payments Crises", **Journal of Money, Credit, and Banking**, 11:311-325.
- (1999). **Balance Sheets, The Transfer Problem, and Financial Crises**. International Finance and Financial Crises: Essays in Honor of Robert P. Flood, Jr., Ed.: Peter Isard, Assaf Razin, and Andrew K. Rose Boston: Kluwer Academic; Washington: International Monetary Fund.
- Özatay, F. (2011). **"Finansal Krizler ve Türkiye"**. Doğan Kitap, Üçüncü Baskı.
- Özatay, F. (2011). **Parasal İktisat, Kuram ve Politika**, Ankara, Efil Yayınevi.
- Özdemir, B. K. (2007). "Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizler ve Erken Uyarı Sistemleri: Markov Geçiş Modellemesi" Anadolu Üniversitesi, Doktora tezi.
- Mason, Paul R. (1998). "Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers And Jumps Between Multiple Equilibria", **IMF Working Paper**.
- Mishkin, F.S. (2012). **Money, Banking and Financial Markets**, New York, Addison Wesley, 10th Edition.
- Pesenti, Paolo ve Cedric Tille. (2000). "The Economics Of Currency Crises And Contagion: An Introduction", **FRBNY Economic Policy Review**, Vol: 6, No: 3.
- Radelet, Steven ve Jeffrey Sachs. (1998). "The Onset of the East Asian Financial Crisis", **Harvard Institute for International Development Working Paper**.
- Şişman, M. (2006). **Parasal Kriz teorileri ve Gelişmekte Olan Ülkeler**, Marmara Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt 21, Sayı.1 ss.15-35.