

MERKEZ BANKALARININ İKİLİ FİNANSAL SİSTEMDE KULLANDIKLARI PARASAL AKTARIM MEKANİZMASINA TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI ÖRNEĞİ ÜZERİNDEN FAİZSİZ BİR YAKLAŞIM ¹

Fatih KAZANCI ^a

Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş., Türkiye

MAKALE BİLGİSİ

Makale Geçmişi:

Başvuru: 13 Ağustos 2020
Kabul: 12 Ocak 2021

JEL Sınıflandırma:

E43
E52
E58
Z12

Anahtar Kavramlar:

Merkez Bankacılığı,
Para Politikası,
Politika Faiz Oranı,
Parasal Aktarım
Mekanizması,
İslami Bankacılık

ÖZ

Dünyada ikili (dual) finansal sistemleri yani hem faizli hem de faizsiz bankaları yöneten merkez bankaları her iki finansal sisteme de aynı politika faiz oranını uygulamaktadırlar. Faizsiz bankacılık sistemi üzerinden parasal aktarım mekanizması olarak kredi kanalını kullanan bir merkez bankasının belirlediği politika faiz oranını kullanması bazı sakıncalar doğurmaktadır. Bu sakıncalardan ilki, politika faiz oranının faizsiz bankalar üzerinden piyasaya yansımadır. Diğeri ise, bu oranın kullanımının enflasyon üzerine olan olumsuz etkisidir. Makalenin amacı; bu sakıncaları gidermek için merkez bankalarının, politika faiz oranı yerine farklı bir oran kullanmasını önermektir. Bir merkez bankasının ikili finansal sistemi yönetirken faizsiz bankacılık sistemine politika faiz oranı uygulamak yerine gerçekleşen reel GSYİH ile belirleyeceği politika getiri oranı uygulaması sayesinde enflasyonun kontrolü daha etkin bir şekilde gerçekleşecektir.

¹ Bu çalışma İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi İslam Ekonomisi ve Uluslararası Finans Doktora Programında 2019 yılında kabul edilen "Merkez Bankalarının Faizsiz Bankalar Üzerindeki İşlev ve Etkileri: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Örneği" isimli doktora tezinden üretilmiştir.

^a **Sorumlu Yazar:** Dr., Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş., E-posta: fatih.kazanci@kuveytturk.com.tr, <https://orcid.org/0000-0002-7865-4229>

Kaynak göster: Kazancı, F. (2020). Merkez Bankalarının İkili Finansal Sistemde Kullandıkları Parasal Aktarım Mekanizmasına Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Örneği Üzerinden Faizsiz Bir Yaklaşım. *İslam Ekonomisi ve Finansı Dergisi*, 6(2) 273-310

© IZU Uluslararası İslam Ekonomi ve Finansı Araştırma ve Uygulama Merkezi. Tüm Hakları Saklıdır.

AN INTEREST-FREE APPROACH TO THE MONETARY TRANSMISSION MECHANISM USED BY CENTRAL BANKS IN DUAL FINANCIAL SYSTEM ON THE CASE OF THE CENTRAL BANK OF THE REPUBLIC OF TURKEY ²

Fatih KAZANCI ^b

Kuveyt Turk Participation Bank Inc. Turkey

ARTICLE INFO

Article history:

Received: August 13, 2020

Accepted: January 12, 2021

JEL Classification:

E43

E52

E58

Z12

Keywords:

Central Banking,
Monetary Policy,
Policy Interest Rate,
Monetary Transmission
Mechanism,
Islamic Banking

ABSTRACT

Central banks that manage dual financial systems in the world apply the same policy interest rate to both financial systems. The use of the policy interest rate determined by a central bank using the credit channel as a mechanism for monetary transmission through the non-interest banking system poses some drawbacks. The first of these drawbacks is the reflection of the policy interest rate on the market via non-interest banks. The other is the negative effect of the use of this rate on inflation. It is suggested in this article that central bank should use different rate instead of policy interest rate to remedy these drawbacks. Inflation control will be more effective through the implementation of the policy rate of return, which a central bank will determine with real GDP instead of applying the policy interest rate to the non-interest banking system when managing the dual financial system.

² This study has been produced from the doctoral thesis entitled "The Functions and Impacts of Central Banks on Interest-Free Banks: Example of Central Bank of the Republic of Turkey" that accepted in Istanbul Sabahattin Zaim University, Islamic Economics and International Finance PhD Program in 2019.

^b **Corresponding Author:** Dr., Kuveyt Turk Participation Bank Inc., E-mail: fatih.kazanci@kuveytturk.com.tr : <https://orcid.org/0000-0002-7865-4229>

To cite this article: Kazanci, F. (2020). An Interest-Free Approach to the Monetary Transmission Mechanism Used by Central Banks in Dual Financial System on the Case of the Central Bank of the Republic of Turkey. *Journal of Islamic Economics and Finance*, 6(2) 273-310

© IZU International Research Center for Islamic Economics and Finance. All rights reserved.

Giriş

Dünya geneline bakıldığında bazı İslam ülkeleri merkez bankalarının hem geleneksel hem de faizsiz bankacılık sistemini yani ikili finansal sistemi kontrol ettikleri görülür. Enflasyon hedeflemesi rejimi kullanan merkez bankaları tek bir “politika faiz oranı” belirleyerek ikili finansal sistem üzerinden parasal aktarım mekanizmasını çalıştırmaktadırlar. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) politika faiz oranını, beklenen enflasyon oranı üzerine, orta vadeli bir bakış açısıyla bir reel faiz oranı koyarak belirler (TCMB, 100 Soruda Merkez Bankacılığı). Faiz oranı bir araç olup, asıl amaç bu aracı kullanarak önceden belirlenen fiyat istikrarı hedefine ulaşılmasıdır. Fakat beklenen enflasyon oranı ve reel faiz oranı gibi iki belirsiz oran ile saptanan politika faiz oranı, piyasada da belirsizliğe yol açabilir ve bu durum piyasadaki para-mal dengesini bozarak fiyat istikrarı üzerinde olumsuzluklara neden olabilir. Bu belirsizliğin azaltılması ancak parametrelerden birinin sabitlenmesiyle sağlanabilir. Bunun için ülkenin bir önceki yıl gerçekleşen reel büyüme oranı sabit bir parametre olarak kullanılabilir. Bu sabit oran üzerine beklenen enflasyon oranı eklenerek yeni bir oran bulunabilir. Bu oranın adı “politika getiri oranı” olacaktır.

Klasik para politikası görüşüne göre; piyasada üretimi artırmadan para arzının artırılması fiyatların artışına neden olur. Oysaki merkez bankalarının belirlediği politika faizi bazen ülke üretiminden yani toplam çıktıdan daha fazla para arzı yaratabilmektedir. Ayrıca piyasadaki belirsizlik ve faiz oranlarındaki artış, genellikle finansal istikrarı bozmakta ve yatırımları azaltmaktadır. Merkez bankalarının yatırımları tekrar artırmaları için para arzını artırmaları gerekir. Bu durum bazen enflasyona sebep olmaktadır. Oysaki tahmine dayalı belirsiz bir politika faiz oranı kullanmak yerine, Friedman’ın da parasal hedefleme adıyla önerdiği, geçmiş yıl büyümesine yani üretime endekslenmiş bir politika getiri oranı, piyasada üretilen çıktı kadar para arzına izin vereceğinden enflasyon da kontrol altına alınabilecektir.

Bu makalenin amacı; merkez bankalarının “politika getiri oranı” kullanarak, faizsiz bankacılık sistemi üzerinden parasal aktarım mekanizmasını çalıştırması ve sonuçta reel sektörü bu oran ile fonlayarak piyasadaki para arzını kontrol edebilmesi imkânını incelemektir. Sonuçta merkez bankaları para arzını ülkenin ürettiği reel mal ve hizmetler kadar artıracak ve bu durumda enflasyon kontrol altına alınabilecektir. Enflasyonun kontrol altına alınması yani finansal istikrarın sağlanması, büyümenin hızlandırılmasına ve işsizliği kontrol altına alınmasına katkı sağlayacaktır.

Literatür Değerlendirmesi

Mishkin'e (2008) göre; parasal iktisat teorisinde para politikası aktarım mekanizması genel olarak bir "kara kutu" dur (Mishkin, 2008). "Kara kutu" olarak adlandırılmasının nedeni, parasal aktarımın şu üç baskın faktör tarafından etkilenmesidir: (1) Bankacılık endüstrisi ve sistemdeki ekonomik aktörlerin faaliyetlerindeki davranışları. (2) Para politikası uygulamalarının başından son hedefe ulaşmaya kadar geçen süre. (3) Ulusal ekonomik gelişme ile birlikte parasal aktarım kanallarında meydana gelen değişiklikler (Sanrego ve Rusydiana, 2013: 29).

İkili bankacılık sisteminde merkez bankaları ve finansal sistemi düzenleyenler iki farklı bankacılık sektörünün farklı karakteristiklerine dikkat etmek zorundadırlar. Bu durumda politika yapımcılar her iki bankacılık sektörüne eşit olarak davranmamalıdır. Her bankanın farklı karakteristiğine göre farklı bir politika uygulanmak zorundadır (Fakhrunnas, Dari ve Mifrahi, 2018: 173).

Chapra'ya (1985) göre; İslami para politikasının ana hedefleri şunlardır: (1) Tam istihdam ve ekonomik gelişme, (2) sosyo-ekonomik adalet ve gelir dağılımında eşitlik ve (3) fiyat istikrarı. Ascarya'ya (2014) göre ise; İslam'da para politikası, reel sektördeki aktivitelere bir karşılıktır ve reel sektörde paranın dolaşım hızını artırabilecek yani paranın birikmesini caydırabilecek bir politika belirlenmelidir. Bu sebeple parasal sektör ve reel sektör arasında ikilik mevcut değildir. Çünkü parasal sektör her zaman reel sektörü takip eder ve reel sektörle bağlantılı kalır. İslami finansın karakteristiği, reel sektöre dayanmasıdır. Bu nedenle piyasa aktörlerinin ekonomiye katma değer katmayan işlemlerden kâr elde etme şansları yoktur (Ascarya, 2014: 2).

Sukmana ve Kasim'ın (2010) yaptıkları araştırmaya göre; Malezya ekonomisinde İslami bankaların kullandıkları krediler ve topladıkları mevduatlar parasal aktarım sürecinde önemli bir rol oynamıştır. Özellikle İslami mevduatlara ve kredilere istatistiksel olarak bakıldığında görülmektedir ki para politikası göstergesi reel çıktı ile bağlantılıdır (Sukmana ve Kasim, 2010: 22).

Sanrego ve Nikmawati (2010) araştırmalarında; uygulamanın altıncı ayı sonunda enflasyona faiz oranının negatif etkisinin İslami finans tarafından azaltılabileceğini bulmuşlardır. Fakat İslami finansmanla geleneksel finansman arasındaki yer değiştirme mekanizması faiz oranları arttığı zamanlarda gerçekleşmemiştir (Sanrego ve Nikmawati, 2010: 34-35).

Sanrego ve Rusydiana'nın (2013) Endonezya'da yaptıkları bir araştırmanın sonucuna göre ise; İslami bankacılık talep tarafına daha fazla katkıda bulunursa enflasyon oranının düşmesine pozitif katkı sağlayacaktır. Enflasyonun negatif

etkisini kontrol altına almak ve enflasyonu yönetmek açısından Endonezya’da İslami bankacılık payının artırılmasına ihtiyaç vardır. Araştırma sonucunda bulunmuştur ki geleneksel para politikası enstrümanları olan banka kredileri ve bankalararası para piyasası enstrümanları enflasyon oranını artırmaktadır. Bu nedenle parasal sektör ve reel sektör arasındaki dengenin sağlanması ve ekonomide dalgalanmaların azaltılması için bu enstrümanların etkinliklerinin yeniden yorumlanmasına ihtiyaç vardır. Devlet veya para otoriteleri faizsiz bankacılık endüstrisinin gelişimine ciddi çaba sarfetmeliler ve faiz oranlarının mümkün olan en alt seviyeye nasıl düşürülebileceği üzerine bir yol bulmalıdırlar. Bu durum, İslami finansal araçların istikrarının sağlanmasının, ekonomide para politikası aktarım mekanizmasının etkinliğini artırmak için geleneksel kesime verilen önem kadar önemli olduğunu gösterir (Sanrego ve Rusydiana, 2013: 43).

Bir merkez bankasının faizsiz bankaları, alternatif ya da sistemi tamamlayıcı bankalar olarak tanımlamaları gerekmektedir. Aksi halde politika faiz oranları yükseltildiğinde katılım bankalarının faizsiz fonları da bu durumdan olumsuz şekilde etkilenmekte ve fonlama miktarları azalmaktadır. Faizsiz bankaların, faizden kaçınırken faiz oranlarının olumsuz etkilerinden dolayı zarar görmeleri faiz oranları ile olan bağlarından kopamadıklarının da bir göstergesi niteliğindedir. Bir faizsiz banka faiz oranı riskinden kesinlikle etkilenmemelidir (Hasin ve Majid, 2015: 97). Bu durum, Malezya Merkez Bankası’nın ekonomide enflasyonun ve ekonomik durgunluğun üstesinden gelmesinde İslami finans aracılığıyla para politikasını kullanabileceği anlamına gelir (Said ve Ismail, 2007).

Kassim ve Majid (2009); İslami bankaların bilanço kalemlerinin, geleneksel bankalarınkine kıyasla para politikası değişikliklerine nispeten daha duyarlı olduğu ve dolayısıyla para politikası şoklarından doğrudan etkilendiğini gösterdiler. Geleneksel bankaların bilanço kalemlerinin, özellikle geleneksel kredilerin faiz oranlarındaki değişimlere duyarlı olduğu ve geleneksel bankaların para politikasının istikrarsızlaştırıcı etkisini dengeleyebildikleri gösterilmiştir (Kassim ve Majid. 2009: 251).

Hanif vd.’nin (2009), “İslami finasta parasal yönetim ve merkez bankacılığı” adlı makalelerinde; pek çok ülkede yapılan gözlemlere dayanarak nominal GSYİH (Gayri Safi Yurtiçi Hasıla) oranının kredi fiyatlamasında referans olarak kullanılabilirliği önerilmiştir. Makale, merkez bankalarına nominal gelir hedeflemesini, İslami bankacılık sistemi için likidite yönetiminde kullanmalarını da önermektedir (Hanif ve Sheikh, 2009: 9).

Shaikh (2009), “İslami finasta merkez bankasının rolü” adlı makalesinde, İslami finans endüstrisinde alternatif bir gösterge oranının geliştirilmesini öngördü. GSYİH ile bağlantılı bir aracın yaygınlaştırılmasının İslami bankacılık

ürünlerinin ve İslami para piyasasında yatırım araçlarının fiyatlandırılmasında kullanılabilirliğini savundu (Shaikh, 2009: 20).

Bacha ve Mirakhor (2013), “İslami sermaye piyasası ve gelişim” adlı kitaplarında; İslami bankacılıkta para ve sermaye piyasası ürünlerinde reel faiz oranı yerine GSYİH oranına bağlı araçların kullanımını önermişlerdir (Bacha ve Mirakhor, 2013: 253).

Uddin vd.’nin (2015) “İslami para politikası: Faiz oranının alternatifi mevcut mu?” adlı makalelerine göre ise; faizsiz bir ekonomik çerçevede bir merkez bankası para arzı ve kredi oluşturmada zorunlu karşılıkları kullanmayı devam ettirmelidir. Ayrıca GSYİH ile bağlantılı enstrümanların yaygınlaştırılması ile Açık Piyasa İşlemleri (API) için temel bir araç sağlanacak olup, bu enstrüman için ikincil bir piyasa da oluşabilecektir (Uddin ve Halim 2015: 23).

Merkez Bankalarının Para Politikası ile İlgili İşlevleri ve Etkileri

Genel anlamda, parasal araçlar kullanılarak ekonomik amaçlara ulaşmaya çalışan uygulamalara “para politikası” adı verilir. Merkez bankaları para politikalarını uygun para politikası araçlarını kullanarak, belirli nihai hedefler doğrultusunda uygularlar. Para politikasının amaçladığı nihai hedefler genel olarak; ekonomik büyüme, enflasyonla mücadele, işsizliği önleme ve dış ticareti geliştirme olarak sıralanabilir.

Para politikası uygulamalarının dört bileşenden oluştuğu söylenebilir. Bu dört bileşen sayesinde para politikasının başarısı ve sonuçları görülüp değerlendirilebilir. Bunlar; nihai amaç, ara hedef, hedeflere ulaşmada kullanılacak araçlar ve bunları uygulama yollarıdır. Genellikle para politikaları oluşturulurken iki farklı amaç gözetilir. Öncelikle bir merkez bankasının orta veya uzun vadeli hedefi olmalıdır. Bir merkez bankasının orta veya uzun vadede sadece bir hedefinin olması, üzerinde mutabakata varılan bir görüştür. Bu hedef, genellikle fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Fiyat istikrarının nihai hedef olarak seçilmesi, bu hedefin para politikaları uygulamaları ile ulaşılabilir bir hedef olması dolayısıyladır. Sonraki aşama, bir merkez bankasının ara hedefini belirlemesidir. Ara hedef, nihai hedefle tutarlı ve istikrarlı bir hedef olmalı, ayrıca merkez bankası tarafından kontrol edilebilir bir değişken olmalıdır. Bu değişkenin diğer politika amaçlarının etkisinden uzak bir hedef olması tercih edilir. Böyle bir ara hedefin belirlenerek açıklanması sadece para politikası ve eğilimleri hakkında topluma bilgi vermekle kalmaz aynı zamanda para politikası uygulamaları için de kamuoyunun desteği alınmış olur. Bu dört kriteri sağlayan; parasal büyüklükler, döviz kuru ve faiz oranları gibi birden fazla ara hedef olabilecek değişken mevcuttur. Para politikası bunlardan hangisinin öncelikli hedef olarak seçileceğini belirler (Erçel, 1996: 1).

Merkez bankalarının kullandığı para politikası araçlarıyla nihai hedefleri arasında doğrudan bir ilişki mevcut değildir. Ara hedefler nihai hedeflerle daha yakından ilişkilidir. Bu nedenle merkez bankalarının faiz oranı, döviz kuru ve para arzı gibi ara hedefleri kullanarak nihai hedeflerine varma olasılığı daha yüksektir (Aktan, Utkulu ve Togay, 1998).

İki temel ara hedeften bahsedilebilir. Bunlar kısa vadeli faiz oranları (politika faizi) ve parasal büyüklüklerdir. Bunlara ek olarak gelişmekte olan ülkeler için döviz kurları da ara hedeflerden biridir. Tüm bu ara hedeflere ulaşmak için faaliyet hedefleri kullanılır. Parasal büyüklükler için faaliyet hedefi olarak parasal taban ve toplam rezerv, döviz kurları için net dış varlıklar ve kısa dönemli faiz oranları için de gecelik faiz oranları kullanılır (Yıldırım ve Özer, 2013: 98).

Parasal büyüklükler, merkez bankaları tarafından doğrudan kontrol edilebilen ve uyguladıkları para politikaları ile yönlendirebildikleri değişkenlerdir. Parasal büyüklük, parasal taban gibi merkez bankası bilançosuna ilişkin bir büyüklük olabildiği gibi, M1 gibi banka mevduatlarını içeren bir büyüklük de olabilir. Döviz kurları da iyi bir alternatif değişken hedef olabilir. Çünkü döviz kurları, parasal büyüklüklere oranla mali değişikliklerden doğrudan etkilenmezler. Burada en önemli nokta, merkez bankasının bağımsız olmasıdır. Çünkü faizler politik müdahalelere açık değişkenler olduğundan merkez bankasının bu konuda serbest bırakılması zorunludur. Aksi halde kurlarda büyük dalgalanmalar meydana gelebilir (Erçel, 1996: 2).

Para Politikalarına Yönelik Teorik Yaklaşımlar

Genel anlamda merkez bankaları para politikalarını genellikle klasik, Keynezyen ve monetarist görüşlere göre yönetmişlerdir. Bu görüşler aşağıda kısaca açıklanmaya çalışılmıştır.

a) Klasik Görüş Göre Para Politikası

Klasik iktisatçılar parayı peçe olarak görürler yani para, reel değişkenler üzerinde herhangi bir etki yapmamaktadır. Klasik iktisatçılara göre para, sadece mübadele ilişkilerini kolaylaştıran bir araçtır. Onlara göre; ekonomideki fiyat düzeyi tamamen piyasadaki para miktarı tarafından belirlenir. Paranın reel değişkenler üzerinde etkisinin olmamasına paranın yansızlığı veya nötürlüğü adı verilir (Yıldırım ve Özer, 2013: 35).

Neoklasik iktisadın para arzı ve fiyat düzeyini ilişkili hale getiren yaklaşımına “paranın miktar teorisi” adı verilir. Fisher tarafından geliştirilen bu teori, aşağıda gösterilen mübadele denklemini kullanır.

$$M \cdot V = P \cdot T \quad (1)$$

Bu teoriye göre; bir ekonomideki tüm mübadelelerin parasal olarak değeri, para arzı ile paranın dolaşım hızının çarpımına eşittir. (1) nolu denklemde; belli bir dönemdeki tüm mübadelelerin sayısı T , bu mübadelelerin ortalama fiyatı P , para miktarı M ve paranın dolaşım hızı V dir. Denklemde işlem sayısını ifade eden T yerine sadece milli gelir hesabına giren değişimleri Y ve ortalama fiyat yerine de ortalama fiyat düzeyini ifade eden P aldığımızda denklemin sağ tarafı, nominal milli hasılayı verir. Buna göre bir ekonomik sistem içerisinde para miktarı hangi oranda artarsa, üretimde artış olmadığı takdirde, fiyat düzeyi de aynı oranda artacaktır (Yıldırım ve Özer, 2013: 35).

Klasik iktisat görüşünde, para politikasının etkisiz olduğu söylenmekle birlikte aktif bir para politikasının tam istihdam sağlanmasında ücret-fiyat mekanizmasının yükünü azaltacağı da ifade edilmiştir. Bu, klasiklerin para politikasını tamamen göz ardı etmediğinin de bir göstergesidir (Akçay, 1997: 7).

b) Keynezyen Görüşe Göre Para Politikası

1930'larda yaşanmış olan ekonomik kriz dönemi sonucunda maliye politikalarının para politikalarına oranla iktisadi faaliyetleri etkilemede daha etkili olduğu görüşü öne sürülmüştür. Bu yaklaşım John Maynard Keynes tarafından öne sürülmüş olup, politika yapıcılar tarafından da genel kabul görmüş bir yaklaşımdır. Bu yaklaşım 1970'lere kadar enflasyon ve işsizliğin önlenmesinde başarılı sonuçlar üretmiştir. Keynezyen yaklaşıma göre; faiz, para politikasının en önemli aracıdır ve para politikasındaki uygulamalar faiz oranlarını etkileyebildiği oranda talep üzerinde de etkili olacaktır.

Keynezyen görüşe göre; faiz oranları para arz ve talebi tarafından belirlenir. Para politikası araçları kullanılarak para arzı artırıldığında eğer para talebi sabitse, faiz oranları düşecektir. Faiz oranlarının düşmesiyle, yatırım ve tüketim harcamaları yani toplam harcamalar artacaktır. Durgunluk yaşayan bir ekonomide toplam talebin bu şekilde artışı, gelir düzeyini de artırır. Keynezyen görüşe göre, tam istihdam düzeyine ulaşılan kadar para arzının artırılması fiyatlar genel düzeyini etkileyecek ve böylece gelir seviyesinin artışı sağlanabilecektir. Bu görüş, Keynezyen parasal aktarım mekanizması olarak adlandırılır.

Keynezyenler, maliye politikalarını tam istihdam için ana politika olarak düşünürler. Ayrıca para politikasının toplam talebin kontrolü üzerindeki etkisinin ise önemsiz olduğunu ifade ederler (Akçay, 1997: 8).

c) Monetarist (Parasalcı) Görüşe Göre Para Politikası

1960'lı yıllarda Milton Friedman öncülüğünde parasalcılar olarak adlandırılan iktisatçılar, para politikalarının toplam talep üzerindeki etkisini,

sadece faiz oranı ve yatırım harcamaları arasındaki ilişkiye göre açıklamanın yetersiz olduğunu ileri sürmüşlerdir. Parasalcılara göre; para politikaları faiz oranı dışında da pek çok kanal yardımıyla toplam talebi etkileyebilir. Ayrıca Keynezyen görüşün aksine, nominal faiz oranları ile yatırım harcamaları arasındaki ilişkinin zayıf bir ilişki olduğunu öne sürmüşlerdir. Onlara göre; borçlanma ve yatırım kararları, nominal yerine reel faiz göz önünde bulundurularak belirlenmektedir.

Bir merkez bankasının para arzını artırması faiz oranlarını geçici olarak düşürebilir. Toplam talepteki artış fiyat düzeyinin artışı üzerinde daha etkili olur. Dolayısıyla enflasyon beklentisi ve faiz oranlarında artış meydana gelmektedir. Enflasyon beklentisi paranın dolaşım hızını artırarak enflasyonu körükler. Bu nedenle parasalcılar, ekonomide durgunluk yaşandığı dönemlerde merkez bankasının para arzını artırarak ekonomide tam istihdam gelir düzeyine ulaşmaya çalışmasının karşısındadırlar. Onlara göre; para arzı ile ekonomiye fazla müdahale edilmesi ekonomide istikrarsızlığa yol açar. Parasalcı ekonomistlerden Friedman, para arzı konusunda yapılacak en iyi uygulamanın, para arzını reel GSYİH'deki artış oranında artırmak (para arzı kuralı) olduğunu ileri sürer (Ertek, 2004: 256).

Parasalcılar klasik düşüncenin ilkelerini kabul etmekle birlikte Paranın Miktar Kuramı'nda yeni yaklaşımlarda bulunmuşlardır. (1) nolu denklemdeki M ile P arasındaki ilişki yerine M ile $P.Y$ arasındaki ilişkiye odaklanarak para arzının yalnızca fiyatlar genel düzeyini değil, geçici de olsa toplam ekonomik faaliyetleri etkileyeceğini savunmuşlardır.

Monetarisler ayrıca, ekonominin eksik istihdamda olabileceğini kabûl ederek, para arzını artırarak eksik istihdam ortamında da üretimin artırılabilceğini kabûl etmişlerdir. Onlara göre; görünmeyen el mekanizması, ekonomiyi tam istihdama yönlendirir fakat milli gelirde para arzındaki bir değişikliğe bağlı olarak meydana gelecek bir artış ya da azalış geçici olacaktır. Bununla birlikte ekonomi tam istihdama ulaşırken para arzını artırarak işsizliği azaltma çabaları ise başarısız kalacaktır. Çünkü insanlar para arzındaki artışları doğrudan fiyatlara yansıtacaklar ve sonuçta reel ekonomide bir genişleme oluşmayacaktır (Akçay, 1997: 9-10).

d) Modern Para (Teorisi) Politikası

Neoklasik para politikasının küresel kriz karşısında yetersiz kaldığı görüldüğünde, sermaye hareketlerinin serbest hale geldiği küresel dünyada, paraları rezerv para statüsü taşıyan ülkelerin bütçe açığı vermek ve para basmak suretiyle ekonomiyi yönlendirme çalışmalarının enflasyon yaratmayacağını anlatan bir teori geliştirilmiş olup, bu teorinin adı modern para teorisidir.

Bu teori, vergi toplanmadan kamu harcaması yapılmaması yaklaşımının hatalı olduğunu savunmaktadır. Bu teoriye göre; önce harcama yapılmalı, sonra da bu harcamanın yarattığı gelirlerden vergi alınmalıdır. Ana akım ekonomi politikaları enflasyonun denetlenmesini para politikası yoluyla gerçekleştirmeyi savunurlarken, modern para teorisi yaklaşımı enflasyonun maliye politikaları ile kontrol altına alınabileceğini savunur.

2008 küresel krizi sonrası, merkez bankaları parasal genişleme politikası uygulayarak piyasadaki hazine tahvillerini satın almışlar ve bu yolla piyasaya likidite vermişlerdir. Bu sayede modern para teorisinin önce harca sonra vergi al ilkesini bir ölçüde hayata geçirmişlerdir (Eğilmez, 2020).

Merkez Bankalarının Para Politikası Yönetiminde Kullandığı Araçlar

Günümüzde para politikalarının piyasada uygulanması aşamasında merkez bankaları aşağıdaki para politikası araçlarının bir karışımını kullanmaktadırlar.

Açık Piyasa İşlemleri

Açık piyasa işlemleri (APİ), devlet tahvili ve hazine bonusu gibi araçların merkez bankaları tarafından ikincil piyasada alınıp satılması yoluyla banka rezervlerini daraltmak ya da genişletmek, dolayısıyla da ekonomik sistem içerisindeki para arzını etkilemek amacı taşır. Açık piyasa işlemleri sayesinde bankaların toplam likiditeleri, para piyasası ve menkul kıymetler piyasalarının tam anlamıyla geliştiği piyasalarda, menkul kıymetlerin piyasada oluşmuş olan fiyatlarından merkez bankaları tarafından alınıp satılmasıyla etkilenmektedir (Önder, 2005: 70).

Hazine, ihraç ettiği bono ve tahvilleri merkez bankası dışındaki kişi ve kurumlara satar. Dolayısıyla merkez bankaları, hazine bonusu ve devlet tahvillerini doğrudan hazineden almaz. Bu değerli kâğıtlar, bono piyasalarında vadelerine kadar alınıp satılırlar. Merkez bankası açık piyasa işlemlerini bu piyasada gerçekleştirirken hazine bonusu satın aldığı anda karşılığını satıcının banka hesabına aktarır. Bu en basit şekilde satıcının bankasının merkez bankasındaki rezervlerinin artması anlamına gelir. Satıcı, bononun karşılığı olan meblağı bankasından çektiğinde piyasadaki nakit miktarı artmış olacaktır. Bu durum para arzının artışı anlamına gelir. Eğer parayı çekmeyip bankasında mevduat hesabında tutarsa mevduat artışı nedeniyle yine para arzında artış meydana gelecektir. Mevduattaki artış, banka rezervlerinin artması anlamına geldiğinden kaydi para yaratma süreci de başlayacak ve para arzı daha da artacaktır. Bu durumda fiyat istikrarı hedefi olumsuz yönde etkilenecektir.

Açık piyasa işlemleri tam tersine para arzını azaltmak için de kullanılır. Merkez bankası sahip olduğu hazine bonolarını bono piyasasında satarak, bonoların karşılığını nakit olarak aldığı anda piyasadaki nakit miktarı ve

dolayısıyla para arzını azaltacaktır. Fakat bu satışların ödemeleri genellikle nakit olarak yapılmaz. Bono alıcıları ödemelerini, bankalarındaki mevduatlarını merkez bankasına transfer ederek yaparlar. Bu durumlarda banka rezervlerinde azalma meydana gelir. İlk aşamada bankaların elindeki mevduat azalır, bu da para arzında azalmaya neden olur. İkinci aşamada ise bankalarda yaratılacak olan kaydi para azalır. Çünkü banka rezervlerinin azalması piyasaya sunabilecekleri kredi miktarını azaltacaktır (Kılıçaslan vd., 2012: 179).

Merkez bankaları açık piyasa işlemlerini hem savunmaya yönelik hem de hücumu yönelik olarak kullanırlar. Bir merkez bankası para tabanını değiştirecek unsurların etkilerini gidermek istiyorsa savunmaya yönelik açık piyasa işlemi uygulamaktadır. Bunun yanı sıra bir merkez bankası, piyasada para tabanını etkileyecek her hangi bir tehdit edici unsur olmasa bile para tabanını değiştirme arzusunda ise de hücumu yönelik açık piyasa işlemleri uygulamaktadır (Koçyiğit, 2009: 20-21).

Merkez bankaları, parasal tabanın genişliğini belirleyebilmek için sınırsız sayıda açık piyasa işlemi ile dilediği kadar tahvil alıp satabilirler. Bununla birlikte merkez bankaları, piyasadaki çeşitli unsurlar hakkında yeni bilgiler edindikçe ve piyasada değişiklik hissettiğinde de parasal tabanı istediği yönde APİ'ler vasıtasıyla yönlendirebilirler. APİ kolayca tersine çevrilebildiğinden çok esnek bir politika aracı olarak tanımlanabilir. APİ'ye katılım açısından bakılırsa, katılımcılar açısından bir zorunluluk mevcut olmadığı görülür. Arzu edilen sıklık ve miktarda APİ ile piyasaya para arz edilmesi veya tam tersi olarak piyasadaki para çekilmesi mümkün olduğu için APİ'ler, likiditenin ve kısa vadeli faiz oranlarının yönetiminde çok etkin bir araçtır. Ayrıca finansal rekabetin ve piyasaların gelişmesine de katkıda bulunan bir para politikası aracıdır (Koçyiğit, 2009: 22).

Zorunlu Karşılık Oranları

Zorunlu karşılıklar, banka pasiflerindeki bazı yükümlülüklerin belli bir oranda nakit olarak merkez bankasında bloke edilmesidir (Akçay, 1997: 39). Bu uygulama ile bankaların vade ve kredi risklerini azaltmak için varlıklarının belirli bir oranda risksiz ve likit olarak tutulması amaçlanır. Ayrıca parasal çarpanın bu uygulama ile kontrol altına alınmasıyla para arzında ayarlama yapılması da amaçlanır (Parasız, 2011: 185). Merkez bankaları zorunlu karşılık oranlarında değişiklik yaparak bankaların ellerindeki rezerv parayı yani parasal tabanı ve böylece bankacılık sisteminin kaydi para genişlemesini etkileyebilirler (Akçay, 1997: 39).

Zorunlu karşılık uygulamalarının beş temel fonksiyonu mevcuttur (Önder, 2005: 87):

- Bankacılık sistemindeki risklerin azaltılması.

- Para arzının ayarlanması.
- Kısa vadeli faiz oranları üzerinde istikrarın sağlanması.
- Likidite yönetiminin kolaylaştırılması.
- Senyoraaj geliri elde edilmesi.

Bu politikanın doğrudan “fiyat etkisi” mevcut olmayıp, miktar etkisi aracılığıyla fiyatlar üzerinde dolaylı etkisi mevcuttur. Oysaki API ve reeskont işlemleri doğrudan fiyat etkisine dayanmaktadır.

Zorunlu karşılık uygulaması para politikası dışında merkez bankasına gelir de sağlayan bir uygulamadır. Merkez bankası zorunlu karşılıklara faiz ödemez veya piyasa faiz oranları altında faiz verirse ve kendisinde toplanan rezervleri piyasa faiz oranı üzerinde değerlendirirse bir faiz geliri elde eder.

Zorunlu karşılık uygulaması ile merkez bankalarının para arzı üzerinde etkili olması fiyat istikrarı ve dolayısıyla büyüme ile de ilişkilidir. Şöyle ki bir merkez bankasının enflasyonun yüksek olduğu bir ortamda, piyasayı daraltıcı bir politika izlemek istemesi durumunda, piyasadaki para arzını düşürmek amacıyla zorunlu karşılık oranlarını arttıracaktır. Böylece bankalar merkez bankasında daha fazla nakit tutacaklar ve piyasayı fonlamak için ellerinde daha az nakit kalacaktır. Sonuçta, piyasadaki tüketim ve enflasyonist baskı azalacaktır. Fiyat istikrarının sağlanması yani enflasyonun düşük ve dalgasız bir seyir izlemesi halinde bu durum ekonomik büyümeyi de olumlu şekilde etkileyecektir.

Para arzı ve faiz oranlarını kontrol edebilmek amacıyla zorunlu karşılık uygulamasının avantajı, piyasadaki bankaları aynı ölçüde etkilemesi ve para arzında güçlü etkisi olmasıdır. Fakat zorunlu karşılık oranını değiştirmenin güçlü bir araç olması çok da iyi olmayabilir. Çünkü sadece oranı değiştirerek para arzı ve faiz oranında küçük değişiklikler yapmak zordur. Mishkin’e göre; “Para arzında ince ayarlamalar yapmak için zorunlu karşılıkları kullanmak kaya delicisi ile mücevher kesmeye kalkışmak gibidir.” (Mishkin, 2000: 79).

Reeskont İşlemleri

Bankaların portföylerinde bulunan ticari senetlerinin vadeleri dolmadan merkez bankalarına iskonto ettirerek (alacağın vadesi gelmeden önce paraya çevrilmesi) likidite elde etmelerine reeskont kredileri adı verilmektedir (Kılıçaslan vd., 2012: 179). Merkez bankası devlete kredi açtığı gibi bankalara da kredi açabilmektedir. Merkez bankasının bankalara reeskont işlemleri ile kredi açması parasal tabanı da artırmaktadır (Yıldırım ve Özer, 2013: 99).

Reeskont kredi mekanizması şu şekilde çalışmaktadır: Elinde ticari bir senet veya devlet tahvili bulunduran birisi bu kıymetli evrağı vadesinden önce bir bankaya getirerek iskonto ettirebilir. Banka likiditeye ihtiyaç duyduğunda

iskonto ettiği bu evrakları merkez bankasına ibraz ederek yeniden iskonto ettirebilir. İkinci kez bir evrağın iskonto edilmesi reeskont işlemi olarak ifade edilir.

Merkez bankasının reeskont faiz oranlarını azaltması yani reeskont penceresini genişletmesi bankaların kredi taleplerini haliyle artıracak ve parasal tabanı da genişletecektir. Tersine reeskont oranını yükseltmesi ise parasal tabanı daraltacaktır. Bunun dışında merkez bankasının reeskont kredileri yoluyla parasal tabanı kontrol etmesinin yanında piyasadaki paniklerin önlenmesinde de reeskont kredileri önem taşır. Merkez bankası bu fonksiyonu ile son kredi mercii görevini de yerine getirmektedir. Böylece merkez bankası piyasada likidite eksikliği duyulduğunda paniği önlemek amacıyla ihtiyaç duyulan krediyi bankalara sunmaktadır. Merkez bankası bunu reeskont penceresini genişleterek yapmaktadır (Yıldırım ve Özer, 2013: 100).

Bu politikanın piyasa üzerinde hem miktar hem de fiyat etkisi mevcuttur. Bankalar iskonto sonrası elde ettikleri parayı müşterilerine kredi olarak kullandırdıklarından bankaların kaydı para üretme süreci de başlamış olmaktadır. Ayrıca merkez bankaları iskonto faiz oranlarını değiştirerek piyasadaki kısa vadeli faiz oranlarını da değiştirmiş olurlar. Dolayısıyla merkez bankaları bu uygulama ile hem miktar hem de fiyat üzerine etki ederler (Koçyiğit, 2009: 32).

Reeskont uygulamaları, APİ ve zorunlu karşılık uygulamalarından çok daha eski olan bir para politikası aracıdır. 1914 öncesinde her merkez bankası iskonto oranı olarak bir resmi faiz oranı belirliyordu. 1920'lere kadar bu araç yoğun olarak kullanıldı (Koçyiğit, 2009: 32). Ayrıca bu uygulama, piyasaların tam olarak gelişmediği 1980'li yıllardan önce, merkez bankalarının kullandığı en önemli politika araçlarından biriydi. Reeskont uygulamaları ile merkez bankaları, bankalar aracılığı ile reel sektöre de kredi kullandırmaktadır. Bu uygulama, en önemli hedefin ekonomik büyüme olduğu eski merkez bankacılığı anlayışını yansıtır. Geçmişte merkez bankaları reeskont uygulamaları ile bazı sektörleri desteklemiştir. Fakat piyasaların gelişmesiyle APİ işlemleri daha etkin hale gelmiştir. Dolayısıyla reeskont penceresi işlemleri günümüzde çok aktif olarak kullanılmamaktadır (Önder, 2005: 80).

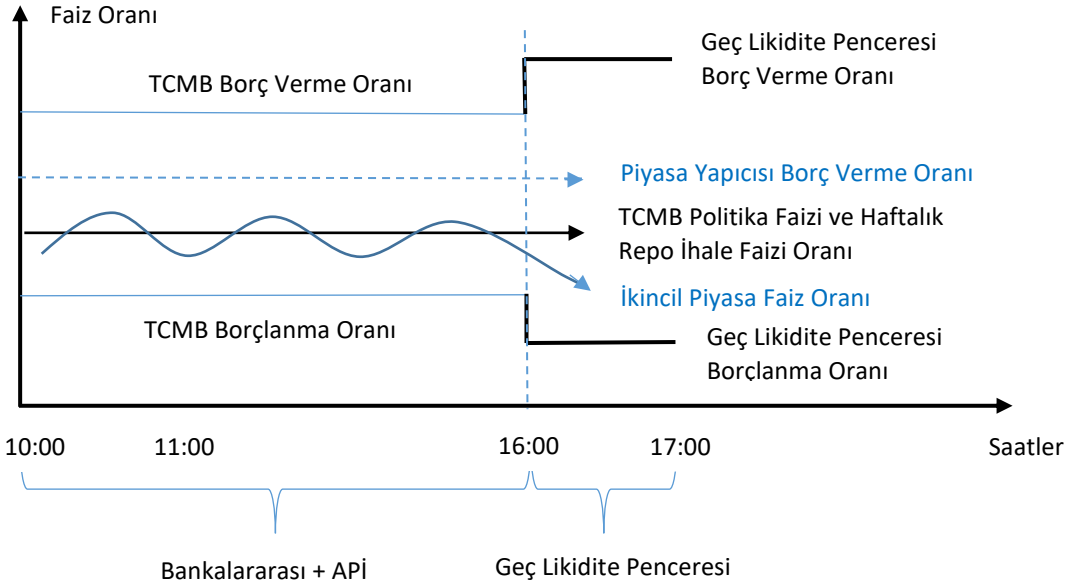
Faiz Koridoru

Piyasadaki belirsizliklerin giderilmesi ve sermaye akımlarında meydana gelen dalgalanmaların döviz kurları ve ekonomi üzerindeki olumsuz etkisinin azaltılması için TCMB, "faiz koridoru" yapısını uygulamaktadır. Faiz koridoru, gecelik borç verme ve borç alma faizi arasında kalan aralık olarak tanımlanır. Sistem içerisindeki bir bankanın geçici likidite ihtiyacı duyması durumunda TCMB'den kısa vadeli borçlanmak için ödemeyi kabul ettiği faiz oranına,

gecelik borç verme faiz oranı adı verilir. Gecelik borç alma faiz oranı ise, bankanın elindeki likidite fazlasıyla faiz kazanmak için TCMB'ye elindeki parayı mevduat şeklinde yatırmakla almayı kabul ettiği faiz oranıdır. Bu yapının bir sonucu olarak piyasa faiz oranları bu faiz koridoru içerisinde oluşmaktadır.

Mevcut durumda TCMB, piyasayı bir haftalık repo işlemi aracılığıyla fonladığı için 1 hafta vadeli repo fonlama faizi, politika faizi olarak adlandırılır. Hem politika faiz oranı hem de faiz koridoru ayda bir kez Para Politikası Kurulu toplantısında kamuoyuna ilan edilir (Vural, 2013: 64).

Şekil 1: TCMB'nin Uyguladığı Faiz Koridoru Yapısı



Kaynak: TCMB, 2013b: 14

TCMB, piyasa faizlerini ve likiditesini etkilemek için piyasaya kısa vadeli likidite sağlamak ve likidite fazlası olanlardan da gecelik olarak borç almaktadır. Faiz koridoru (Bkz. Şekil 1), "TCMB'nin gecelik olarak bankalardan borçlanabileceği ve bankalara borç verebileceği faiz seviyeleri arasında kalan alan" olarak tanımlanabilir. TCMB, ayrıca politika faizi üzerinden miktar ihalesi yoluyla bankaları fonlamaktadır. TCMB yeni para politikası kapsamındaki likidite yönetiminde, gecelik piyasada oluşan faiz oranlarını ekonomik ve finansal gelişmelere bağlı olarak ayarlamaktadır. Böylece piyasaya verilen likidite ayarlanarak para piyasasındaki gecelik faiz oranlarının politika faizinden farklı olmasına izin verilebilmektedir. TCMB, geçici fiyat dalgalanmalarının beklentiler üzerinden enflasyon görünümünü bozmaması için gereken zamanlarda ek parasal sıkılaştırmaya (EPS) gitmiş olup

EPS yapılan günlerde piyasaya yapılan fonlama azaltılarak faizlerin koridorun üst seviyesine yaklaşması sağlanmıştır. Faiz koridorunun genişliği, TCMB'nin likidite operasyonlarıyla kısa vadeli piyasa faizlerinde günlük yapacağı değişikliklerin boyutunu belirlemektedir.

Faiz koridoru, tek başına bir para politikası aracı olmayıp, piyasa faizlerinin politika faizinden sapsmasını engellemek için kullanılmaktadır. Bunun için faiz koridoru, politika faizi etrafında simetrik ve dar bir bant aralığı içerisinde tanımlanır ve pasif bir role sahiptir. TCMB, gerek duyduğunda faiz koridorunun genişliğini ayarlamakta ve bu koridoru politika faizi etrafında asimetrik şekilde oluşturabilmektedir.

Sermaye akımlarının arttığı durumlarda, faiz koridoru aşağı doğru genişletilmektedir. Bu sayede kısa vadeli spekülasyon hareketlere engel olunmakta ve ucuz likiditeyle temin edilen kredi büyümesi sınırlanmaktadır. Ters durumda, yani sermaye girişlerinin azaldığı dönemlerde ve kur hareketlerinin arttığı zamanlarda ise faiz koridoru yukarı doğru genişletilmektedir. 2010 yılı sonlarında uygulanan para politikasında, faiz koridoru uygulaması önemli bir rol almıştır. Bu sayede global piyasalarda devam eden belirsizlik dönemlerinde yaşanan ani değişimlere yanıt verilebilmiştir (Vural, 2013: 64).

2021 yılı para ve kur politikasına göre ise TCMB, faiz koridoru ve geç likidite penceresini para politikası aracı olarak 2021 yılında kullanmayacaktır. TCMB 2021'de temel para politikası aracı olarak bir hafta vadeli repo ihale faiz oranlarını kullanmayı planlamıştır (TCMB, 2021).

Rezerv Opsiyon Mekanizması

Rezerv opsiyon mekanizması (ROM), sistem içerisindeki bankaların Türk lirası zorunlu karşılıklarının belirli bir yüzdesinin dövizle veya altınla tutulmasına olanak sağlamaktadır. Rezerv opsiyon oranı, bu imkânın hangi seviyede kullanılabileceğini belirler. Rezerv opsiyon katsayısı (ROK) ise birim Türk lirası zorunlu karşılık başına tesis edilecek döviz ve altın miktarını belirleyen katsayıdır (Çetin, 2016: 87).

Sermaye girişinin fazla olduğu dönemlerde, bankaların dövizle rahat ulaşmaları ve döviz maliyetinin düşük olması nedeniyle, bankalar ROM'u daha fazla kullanacaklardır. Dolayısıyla, ROM uygulaması sayesinde, yurtdışından gelen fazla sermayenin yol açabileceği Türk lirasının fazla değerlenmesi ve hızlı kredi büyümesi dövizli kredilerde engellenebilmektedir. Bu imkânın daha fazla kullanımı sayesinde bankalar Türk lirası cinsi likidite elde edebileceklerdir. İmkânın tamamen kullanılması durumunda ise TCMB piyasadan daha fazla likidite çekebilmek için katsayıları artırır ya da ROM'a yeni bir dilim daha ekleyebilir.

Sermaye çıkışlarında artış olduğu zaman ise bankaların döviz fon maliyetlerinin artışı veya bankaların döviz kaynaklarına ulaşmakta zorlanmaları durumunda bankalar bu imkânı daha az kullanacaklardır. Böyle bir durumda, bankalar TCMB’de birikmiş olan rezervlerini çekerek döviz likidite ihtiyaçlarını karşılayabileceklerdir. Dikkat edilecek olan husus ise bankaların bu durumlarda Türk lirası likidite ihtiyaçlarının artacağı hususudur. Döviz likidite ihtiyacının piyasada artması durumunda ise TCMB, ROK’u düşürebilir ya da uygulamadaki bir dilimi sonlandırabilir. Böylece piyasaya döviz likiditesi sağlayabilir.

Bu mekanizma sayesinde piyasada döviz likiditesi üzerine etki yapılarak kurlardaki dalgalanmanın azaltılmasına çalışılır. ROK sadece TCMB’deki brüt döviz rezervleri üzerinde etkili olduğundan yani bu kapsamda tutulan döviz ve altın TCMB tarafından satın alınmayıp bankalara ait bir para olduğundan dolayı TCMB, ROM vasıtasıyla döviz pozisyonunu etkilememektedir. TCMB, ROM ile yalnızca brüt döviz rezervlerini artırmaktadır (Çetin, 2016: 88).

Bu politika aracı ile TCMB, aşağıdaki hususlara katkıda bulunmaktadır:

- Ülkeye ani sermaye girişlerinin yaşanması durumunda meydana gelebilecek kredi genişlemesinin sınırlandırılması.
- Piyasaya döviz cinsinden verilebilecek olan kredi miktarı arzının azaltılması.
- Hem genişletici hem de daraltıcı yönüyle kullanılarak kredilerin sermaye akımlarına karşı duyarlılığının azaltılması.
- Döviz kurlarındaki dalgalanmanın azaltılması.
- TCMB, brüt döviz rezervlerinin artırılması.
- Brüt rezervlerin özel sektör lehine artışıyla rezervlerin etkin kullanılması sayesinde finansal sistemin dayanıklılık ve verimliliğinin artması (Vural, 2013: 71).

Döviz Piyasası İşlemleri

Döviz piyasaları, yabancı paraların alınıp satıldığı ya da bir ulusal paranın başka bir para birimine dönüşümüne imkân veren kurumsal yapılardır. Eğer dünyada altın standardı gibi tek bir para birimi kullanılsaydı döviz piyasasına gerek kalmazdı. Oysaki her ülke siyasi egemenliği gereği farklı bir para birimine sahiptir. Günümüzde altın standardının kullanıldığı dönemlerde olduğu gibi yerel para birimlerinin birbirlerine dönüşümünde kullanılacak ortak bir payda mevcut değildir. Bu nedenlerle yerel paraların birbirlerine dönüşümü

için farklı bir mekanizma kurulmuştur. Bu mekanizmanın adı, “döviz piyasası”dır (Seyidoğlu, 2003: 290).

Döviz piyasaları, döviz ticaretinin yapılabilmesi için kurumsal ve fiziksel ortam sağlayan piyasalardır. Döviz işlemleri doğrudan bankalararası piyasalarda yapılabileceği gibi döviz araçları vasıtasıyla da yapılabilmektedir. Bankalararası döviz piyasası dünyanın en büyük döviz piyasasıdır ve işlem hacmi dünyadaki hisse piyasası işlem hacminden daha büyüktür. Uluslararası döviz piyasalarına; bankalar, banka dışındaki aracılar, bireyler, firmalar, spekülörler, arbitrajcılar, merkez bankaları ve hazineler katılmaktadır (Doğukanlı, 2012: 48).

Merkez bankaları ve hazineler, döviz piyasasını kâr için değil, ülkelerinin döviz rezervlerini belli bir seviyede tutmak ve ulusal paranın değerini hedefleri doğrultusunda etkilemek amacıyla kullanırlar. Merkez bankalarının yaptığı müdahaleler, ülkelerinin uyguladığı kur politikası ile alakalıdır. Eğer bir ülkede sabit kur politikası benimsenmişse, kurdaki ani yükseliş veya düşüşleri önlemek için merkez bankaları döviz satar veya alırlar. Bazen hükümetler, kısa süreli yabancı sermaye çekmek amacıyla kur artış politikası veya ülkenin dış piyasalarda rekabet gücünü artırmak amacıyla düşük kur politikası da uygulayabilirler (Seyidoğlu, 2003: 293).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikası Yönetimi

TCMB para politikasının ana hedefi; fiyat istikrarıdır. Bu nedenle enflasyon hedeflemesi, temel para politikası rejimi olarak güncelliğini korumaktadır. Bunun yanında TCMB, dalgalı döviz kuru rejimine devam etmektedir fakat döviz kuru, bir politika aracı olarak günümüzde kullanılmamaktadır. TCMB'nin nominal ya da reel herhangi bir kur hedefi bulunmamakla birlikte eğer döviz kurundaki hareketler fiyat istikrarını kalıcı olarak etkilerse mevcut enstrümanlarını kullanarak gereken önlemi almaktadır.

TCMB, günümüzde birden fazla politika aracı kullanmaktadır. Bu amaçla; politika faizini ve zorunlu karşılıkları aktif olarak kullanmakta olup, temelde kredi kanalı ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkilemek suretiyle fiyat ve finansal istikrarı korumaya çalışmaktadır (TCMB, 2013b: 13). TCMB, piyasa faizlerini ve likiditesini etkilemek için piyasaya kısa vadeli likidite sağlamakta ve likidite fazlası olanlardan da gecelik olarak borç almaktadır.

Kredi arzını etkilemede zorunlu karşılıklar da kullanılmaktadır. Kredi kanalı üzerinde zorunlu karşılıkların etkisi faiz koridoru ve etkili bir likidite yönetimi ile görülebilir. Normal dönemlerde zorunlu karşılıklarla piyasadan çekilen likiditenin, TCMB fonlaması ile ikame edilmesi beklenir. Fakat mevcutta uygulanan koridor sistemi ve aktif likidite yönetimi nedeniyle piyasada kısa vadeli faizlerde oynaklık arttığından zorunlu karşılığa ayrılan tutarın TCMB fonlaması ile ikame edilmesi sınırlı olmaktadır. Bilhassa likidite açığı olan

bankalar, sıkılaştırma dönemlerinde kredi genişlemesinde daha temkinli olmaktadır.

Kredi kanalı, ekonomik faaliyetleri ve toplam hasılayı doğrudan etkilediğinden orta vadeli enflasyonu da etkileyen temel bir aktarım kanalıdır. Kredilerin hızlanması ithalata dayalı dayanıklı tüketim mallarına olan talebi artırmakta ve kısa vadede tasarrufları azaltmaktadır. Bu da cari dengeyi bozabilmektedir. Böyle bir durumda sermaye hareketlerindeki ani değişimlere karşı ekonomi daha kırılgan bir hale gelmektedir (TCMB, 2013b: 14).

TCMB, günümüz para politikası uygulamasında günlük olarak kısa vadeli faizleri ayarlamak suretiyle sermaye hareketleri ve döviz kurundaki dalgalanmaları azaltabilmektedir. Mesela TCMB, ülkeden sermaye çıkışı olan dönemlerde döviz kurlarının etkilenmesini azaltabilmek için fonlama miktarını piyasa ihtiyacından daha az yapmaktadır. Böylece TCMB'den beklidiklerinden daha az fon sağlayan bankalar likidite ihtiyaçlarını döviz satarak karşılamaktadırlar. Ayrıca bu tip durumlarda kısa vadeli faizlerin yüksek tutulması sermaye çıkışlarını da azaltmaktadır.

Döviz kurları üzerinde zorunlu karşılık oranları da etkili olabilmektedir. Şöyle ki rezerv opsiyon mekanizması (ROM) ile TCMB, Türk lirası zorunlu karşılıkların belirli bir kısmının döviz ve altın olarak tutulabilmesi imkânı getirmiştir. Böylece sermaye akımlarındaki oynaklık durumlarında döviz kuru ve piyasalar üzerindeki etki bu mekanizma ile hafifletilebilmektedir (TCMB, 2013a: 15).

İkili Finansal Sistem

20. yy.'da faizsiz bankacılığın ortaya çıkmasıyla ikili bankacılık yapısı zorunlu hale geldi. Çünkü geleneksel finansal sistemde faiz temelli para piyasası mevcut olduğu halde İslami finansal sistemde sadece kâr/zarar paylaşımına göre çalışan faizsiz bir para piyasası mevcuttur.

İslami bankacılığın varlığında para politikasının etkinliğini değerlendirmek karmaşık bir durumdur. Çünkü İslami finansla çakışan boyutların da incelenmesi gerekir. Bu çakışan noktalar; İslami prensiplerin temelinde bulunan faiz yasağı ve kâr zarar paylaşımı, finansal sistemin geleneksel taraftan İslami tarafa yayılması ve para politikası çerçevesi ve araçları şeklinde sıralanabilir. İslami bankacılığın mevcudiyetinde para politikası, geleneksel sistemde olduğu gibi; yapısal fazla likiditeye, finansal sistemlerin sağlığına ve mali sorunlara tam olarak odaklanmalıdır. Kamu kesiminin baskın olması, mali açıkların doğrudan para ile finanse edilmesi veya kredi sistemindeki bozukluklar, İslami bankalar aracılığıyla para politikası yönetimini sınırlamaktadır (IMF, 2016: 5).

İkili finansal sistemlerde genellikle geleneksel bankacılık kesimi, İslami bankacılık kesimine göre daha fazla gelişmiştir. Çünkü mevcut geleneksel yapı faizli sisteme göre kurumsallaşmıştır ve kendi içerisinde verimli bir şekilde işlemektedir. İkili finansal piyasalarda ise para politikası farklı gelişim seviyelerine sahipse her iki sektör birbiri ile aynı şekilde çalışmayacaktır. Ayrıca doğal ve insani finans ilkelerine göre (İslami kurallar gereği) üretim ve tüketim dengesini bozmalarından dolayı bazı ekonomik faaliyetler sakıncalı görüldüğünden, İslami krediler geleneksel kredilerin kullanım alanından farklı olarak, farklı ekonomik sektörler tarafından kullanılacaktır. Para politikasının, piyasanın geleneksel bankacılık ve İslami bankacılık kesimleri üzerinde benzer etkiler gösterip göstermeyeceği çeşitli faktörlere bağlıdır.

Bu faktörlerden bazıları şunlardır:

- İslami kesimin geleneksel kesime göre göreceli boyutu: İkili para politikası uygulanan ülkelerin hemen hepsinde geleneksel kesim İslami kesime göre daha büyük bir alan kapsar. Bu nedenle uygulanan tekil (faizli) para politikası her iki kesim üzerinde benzer bir etkiye sahip olmaz. Etki genellikle göreceli boyutu büyük olan geleneksel kesim üzerinde görülür. Geleneksel kesim üzerinde para politikasının etkisi faiz kanalı üzerinden gerçekleştirilmeye çalışılırken İslami kesim üzerinden aynı para politikasının uygulanması fazla bir fayda sağlamayacaktır.
- İslami sözleşmelerin yapısı: Bilindiği gibi geleneksel bankaların yatırımcılar ile yaptıkları sözleşmelerle İslami bankaların yaptıkları sözleşmeler birbirlerinden farklı yapıdadırlar. Geleneksel bankalar müşterileri ile faiz sözleşmeleri yaparken İslami bankalar yapıları gereği müşterileri ile faize dayanmayan alım satım, ortaklık veya kira sözleşmeleri yaparlar.
- İslami bankaların ve tüketicilerin davranışı: İslami kesimdeki tüketici davranışları da geleneksel kesime göre bazı değişiklikler taşımaktadır. Şöyle ki faiz, garar (aşırı belirsizlik) ve kumar gibi işlemlerden uzak olan İslami kesimin İslami bankalardan talepleri de buna göre şekillenir. Bu tüketici kesimin İslami bankaları tercih sebebi bu tip işlemlerden uzak olmalarıdır. Bu nedenle faiz hassasiyeti olan tüketiciler üzerinden faizli bir para politikası çerçevesi başarısız olacaktır.
- Tüketicilerin faiz oranı değişimlerine olan duyarlılığı: Bazı durumlarda İslami banka müşterileri derin dini inançları nedeniyle kâr/zarar hesaplarının getiri seviyelerine veya kredi fiyatlarına kayıtsız kalabilirler. Fakat diğer ülkelerdeki tüketicilerin yaptıkları arbitraj işlemleri ile kâr/zarar hesaplarının getirilerini ve İslami kredilerin

maliyetlerini geleneksel bankaların mevduat ve kredi faiz oranlarına yakın hale getirebilirler. Geleneksel kesimdeki tüketicilerin faiz oranlarına olan hassasiyeti de belirleyici bir roldür. Şöyle ki piyasadaki reel faiz seviyesinin artış veya azalışlarını bazı tüketiciler önemsemazler. Bunun sonucunda bir merkez bankasının para politikası gereği faiz oranları üzerinde ayarlamalar yapması sonuçta bazı tüketiciler üzerinden bu politikanın iletimini sağlamayacaktır. Dolayısıyla merkez bankasının para politikası bir miktar etkisiz hale gelebilecektir.

Geleneksel bankacılık kesiminin amacı, topladığı mevduata faiz ödemek için para alım satımı yapmaktır. İslami bankacılık kesiminin amacı ise kâr zarar ortaklığı yoluyla topladığı mevduatı reel sektör üzerinden yine kâr-zarar paylaşımı, ortaklık veya kira esasına göre kullandırarak elde ettiği kârı yatırımcısına dağıtmaktır. İslami kesimin nihai amacı ise reel sektörü destekleyerek üretimi artırmak ve bu sayede fiyat istikrarı ve sürdürülebilir büyümeyi sağlamaktır. Bu nedenlerle faizsiz çalışan İslami bankalar üzerinden uygulanan faizli bir para politikası etkisiz hale gelecektir.

İslami finansmanın, finans sistemi içerisinde önemli bir paya ulaştığı ülkelerde para politikası çerçevesini tasarlamak ise farklı seviyelerde daha karmaşık bir iştir.

Bu karmaşıklığın sebeplerini aşağıdaki şekilde sıralayabiliriz:

- İslami finansın temel ilkeleri ve fıkhi kuralların yorumu: İslami finansın temel ilkeleri şunlardan oluşmaktadır: Faiz, garar ve kumar gibi çalışmadan kazanmak, aşırı belirsizlik, aşırı risk ve başkalarının emeği üzerinden para kazanmak gibi işlemlerden uzak durmak anlamına da gelir. Bu nedenle İslami bankalar faiz alışverişine aracı olmadıkları gibi spekülâtif finansal işlemlerden de uzak dururlar. İslami ilkeler Kur'an, Sünnet ve içtihatı dayanmaktadır. Fakat bu kuralların farklı ülkelerde uygulanan mezhepsel farklılıklar dolayısıyla farklı yorumlarına ulaşmak da mümkündür. Bu nedenlerle bir merkez bankası para politikası çerçevesi çizerken bu farklılıkları da dikkate almak zorundadır.
- Aynı finansal sistem içerisinde para politikası çerçevesinin heterojenliği: Heterojenlik geleneksel bankalarla İslami bankaların aynı finansal sistem içerisinde görev almalarından kaynaklanmaktadır. Bu iki sistemin paraya bakış açılarındaki farklılık bu heterojenliği ortaya çıkartır. Geleneksel sistem sembolik bir değer olan paradan para kazanmaya çalışırken bunun aksine İslami finansal sistem sembolik bir değer olan parayı reel ekonomide ortaklık, alım/satım (ticaret) ve kiralama gibi yöntemlerle değerlendirir. Sonuçta elde ettiği kârı yani paraya kattığı katma değeri yatırımcısına dağıtır. Bu heterojenlik merkez

bankalarına para politikası hedefleri belirlemede çeşitli zorluklar yaşatmaktadır.

- İslami bankalar için para politikası, finansal kalkınma ve finansal istikrar politikaları arasındaki ilişki: İslami bankaların kuruluş amaçları arasında reel sektörü destekleyerek finansal kalkınmaya katkıda bulunmak ve bu sayede finansal istikrara ve sürekli büyümeye destek olmak vardır. Merkez bankaları hem geleneksel hem de İslami bankaların yer aldığı bir sistemde İslami bankaların bu yapısını daha aktif olarak destekleyerek finansal ve istikrar hedefine daha kolay ulaşabilir.

İkili Finansal Sistemde Parasal Aktarım Mekanizması

Dünyada, İslami finansal sistemler genellikle heterojen yapıya sahiptir. Ya tam teşekküllü (full fledged) İslami bankalar olarak teşkilatlanmış durumdadırlar ya da geleneksel bankacılık sistemi içerisinde İslami pencereler (Islamic windows) şeklinde yer alırlar. Faiz oranını etkileyen para politikası ortamında çalışan İslami bankalar, her ne kadar merkez bankaları tarafından öngörülmemiş olsa dahi, İslami finans sistemi yoluyla geleneksel para politikası iletimine katkıda bulunurlar. Tam teşekküllü İslami finansal sistemlerde, merkez bankalarının eylemleri İslami kredi tedarikini (arzını) etkileyebildiği sürece para politikası kredi kanalı yoluyla gerçekleştirilebilir. Ancak kredi kanalı veya İslami bankaların kullandığı tabirle fonlama kanalı, finansal liberalleşme veya finansal piyasaların gelişimiyle birlikte muhtemelen zayıflayabilir.

İslami bankaların mevcudiyetinde para politikası hedefleri, İslami finansal sistemin gelişim seviyesine ve geleneksel sistemle olan etkileşimine uyumlu olmak zorundadır. Başlangıç evresinde, İslami kredi, para ve hazine sukuk piyasasındaki gelişim, likidite yönetimi ve etkin sterilizasyon politikaları önem taşımaktadır. Ancak finansal sistemin her iki (geleneksel ve İslami bankacılık) tarafı daha dengeli bir hale geldiğinde birleşik bir para politikası da olası olabilir. Bunun yanında geleneksel finansal sistemden İslami finansal sisteme parasal aktarımı, İslami finans standart belirleyicileri tarafından kabû edilmeme riskini de taşımaktadır. Ayrıca eş zamanlı olarak geleneksel ve İslami para politikası araçları kullanılarak birleşik bir para politikasının ne zaman ve nasıl başarılabileceği üzerine araştırmalara da ihtiyaç vardır (IMF, 2016: 6).

İslami para politikasının önemli bir alan oluşturduğu çok az sayıda ülke mevcuttur. Bu ülkeler, Körfez İşbirliği Konseyi'nde (Gulf Cooperation Council, GCC) yer alan Bahreyn, Kuveyt, Umman, Katar, Suudi Arabistan ve Birleşik Arap Emirlikleri ve ayrıca Bangladeş, Brunei, İran, Ürdün, Malezya, Pakistan, Sudan ve Yemen'dir. İran ve Sudan dışındaki ülkeler ikili finansal sisteme sahiplerdir. Bu ülkelerin bazılarındaki geçmiş deneyimlere bakıldığında, İslami bankaların mevcudiyetinde işleyen bir para politikası

aktarım mekanizmasının ve ayrıca düşük ve istikrarlı enflasyon ortamının mümkün olabildiği görülür. Fakat İslami bankalar aracılığıyla parasal aktarımda faiz oranlarının rolü söz konusu olduğunda bu durum danışma kurulları tarafından kabûl edilmeyebilir. Aynı zamanda bu ülkelerin deneyimleri bize; bir İslami para politikasının, sağlam makroekonomik yönetim ve yeterli kurumsal düzenlemelerle desteklendiğinde, belli şartlar altında çeşitli İslami para politikası araçlarının ve parasal aktarım mekanizması olarak da kredi kanalının kullanılabilceğini göstermektedir.

Hem geleneksel hem de İslami sektöre sahip ikili finansal sistemlerde kalkınmanın ilk safhası olan rezerv dengesi, para politikası yönetiminde merkezi bir role sahip olabilir. Bu bağlamda, İslami bankalar için banka kredileri veya finansman kanalının etkinliği, merkez bankasının İslami bankaların ana likidite tedarikçisi olma kapasitesine ve İslami bankaların merkez bankasında tuttukları zorunlu karşılıklardaki değişimlere karşılık kredi verme kapasitelerine bağlıdır. 2012 yılında IMF tarafından yapılan İslami bankacılık anketine göre merkez bankalarının %81'i İslami bankalara zorunlu karşılık uygulamaktadır (IMF, 2014: 31). İslami ve geleneksel bankaların aşırı likiditeye sahip olmaları veya kredilerin arz veya talebinde kısıtlamalar olduğunda bankaların kredi kanalları ve İslami bankaların finansman kanalları etkisiz hale gelebilir. Merkez bankalarının, bankaların rezervlerini değiştirerek İslami kredi/fonlama arzını hangi seviyede etkileyebileceği üzerine daha fazla ampirik araştırma yapılması da gerekmektedir.

Gelişmiş geleneksel para piyasalarına sahip ikili finansal sistemlerde, İslami bankalar faiz oranlarının baskın olduğu bir çevrede gelişirler. Geleneksel ve İslami finans sistemleri arasındaki arbitraj nedeniyle geleneksel bankacılık faiz oranlarından İslami bankaların fonlama maliyetlerine ve kâr-zarar paylaşımlı yatırım hesaplarının getirilerine doğru bir yayılma eğilimi mevcuttur (IMF, 2016: 17). Geleneksel bankalar faizle kredi vermektedirler. İslami bankaların ise alım/satım veya ortaklık üzerine bir kredi/fon verme sistemleri vardır. Merkez bankaları sadece geleneksel bankalar üzerinden para politikası hedeflerine ulaşmak istedikleri durumda hedefledikleri politika faiz oranını geleneksel sistem üzerinden piyasaya aktarırlar. Eğer bir ülkede geleneksel bankacılık sistemi İslami bankacılık sistemine göre daha çok gelişmişse bu faiz oranı mutlaka İslami bankaların alım/satım veya ortaklık yoluyla kullandıkları kredi oranları üzerinde de etkili olacaktır. Çünkü İslami bankaların, piyasada hakim olan faiz oranından daha yüksek kâr oranında kredi/fon talep edecek müşteri bulmaları zor olacaktır. Her iki bankacılık sektörüne aynı parasal politikaların dayatılması sonucunda, İslami bankacılık sektörü üzerinden de merkez bankasının belirlediği faiz oranının piyasaya yansımaya yol açılacaktır.

İslami finansın çok az geliştiği ülkelerde uygulanan ikili finansal sistemde, para piyasasına eş değer olan bir İslami finansman yöntemi mevcut olmadığından bazı İslami bankalar, murabaha ve icâre sözleşmelerine fiyat vermek için geleneksel faiz oranlarını baz alırlar. Ayrıca İslami kredi fiyatını belirlemek için geleneksel bankaların faiz oranı baz alınsa da İslami bankaların geleneksel politika faiz oranlarının değişimine tepkileri daha az veya daha fazla olabilir (IMF, 2016: 23).

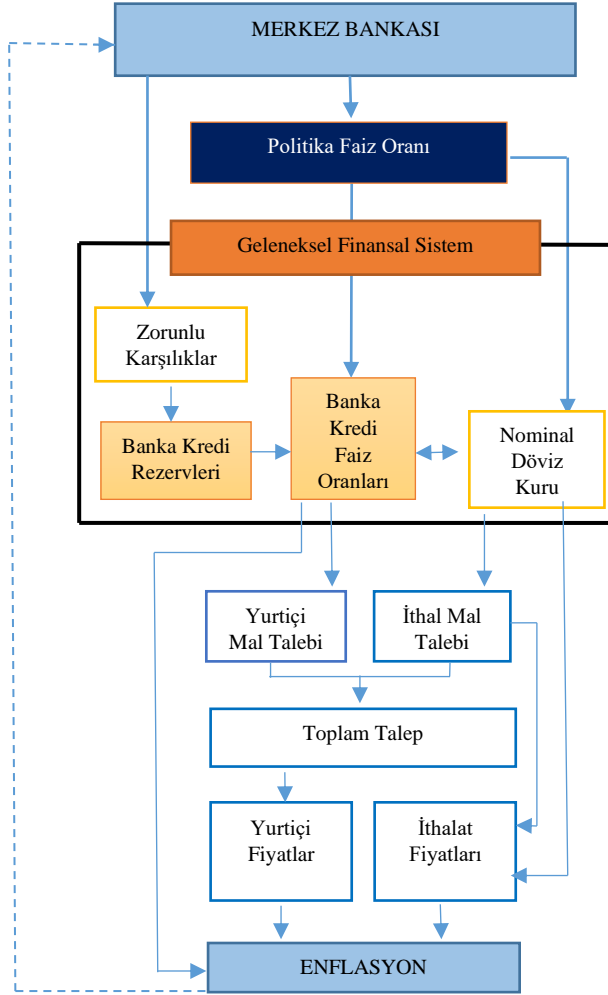
Merkez bankaları, politika faiz oranlarını artırıp azaltarak geleneksel bankalararası para piyasasındaki faiz oranına etki etmeye çalışırlar. Böylece geleneksel bankalar piyasadaki fon toplarken ve piyasayı fonlarken bu faiz oranı ile mevduat toplar ve kredi verirler. Bu oran üzerindeki değişiklikler sayesinde toplumun üretim ve tüketim dengesi belirlenmeye ve böylece fiyat kontrolü sağlanmaya çalışılır. İslami bankalar faizsiz olarak çalıştıklarından, İslami sektör üzerinden bu anlatılan sistem çalışmayacaktır. Bunun yerine merkez bankası ile İslami bankalar arasında ve İslami bankaların kendileri arasında iyi gelişmiş bir para piyasasının oluşturulması gereklidir. Bu piyasada oluşacak olan alım/satım veya ortaklık kâr dağıtım oranlarına bir merkez bankasının etki edebilmesi ise esastır. Bu yapılabildiği zaman geleneksel sistemdeki yapı burada da çalıştırılabilecektir. Bu sayede bir merkez bankasının İslami bankacılık sistemi üzerinden fiyat seviyeleri üzerinde kontrolü de mümkün olabilecektir.

TCMB'nin İkili Finansal Sisteme İşlerlik Kazandırabileceği Farklı Bir Yaklaşım

Şekil 2'de, TCMB'nin günümüzde geleneksel bankacılık sistemi üzerinden para politikası yönetimi gösterilmektedir. Şekli basitleştirmek amacıyla TCMB'nin varlık fiyatları ve beklenti yönetimi şekil üzerinde gösterilmemiştir.

TCMB, belirlediği politika faiz oranı ile hem banka kredi faiz oranlarını, hem de nominal döviz kurlarını etkilemektedir. Belirlediği zorunlu karşılık oranları ile banka kredi rezervleri üzerinde etki de bulunabilmekte ve bu sayede banka kredi faiz oranları üzerine etki etmektedir. Banka kredi faiz oranlarını etkilemek için TCMB, zorunlu karşılıklara ek olarak, Türk lirası depo alım/satım işlemleri ve Türk lirası repo/ters repo araçlarından faydalanmaktadır. Döviz kuru üzerine etki etmek içinse Türk lirası depo karşılığı döviz depo, döviz alım satım ve döviz depo alım/satım vb. işlemleri gerçekleştirir.

Şekil 2: TCMB'nin Geleneksel Bankacılık Sistemi Üzerinden Para Politikası Yönetimi



Kaynak: TCMB, 2013b

Günümüzde TCMB, banka kredi faiz oranları ve nominal döviz kuru üzerine etki etmek için varlık fiyatları ve beklentiler haricinde yoğunluklu olarak politika faiz oranını ve zorunlu karşılıkları kullanmaktadır. TCMB, bankaların kredi faiz oranlarını etkileyerek yurtiçi mal talebini artırıp azaltabilir. Nominal döviz kuruna etki ederek de ithal mal talebini ve ithalat fiyatlarını etkileyebilir. Böylece yurtiçi mal talebi ve ithal mal talebine etki ederek piyasadaki toplam talep üzerine etki eder. Toplam talebin artırılıp azaltılması yurtiçi fiyatlarına etki eder. İthal mal talebindeki ve döviz kurlarındaki

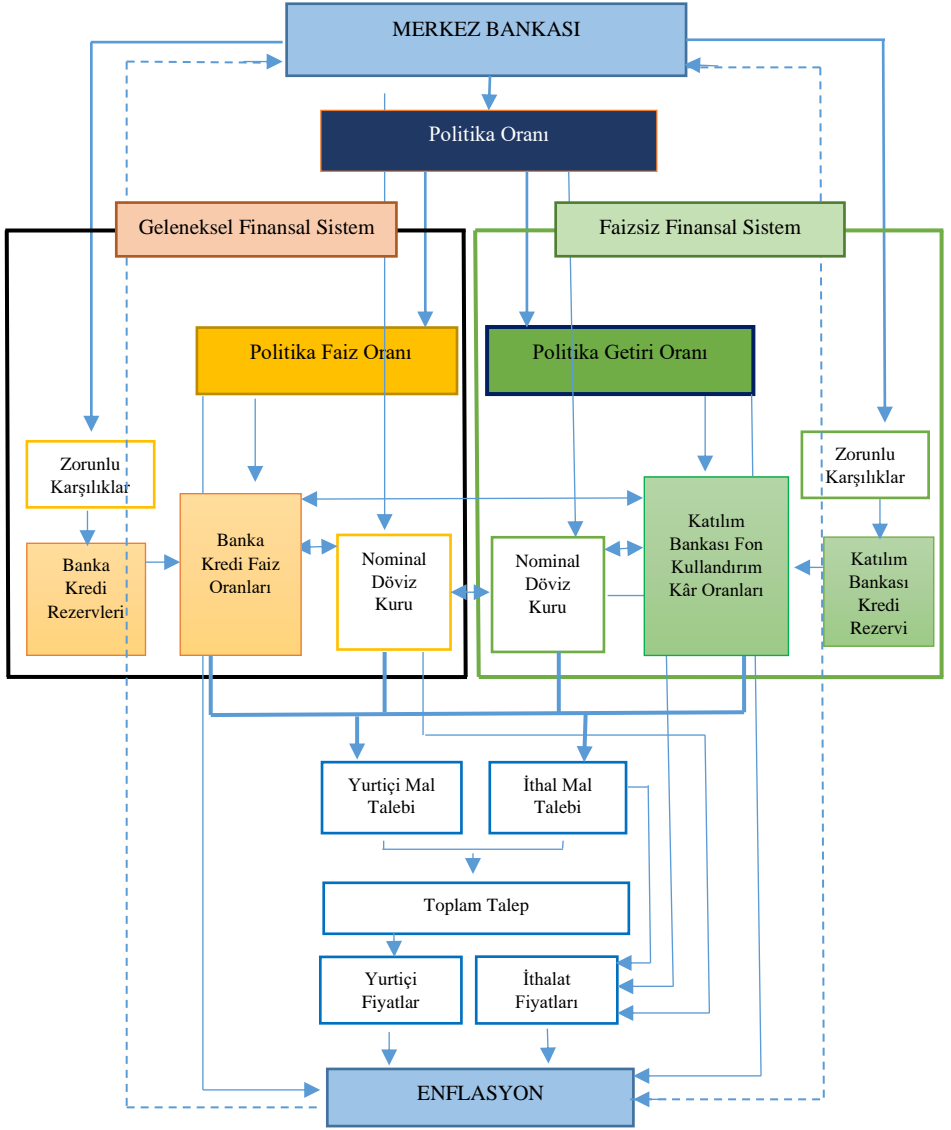
değişiklik de ithalat fiyatları üzerine etki eder. TCMB sonuçta hem yurtiçi fiyatları hem de ithal mal fiyatlarını etkilemek suretiyle enflasyon üzerine etki etmeye çalışır. İsteddiği etkiye ulaşamadığı durumda yeniden en başa dönerek politika faiz oranında değişiklik yapar ve aynı süreç üzerinden yeni sonuç almayı amaçlar. Böylece fiyat istikrarını sağlayarak nihai hedefi olan sürekli büyüme amacına ulaşmaya çalışır.

Faizsiz bankaları da ikili finansal sistem içerisinde yönetmek durumunda olan merkez bankalarının hem kendi para politikalarını uygulamada hem de bu bankaların likidite yönetimlerine yardımcı olmakta zorluk yaşadıkları bir gerçektir. Türkiye’de mevcut parasal aktarım mekanizması sadece faiz oranlarına dayandığından geleneksel para politikası uygulamaları, katılım bankaları üzerinde de etkili olmaktadır. Merkez bankası politika oranı olarak sadece faiz oranı açıklamakta ve katılım bankaları bu oran üzerinden geri satım vadeli alım adıyla repo işlemleri yapmaktadır. Bunun dışında katılım bankaları genellikle murabaha ve leasing yoluyla piyasayı fonladıklarından (kredi kullandırdıklarından) dolayı kâr oranlarını hesaplarken rekabet dolayısıyla geleneksel bankaların faiz oranlarını baz almak zorunda kalmaktadırlar. Sonuçta katılım bankaları üzerinden de mevcut faiz oranları ile reel sektöre ulaşılmaktadır. Bunu engellemek için; TCMB, “politika faiz oranı” ile birlikte “politika getiri oranı” da açıklayarak katılım bankaları üzerinden parasal aktarım mekanizmasını yönetebilir.

Katılım bankaları üzerinden kredi kanalını etkilemenin iki yolu mevcuttur:

1. TCMB, politika getiri oranı ile katılım bankalarının finansman maliyetlerini etkileyebilir. Böylece fon kullandırım kâr oranını etkileyerek katılım bankaları üzerinde kredi arzını artırıp azaltabilir.
2. TCMB, zorunlu karşılık oranlarını değiştirerek katılım bankalarının kredi rezervlerini etkilemektedir. Böylece katılım bankalarının fon kullandırım kâr oranını etkileyerek sonuçta kredi arzı üzerine etkide bulunmaktadır. Bu ikinci yol mevcutta TCMB tarafından kullanılmaktadır.

Şekil 3: TCMB'nin İkili Finansal Sistem Üzerinden Para Politikası Yönetimi



TCMB'nin katılım bankalarına sağlayacağı çeşitli para politikası araçları ve belirleyeceği politika getiri oranı yoluyla kredi kanalının daha aktif hale getirilmesi için Şekil 3'de gösterildiği gibi bir yapı oluşturulabilir.

Bu yaklaşıma göre; TCMB, belirleyeceği politika oranı içerisinde kalmak şartı ile geleneksel finansal sisteme “politika faiz oranı”, faizsiz finansal sisteme ise “politika getiri oranı” uygulayacaktır. Politika getiri oranı; beklenen

enflasyon oranına, gerçekleşen reel GSYİH artış oranı eklenerek hesaplanacaktır. TCMB, politika getiri oranı ile katılım bankaları üzerinden parasal aktarım mekanizmasını kredi kanalı yoluyla çalıştıracak ve böylece katılım bankalarının müşterilerine kullandırdıkları fonların kâr oranları üzerine etki edebilecektir. Fisher tarafından geliştirilen paranın miktar teorisine göre piyasadaki para miktarının artışı fiyatların da artışına sebep olacağından, piyasada üretilen mal miktarı kadar yani bir önceki yılın reel büyüme oranı kadar piyasaya para arz edilmesi, piyasaya gerektiği kadar para arz edilmesini de sağlayacaktır. Reel GSYİH rakamının kullanılması, piyasadaki para-mal dengesinin bozulmasını önleyerek fiyat istikrarının sağlanmasına katkıda bulunabilecektir. Politika getiri oranı aşağıdaki eşitliğe göre hesaplanacaktır:

Politika Getiri Oranı = Gerçekleşen Reel GSYİH + Beklenen Enflasyon Oranı

Bu eşitliğe göre; TCMB, politika getiri oranını belirlemek için beklenen enflasyon oranı üzerine reel gayri safi yurtiçi hasılanın (GSYİH) artış oranını ekleyebilir. (Büyümenin negatif olduğu yani GSYİH'nın eksi değer aldığı yıllarda nominal GSYİH kullanılması faydalı olacaktır. Çünkü kriz dönemlerinde dahi enflasyon etkisi nedeniyle nominal GSYİH pozitif olmaktadır). Katılım bankaları TCMB'den politika getiri oranı ile aldıkları bu fonları kendi müşterilerine bu orana göre belirleyecekleri murabaha kâr oranından kullandırabileceklerdir. Dolayısıyla bu politika getiri oranı katılım bankacılığı üzerinden reel sektöre kredi kanalı yoluyla yansıtılabilecektir.

TCMB, günümüzde repo/ters repo aracını, geri satım vadeli alım/ geri alım vadeli satım yöntemiyle katılım bankaları için de sunmaktadır. Bu araç, politika getiri oranının uygulanmasında kullanılmaya devam edilebileceği gibi buna alternatif olarak emtia murabahası yöntemi de kullanılabilir. Makalede, emtia murabahası yöntemi, teverruk sözleşmelerini bireysel teverruk kurallarına uygun olarak gerçekleştirilmesi şartıyla caiz gören İslam Fıkıh Akademisi, Dünya İslam Birliği (Rabita) ve AAOIFI'nin fetva heyetlerinin görüşleri dikkate alınarak önerilmiştir (MMFIR, 1999: 161-162; Râbitatü'l-Alemi'l-İslami, 1997-2002: 320; AAOIFI, 2020: 412). Günümüzde, emtia murabahası işlemleri katılım bankaları tarafından fıkhi açıdan tartışmalı bir borsa olan Londra Metal Borsası aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. Bu yöntemin fıkhi açıdan daha uygun hale gelebilmesi için Türkiye'de 2019 yılı içerisinde faaliyete başlaması planlanan ve gerçek tarım ürünlerinin alım satımına aracılık edecek olan Türkiye Ürün İhtisas Borsası (TÜRİB) kullanılabilir.

Genel Değerlendirme

TCMB, geleneksel bankacılık çerçevesini yönetirken politika faizi belirlemede ve bu faiz oranına göre likidite yönetimini gerçekleştirmektedir.

TCMB, politika faizini orta vadeli bir bakış açısıyla gelecekteki enflasyon görünümüne göre belirler. İkili finansal sistem içerisindeki faizsiz bankacılık çerçevesi üzerinden de para politikası hedefine ulaşmak durumunda olan TCMB, politika faizi yanında katılım bankalarıyla gerçekleştirdiği para piyasası işlemlerinde likidite yönetimi amacıyla kullanılmak üzere ve para politikası hedeflerine ulaşmak için katılım bankacılığı çerçevesine “politika getiri oranı” sunmalıdır. TCMB, politika getiri oranını, enflasyon hedefi üzerine reel GSYİH’deki artış oranı ekleyerek belirleyebilir. Reel GSYİH artış oranı geçmiş enflasyondan arındırılmış bir rakamdır. “Politika getiri oranı” belirlendikten sonra bu oran, belli bir dalgalanma bandı (getiri koridoru) içerisinde günün ekonomik gelişmelerine ve katılım bankacılığına özgü borçlanma araçlarının türüne göre küçük miktarlarda artırılıp azaltılabilir.

TCMB’nin para politikası hedeflerine ulaşmasındaki mevcut kredi mekanizması yoluyla parasal aktarıma izin verebilecek en etkili ürün ise mevcutta kullanılan geri satım vadeli alım yöntemine alternatif olabilecek olan “emtia murabahası”dır. Günümüzde, emtia murabahası yöntemi, fıkhen bazı sakıncalar içeren Londra Metal Borsası aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. Türkiye’de 2019 yılında kurulan Türkiye Ürün İhtisas Borsası (TÜRİB) aracılığıyla bu işlemlerin gerçekleştirilmesi sayesinde bu işlemler fıkhi açıdan daha uygun hale gelecektir. Böylece bu borsa sayesinde gerçek anlamda emtia alım satımına bir adım daha yaklaşılabilecektir (Kazancı, 2018: 45). Emtia murabahasının para politikası yönetiminde en etkili ürün olması; TCMB’nin belirleyeceği politika getiri oranını kullanabileceği ve bu sayede parasal aktarım mekanizmasını çalıştırabilecek bir araç olması dolayısıyla, Emtia murabahası dışındaki ürünler ise kâr/zarara dayalı ortaklık, karz (karşılıksız ödünç) veya vekâlet yapısında olduklarından dolayı bu ürünlerle sabit bir getiri oranı belirleme imkânı mevcut değildir. Asıl amaç reel büyümeye endeksli olarak belirlenecek olan politika getiri oranının katılım bankacılığı aracılığıyla reel sektöre ulaştırılıp fiyat istikrarının ve sürdürülebilir büyümenin gerçekleştirilmesi olup, geri satım vadeli alım veya emtia murabahası yöntemleri sadece buna aracılık yapacak olan bir araç konumunda olacaktır.

Politika faiz oranının ve politika getiri oranının aynı sistem içerisinde kullanımı, bir riski de beraberinde getirmektedir. Bu risk, hem geleneksel hem de katılım bankacılığına uygulanacak olan araçlarda hem faiz oranı hem de getiri oranı adıyla birbirinden farklı iki oranın kullanılacak olmasıdır. Oranlardaki farklılık, katılım bankaları ve geleneksel bankalar arasında haksız rekabete yol açabileceğinden, belirlenecek olan politika faiz oranının, politika getiri oranına mümkünse yaklaştırılması ile bu risk azaltılabilir. Bunun için; belirlenecek olan politika oranının, politika getiri oranını kapsayacak şekilde dar bir bantta belirlenmesi gerekir. Eğer bu yapılamaz ve iki farklı sektöre birbirinden uzak iki farklı oran uygulanırsa, katılım bankacılık sektörünün aktif

büyükliğünün önümüzdeki yıllarda daha da artmasıyla parasal aktarım mekanizmasının çalışmasında dengesizliğe de neden olunabilir. Bu dengesizliğin ulaşabileceği boyutlarını anlamak için uygulamaya geçmeden önce gereken analizlerin ve ekonometrik çalışmaların yapılması gerekir. Merkez bankalarının, katılım bankalarının rezervlerini değiştirerek katılım bankalarının kredi/fonlama arzını hangi seviyede etkileyebileceği üzerine de daha fazla deneysel araştırma yapılması gerekmektedir.

Sonuç

Makalede, merkez bankalarının ikili finansal sistemi yönetirken, faizsiz bankaların fon (kredi) arzı üzerine nasıl etki edebileceği anlatıldı. Bu yaklaşıma göre; TCMB, belirleyeceği politika oranı içerisinde kalmak şartı ile geleneksel finansal sisteme “politika faiz oranı”, faizsiz finansal sisteme ise “politika getiri oranı” uygulayacaktır. Politika getiri oranı, beklenen enflasyon oranına, gerçekleşen reel GSYİH artış oranı eklenerek hesaplanacaktır. TCMB, politika getiri oranı ile katılım bankaları üzerinden parasal aktarım mekanizmasını kredi kanalı yoluyla çalıştıracak ve böylece katılım bankalarının müşterilerine kullandırdıkları fonların kâr oranları üzerine etki edebilecektir. Bu sayede, merkez bankası piyasadaki para-mal dengesinin bozulmasını önleyerek fiyat istikrarının sağlanmasına katkıda bulunabilecektir. TCMB, politika getiri oranını mevcutta kullanılan geri satım vadeli alım yöntemine alternatif olarak emtia murabahası yöntemi gibi sabit getiri sağlayan bir ürün aracılığıyla da uygulayabilir. Emtia murabahası yöntemi, teverruku bireysel teverruk kurallarına uygun olarak gerçekleştirilmesi şartıyla caiz gören fetva heyetlerinin görüşleri dikkate alınarak makale içerisinde önerilmiştir.

TCMB'nin geleneksel bankacılık üzerinden amacı, öncelikle fiyat istikrarı ve akabinde finansal istikrar ve sürdürülebilir büyümedir. İkili finansal sistemde katılım bankaları üzerinden ulaşacağı amaç ise öncelikle reel ekonominin desteklenerek piyasadaki reel değerlerin artırılması olmalıdır. Reel değerlerin artırılması fiyat istikrarına ortam hazırlayacak ve böylece ekonomik sistem içerisinde üretim artışı gerçekleşecektir. Üretimin artışı ile finansal istikrar sağlanabilecektir. Bu şekilde reel sektörü teşvikle gerçekleşecek büyüme ile birlikte sosyal refah seviyesinde büyüme sağlanabilecektir.

KAYNAKÇA

- AAOIFI, (2010). el-Meâyirü's-şeriyye. Manama. Türkçe çevirisi: Faizsiz Bankacılık Standartları. Türkiye Katılım Bankaları Birliği, Yayın No: 2. İstanbul: 2012.
- Akçay, M. A. (1997). *Para Politikası Araçları Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamaları*. Devlet Planlama Teşkilatı Yayın No: DPT.2483.
- Aktan, C. C., Utkulu, U. ve Togay, S. (1998). *Nasıl Bir Para Sistemi*. İMKB Yayını.
- Ascarya, (2014). Monetary Policy Transmission Mechanism Under Dual Financial System in Indonesia: Interest-Profit Channel, *International Journal of Economics, Management and Accounting* 22. No.1 (2014): 1-32.
- Bacha, O. I. & Mirakhor, A. (2013). *Islamic Capital Markets and Development*, Economic Development and Islamic Finance, 253.
- Chapra, M. U. (1985). Towards a just monetary system (Vol. 8). International Institute of Islamic Thought (IIIT).
- Çetin, M.Ö. (2016). *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Para Politikası Uygulamalarının Gelişimi*. Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, 8(14): 67-101.
- Doğukanlı, H. U. (2012). *Uluslararası Finans*. Adana: Karahan Kitabevi.
- Eğilmez, M. (2020). Modern Para Teorisi. <https://www.mahfiegilmez.com / 2020 / 03/cozum-modern-para-teorisinde-mi.html> [08/01/2021].
- Erçel, G. (1996). *Türkiye'de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri*. Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi. Ankara.
- Ertek, T. (2004). *Makroekonomiye Giriş (Basından Örneklerle)*. Geliştirilmiş 3. Baskı. İstanbul: Beta Basım Yayın A.Ş.
- Fakhrunnas, Dari & Mifrahi, (2018). Macroeconomic effect and risk-taking behavior in a dual banking system, *Economic Journal of Emerging Markets*, 10(2) 2018, 165-176.
- Hanif, M. N. & Sheikh, S. (2009). *Central Banking and Monetary Management in Islamic Financial Environment*, SZABIST, Karachi Campus, Pakistan.
- Hasin, Z. & Majid, M.S.A. (2015). The Importance of the Islamic Banks in the Monetary Transmission Mechanism in Malaysia. Abstract 8th International Conference on Islamic Economics and Finance.
- IMF, (2014). Islamic Banking Regulation and Supervision: Survey Results and Challenges. IMF Working Paper. WP/14/220.

- IMF, (2016). Monetary Policy in The Presence of Islamic Banking. IMF Working Paper. WP/16/72.
- Kassim & Majid. (2009). Sensitivity of the Islamic and Conventional Banks to Monetary Policy Cahges: The Case of Malaysia, *Int. J. Monetary Economics and Finance*, Vol. 2, Nos. ¾, 2009.
- Kazancı, F. (2018). *Türkiye’de Faizsiz Bankacılık Prensiplerine Uygun Teverruk Pazarı: Ürün İhtisas Borsası*, *Journal of Islamic Economics and Finance (JIEF)*, Vol.4, Issue: 1, June 2018.
- Kılıçaslan, Y., Güzel, H. A., Şiriner, İ., Yıldırım, K., Esen, E. ve Taşdemir, M. (2012). *İktisada Giriş*. T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını. No: 2566.
- Koçyiğit, D. (2009). *Olağan ve Olağandışı Durumlarda Kullanılan Para Politikası Araçları ve Likidite Yönetim Stratejileri*. TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Mishkin, F. S. (2008). Challenges for inflation targeting in emerging market countries. *Emerging Markets Finance and Trade*, 44(6), 5-16.
- Mishkin, F.S. (2000). *Para Teorisi ve Politikası*. İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- MMFİR, (1999). Karar bi-Şe’ni Hükmi Bey’i’t-teverruk. C. XII, ss. 161-162.
- Önder, T. (2005). *Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması*, (Uzmanlık Yeterlilik Tezi). TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü. Ankara.
- Parasız, İ. (2011). *Merkez Bankacılığı ve Para Politikası*. İstanbul: Güven Mücellit Matbaacılık Ltd. Şti.
- Râbitatü’l-Alemi’l-İslami, el-Mecmeu’l-Fikhi’l-İslami (MFİR), Kararâtü’l-Mecmai’l-Fikhi’l-İslami, (1398-1442h/1977-2002m). Mekke ty.
- Said, F. F., & Ismail, A. G. (2007). How does the changes in monetary policy affect lending behavior of Islamic banking in Malaysia?, *Journal Ekonomi Pembangunan*, 12 (3), 163-177.
- Sanrego, Y. D., & Nikmawati, K. (2010). Transmission mechanism of sharia financing in Malaysia.
- Sanrego, Y. D., & Rusydiana, A. S. (2013). Transmission mechanism in dual monetary system: Comparison between Shariah and conventional monetary system. *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance*, 113(913), 1-18.
- Seyidoğlu, H. (2003). *Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama*. Geliştirilmiş 1. Baskı. Kurtiş Matbaası. İstanbul.
- Shaikh, S. (2009). Role of Central Bank in Islamic Finance. *Journal of Independent Studies & Research*, Vol. 1, No. 2 (1 June 2010).

- Sukmana, R., & Kassim, S. H. (2010). Roles of the Islamic banks in the monetary transmission process in Malaysia. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*.
- TCMB, (2013a). *Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ*, Sayı: 2013/15.
- TCMB, (2013b). *Parasal Aktarım Mekanizması*.
- TCMB, *100 Soruda Merkez Bankacılığı*. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/2d9f2c1d-18eb-4124-8fd9-a4ea189a24ad/100+Soruda+TCMB+web.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-2d9f2c1d-18eb-4124-8fd9-a4ea189a24ad-mR8fxaz> [22/12/2020].
- TCMB, (2021). *2021 Yılı Para ve Kur Politikası*.
- Uddin, M. A. & Halim, A. (2015). Islamic Monetary Policies: Is there an Alternative of Interest Rate?, INCEIF, Kuala Lumpur, Malaysia.
- Ünsal, E. M. (2004). *Makro İktisada Giriş*. Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Vural, U. (2013). *Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi*. TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi. TCMB İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü.
- Yıldırım, K. ve Özer, M. (2013). *Makro İktisat*. T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını No: 2824. Anadolu Üniversitesi. Eskişehir.

EXTENDED ABSTRACT

Central banks that manage dual financial systems in the world apply the same policy interest rate to both financial systems. The use of the policy interest rate determined by a central bank using the credit channel as a mechanism for monetary transmission through the non-interest banking system poses some drawbacks. The first of these drawbacks is the reflection of the policy interest rate on the market via non-interest banks. The other is the negative effect of the use of this rate on inflation. It is suggested in this article that central bank should use different rate instead of policy interest rate to remedy these drawbacks. Inflation control will be more effective through the implementation of the policy rate of return, which a central bank will determine with real GDP instead of applying the policy interest rate to the non-interest banking system when managing the dual financial system.

Looking around the world, it is seen that the central banks of some Islamic countries control both the traditional and interest-free banking system, that is, the dual financial system. Central banks using the inflation targeting regime operate the monetary transmission mechanism through the dual financial system by setting a single “policy interest rate”. The Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT) determines the policy interest rate by placing a real interest rate from a medium-term perspective on the expected inflation rate (CBRT, Central Banking in 100 questions). The interest rate is a tool, and the main goal is to achieve the predetermined price stability goal using this tool. But the policy interest rate, determined by two uncertain rates, such as the expected inflation rate and the real interest rate, can also lead to uncertainty in the market, which can disrupt the balance of money and goods in the market, causing negative price stability. Reducing this uncertainty can only be achieved by fixing one of the parameters. For this reason, the real growth rate of the country in the previous year can be used as a fixed parameter. A new

rate can be found by adding the expected inflation rate to this fixed rate. This rate will be called the "policy rate of return".

According to the classical monetary policy view, increasing the money supply without increasing production in the market leads to an increase in prices. However, the policy interest set by central banks can sometimes create more money supply than the country's production. In addition, uncertainty in the market and rising interest rates often disrupt financial stability and reduce investment. In order for central banks to increase investment again, they need to increase the money supply. This sometimes causes inflation. However, instead of using an uncertain policy interest rate based on forecasts, Friedman's proposed monetary targeting, a policy rate of return indexed to last year's growth, that is, production, will allow the money supply as much as the output produced in the market, so inflation can also be controlled.

The purpose of this article is to examine the possibility that central banks can operate the monetary transmission mechanism through the interest-free banking system by using the "policy rate of return" and ultimately control the money supply in the market by funding the real sector with this rate. As a result, central banks will increase the money supply as much as the real goods and services produced by the country, in which case inflation can be controlled. Controlling inflation, that is, ensuring financial stability, will contribute to accelerating growth and controlling unemployment.

The CBRT determines policy interest while managing the traditional banking framework and manages liquidity in accordance with this interest rate. The CBRT determines policy interest from a medium-term perspective based on the outlook for future inflation. In addition to policy interest, the CBRT must submit a "policy rate of return" to the framework of participation banking to be used for liquidity management purposes in money market transactions with

participation banks and to achieve monetary policy goals. The CBRT can determine the policy rate of return by adding the rate of increase in real GDP on the inflation target. The real GDP growth rate is a figure that is free of past inflation. After determining the policy rate of return, this rate can be increased and decreased in small amounts according to the economic developments of the day and the type of instruments specific to participation banking within a certain fluctuation margin (return corridor).

The most effective product that can allow monetary transmission through the existing credit mechanism in achieving the monetary policy goals of the CBRT is the “commodity murabahah”, which can be an alternative to the Islamic repo method used in the current one. Today, the Commodity murabahah method is carried out through the London Metal Exchange, which has some drawbacks. With the fact that these transactions will be carried out through the Turkish Commodity Exchange (TÜRIB) established in Turkey in 2019, these transactions will become more appropriate in fiqh terms. Thus, thanks to this stock market, real commodity trading will be one step closer (Kazancı, 2018: 45). Commodity murabahah is the most effective product in monetary policy management; it is a tool that can use the policy rate of return that the CBRT will determine and thus operate the monetary transmission mechanism. Because interest-free tools other than commodity murabahah are in profit/loss partnership, *karz* (unrequited loan) or *wakala*. It is not possible to determine a fixed rate of return with these tools. The main objective is to achieve price stability and sustainable growth by transferring the policy rate of return, which will be determined based on real growth, to the real sector through participation banking. Islamic repo or commodity murabahah methods will only be an intermediar tools for this.

The use of the policy interest rate and the policy rate of return in the same system also brings with it a risk. This risk is that two different rates will be used in the instruments that will be applied to both traditional and participation banking, both called the interest rate and the rate of return. Since differences in rates can lead to unfair competition between participation banks and traditional banks, this risk can be reduced by bringing the policy interest rate to be determined closer to the policy rate of return, if possible. For this, the policy rate should be set in a narrow band to include the policy rate of return. If this cannot be done, and two different rates are applied to two different sectors, an imbalance in the operation of the monetary transmission mechanism may be caused. Because the asset size of the participation banking sector is expected to increase further in the coming years. To understand the extent to which this imbalance can reach, it is necessary to conduct the necessary analysis and econometric studies before proceeding to practice.

The article described how interest-free banks can influence the supply of funds (loans) when central banks manage the dual financial system. According to this approach, CBRT will apply the “policy interest rate” to the conventional financial system and the “policy rate of return” to the interest-free financial system, provided that it stays within the policy rate it will determine. The policy rate of return will be calculated by adding the real GDP growth rate to the expected inflation rate. CBRT will operate the policy rate of return and the mechanism of monetary transmission through the participation banks through the credit channel so that it can influence the profit rates of the funds used by the participation banks to its customers. In this way, the central bank will be able to contribute to price stability by preventing the deterioration of the monetary-commodity balance in the market. CBRT can also apply the policy rate of return through a product that provides fixed returns, such as the commodity murabahah method, as an alternative to the Islamic repo method

used in the current one. The commodity murabahah method was proposed in the article, taking into account the opinions of the fatwa committees, which are permissible provided that tawarruq is implemented in accordance with the individual tawarruq rules.

The objective of CBRT over conventional banking is primarily price stability and then financial stability and sustainable growth. In the dual financial system, the aim of participation banks should be to increase the real values in the market by supporting the real economy first. Increasing real values will prepare an environment for price stability, and thus production growth will occur within the economic system.