**KONU 1**

**EKONOMİ VE FİNANSAL(MALİ) SİSTEM**

**GİRİŞ**

Ekonomide faaliyet gösteren kişi ve kurumlardan bazıları belli bir dönemde gelirlerinden daha fazlasını, diğer bazıları da gelirinden daha azını harcamaktadırlar. Gelirinden fazlasını harcayan birimlerin bunu yapabilmeleri için gelir-harcama farkını, gelirlerinden daha azını harcayanlardan ödünç alarak karşılamaları gerekir. Kazandıklarından daha azını harcayan kişiler tasarruf sahipleridir. Gelirlerinden fazla harcama yapanlar ise borçlulardır.

Tasarruf sahiplerinin tasarrufları finansal sistem aracığı ile borç almak isteyenlere aktarılmaktadır. İşte, mali sistemin temel işlevi, tasarruf sahiplerinin tasarruflarını, borç almak isteyenlere aktarmaktır.

Finansal sistem finansal kurumlar ve finansal piyasalardan oluşmaktadır. Finansal kurumlar, fon (para) fazlası olan ekonomik birimler (tasarruf sahipleri) ile fon açığı olan (borç almak isteyen) ekonomik birimleri bir araya getirir ve bu birimler arasında fon akışını gerçekleştirir. Finansal piyasalar, bu fon akışının gerçekleştiği piyasalardır.

Ekonomilerde farklı birimler farklı nedenlerle borçlanma gereği duyabilirler. Tüketiciler gelirlerinin üzerinde tüketim yapabilmek için, firmalar yatırım amacıyla, devlet bütçe açığını finanse etmek için borçlanabilirler.

Finansal fonların el değiştirmesi sırasında birileri borç verirken birileri de borç alır. Doğal olarak bu borç verme işlemi karşılıksız olmaz. Borç veren bunun karşılığında borç alan tarafından borcun hangi koşullarda ve ne zaman ödeneceğini belirten bir borç senedi alır. Yani finansal fonlar (para) el değiştirirken karşılığında finansal varlıklar (tahvil, bono, hisse senedi vb.) verilmektedir. Fon fazlası olan borç verenler tahvil, bono, hisse senedi gibi finansal varlıkların alıcıları; fon açığı olan borç alanlar ise finansal varlıkların satıcılarıdır.

Finansal sistemin basitleştirilmiş bir şeması Şekil 1.1’de veriliyor. Fon akımlarını gösteren oklar borç verenlerden borç alanlara doğru sistemdeki para akışını; bunun tam tersi yöndeki oklar ise borç alanlardan borç verenlere doğru finansal varlık yani menkul değer akışını gösteriyor.



**Şekil 1.1: Finansal Sistem**

Finansal sistemde fon akışı iki kanaldan gerçekleşmektedir. İlkinde fon akışı aracı kullanılmadan finansal piyasalar üzerinden gerçekleşir, buna *doğrudan finansman* adı verilir*.* İkincisinde ise fon akışı finansal kurumlar aracılığı ile gerçekleşir. İkinci kanal *dolaylı finansman* kanalıdır. Örneğin tasarruflarını değerlendirmeye çalışan bir kişi parasıyla bir bankadan hazine bonosu alıyorsa, bu işlem dolaylı finansman kanalından gerçekleşmiştir. Ancak aynı kişi bir borsa satıcısı aracılığı ile hisse senedi alıyorsa bu durumda işlem doğrudan finansman kanalından gerçekleşmiştir. Her iki durumda da fonlar tasarruf sahibinden finansal sisteme aktarılarak fon kullanıcılarına yönelmiştir.

Dünyada dolaylı finansman doğrudan finansmandan çok daha yaygındır. Bu nedenle finansal kurumlar finansal sistemin en önemli oyuncularındandır. Finansal sistemin diğer önemli unsuru ise finansal piyasalardır. Finansal piyasalar, fon borç alanlarla fon borç verenlerin karşılaştığı ve fonların el değiştirdiği piyasalardır. Bu fonlar finansal varlıklar karşılığında verildiği için, finansal piyasalar aynı zamanda finansal varlıkların el değiştirdiği piyasalardır.

Ekonomilerde kaynakların verimli kullanılabilmesi finansal sistemin iyi işlemesine bağlıdır. Ayrıca, finansal piyasalardaki gelişmeler derhal tüm ekonomiyi etkilediği için finansal sistemin nasıl işlediğini anlamadan ekonomik gelişmeleri izleyebilmek olanaksızdır.

Konumuzun bundan sonraki bölümünde finansal piyasalar, finansal kurumlar, finansal varlıklar ve finansal sistemin işlevleri üzerinde duracağız.

* 1. **FİNANSAL PİYASALAR**

Finansal piyasalar fon satanlarla fon alanları bir araya getiren, finansal varlıkların alınıp-satıldığı piyasalardır. Finansal piyasalarda işlem yapan başlıca finansal oyuncular tüketiciler (hanehalkı), işletmeler, devlet, yabancılar ve finansal kurumlardır. Finansal piyasalar çeşitli ölçütlere göre sınıflandırılabilirler. Bu piyasalar fon sağlamada kullanılan finansal aracın niteliğine göre *Borç ve Pay Senedi Piyasaları*; finansal aracın vadesine göre *Para ve Sermaye Piyasaları;* piyasada işlem gören menkul değerlerin yeni çıkarılmış olup olmadığına göre *Birincil Piyasalar ve İkincil Piyasalar* ve değişim işleminin vadesine göre *Spot ve Vadeli Piyasalar* olarak adlandırılır.

1. **Borç ve Pay Senedi Piyasaları**

Finansal piyasalardan fon sağlamanın iki yolu vardır; borçlanma ve pay senedi ihraç etme. Borçlanma borç senedi karşılığında gerçekleşir, borçlu alacaklıya borcun anaparasını ve anapara ile orantılı bir faiz de öder. Pay senedi ihracında ise fon, şirketin hisse senedi karşılığında sağlanır, fon veren verdiği fon ölçüsünde fon kullanan şirkete ortak olur.

Finansal piyasalar, işlem gören finansal varlıklara göre, *borç piyasaları* ve *ortaklık piyasaları* olarak ikiye ayrılırlar. Borç senetlerinin değişildiği piyasalara borç piyasaları, hisse senetlerinin değişildiği piyasalara ise pay senedi piyasaları adı verilir. Borsa İstanbul (BİST) bünyesindeki tahvil ve bono piyasaları borç piyasalarına; yine BİST bünyesindeki hisse senedi piyasası da pay senedi piyasalarına örnek olarak verilebilir.

1. **Para ve Sermaye Piyasaları**

Bir yıl ve daha kısa vadeli menkul değerlerin alınıp satıldığı ve yine bir yıl ve daha kısa vadeli kredilerin verildiği piyasalar para piyasası, daha uzun vadeli menkul değerlerin işlem gördüğü ve daha uzun vadeli kredilerin verildiği piyasalar ise sermaye piyasası olarak adlandırılır. Para piyasası menkul değerleri, uzun vadeli sermaye piyasası menkul değerlerinden daha fazla alınıp satılır. Dolayısıyla daha likittirler; yani paraya çevrilmeleri daha kolaydır. Kısa süreli fon fazlası olanlar bunu para piyasasında değerlendirirken, kısa süreli fon açığı olanlar da bu açığı para piyasasından karşılarlar. Pay senetleri ve uzun vadeli tahviller gibi sermaye piyasası menkul değerlerini çoğu kez sigorta şirketleri, emeklilik fonları gibi uzun süreli fon kullandırabilen finansal aracılar alırlar.

Vade uzadıkça önceden öngörülemeyen olaylarla karşılaşma riski artar. Bu nedenle, sermaye piyasalarında risk para piyasalarından daha yüksektir. Uzun vadeli tahvilin faizi ve fiyatı, vadesi buyunca önemli dalgalanmalar gösterebilir. Dolayısıyla, sermaye piyasalarında vade uzadıkça belirsizlik riski artar. Mali yatırımcılar, riskten kaçındıkları ölçüde para piyasalarındaki mali varlıkları tercih edeceklerinden, para piyasalarının likiditesi daha fazladır.

1. **Birincil ve İkincil Piyasalar**

Birincil piyasalar, menkul değerlerin ilk alıcılara satıldığı piyasalardır. İkincil piyasalar ise daha önceden birincil piyasada satılmış olan menkul değerlerin ikinci elden alınıp satıldığı piyasalardır. Birincil piyasalarda menkul değerlerin ilk kez satışı aracı kuruluşlar ve yatırım bankaları tarafından gerçekleştirilir. Bir şirketin çıkardığı menkul değerin satışının bir banka ya da aracı kuruluş tarafından üstlenilmesi işlemine aracılık yüklenimi (underwriting) denir. Bu işlem sırasında aracı kuruluş menkul değerlerin hepsinin satılmasını garantilediği için bu işlem bir tür sigorta işlevi de görür.

Menkul değer borsaları ile döviz piyasaları ikincil piyasalara örnektir. İkincil piyasalardaki işlemlerle bu piyasalarda işlem gören senetleri ihraç eden kurumların doğrudan bir ilgisi yoktur. Bir hisse ya da borç senedini çıkartan kurum, bunların sadece birincil piyasada satışı sırasında fon elde eder; aynı menkul değerin ikincil piyasadaki değişiminden ise doğrudan bir fayda sağlamaz. Bu kurumlar birincil piyasada senet ihraç ettiklerinde kasalarına fon girişi olur. İkincil piyasalardaki işlemlerde fon hareketi bu piyasadaki alıcı ve satıcı arasında gerçekleşir. Örneğin, hazine ihraç ettiği hazine tahvillerini birincil piyasada sattığında hazineye para girer. Aynı tahviller ikincil piyasada kişiler arasında el değiştirdiğinde hazinenin bir kazancı olmaz.

Bununla birlikte, ikincil piyasaların iki önemli işlevleri vardır: *likidite sağlamak ve finansal varlığın fiyatını belirlemek*. İkincil piyasalar finansal varlıkların satışını kolaylaştırarak likiditeyi artırırlar. Ayrıca, ikincil piyasada oluşan fiyat birincil piyasada satılan menkul değerin fiyatının belirlenmesinde yol gösterici olur. İkincil piyasada ilgili menkul değerin fiyatı ne kadar yüksekse, birincil piyasa fiyatı da o oranda yüksek olur. Bu nedenlerle ikincil piyasaların varlığı birincil piyasaların işlemesi açısından önemlidir.

Genel olarak yatırımcılar açısından ikincil piyasalar daha çok işlem yapılan piyasalardır. İkincil piyasalar örgütlenme biçimlerine göre ikiye ayrılırlar: *organize piyasalar ve tezgâh üstü piyasalar*. Alıcı ve satıcıların menkul değer satışına yönelik işlemlerinin belli bir mekânda yapıldığı örgütlenmiş piyasalara *organize piyasa*, alıcı ve satıcıların bir mekânda toplanmadığı ve *online* olarak piyasada işlem yaptıkları piyasalara *tezgâh üstü piyasa* adı verilir. Organize piyasa türüne en iyi örnek borsalardır; Borsa İstanbul (BİST), Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası (VOB), ve İstanbul Altın Borsası gibi. Tezgâh üstü piyasalara örnek olarak ise Bankalararası Repo piyasası, serbest altın piyasası verilebilir.

1. **Spot ve Vadeli Piyasalar**

Finansal piyasalar değişim işleminin vadesine göre spot ve vadeli piyasalar olarak sınıflandırılır. Spot piyasalar değişimi yapılan finansal aracın hemen teslim edildiği ve ödemenin hemen yapıldığı piyasalardır. Ancak hemen ile kastedilen o an ya da piyasasına göre bir iki gün sonrası olabilir. Örneğin BİST’te menkul değer alım satımında T+2 uygulaması vardır. Bu uygulamaya göre menkul değerin satışı örneğin Çarşamba günü gerçekleşmişse ödeme Cuma günü yapılır.

Vadeli işlem piyasaları; vadesi, fiyatı, miktarı ve nitelikleri önceden belirlenmiş olan bir mal, değerli maden, sermaye piyasası aracı ya da dövizin alınıp satıldığı piyasalardır. Vadeli işlemler piyasasında iki nedenle alım satım yapılır: riski azaltmak ve spekülatif kazanç sağlamak. Örneğin herhangi bir menkul değerin gelecekteki fiyatındaki olası değişikliklere karşı bugünden fiyatı sabitlemek, böylece riski azaltmak amacıyla vadeli piyasalar tercih edilebilir. Spekülatörler de gelecekteki fiyat hareketlerinden kazanç sağlamak ya da spot piyasa ile vadeli piyasa arasındaki fiyat farklarından yararlanmak amacıyla vadeli işlem piyasasında işlem yapmayı tercih edebilirler.

* 1. **FİNANSAL KURUMLAR**

Finansal kurumlar, finansal sistemde fonların el değiştirmesine aracılık eden kurumlardır. Bu özellikleri nedeniyle bu kurumlara *finansal aracılar* adı da verilmektedir. Finansal sistemde, fonların büyük bir çoğunluğu dolaylı finansman yoluyla yani finansal kurumlar aracılığı el değiştirmektedir. Bu yüzden finansal kurumlar sistemdeki fonların aktarımında son derece önemli bir role sahiptirler. Finansal kurumları dört grupta inceleyeceğiz: mevduat toplayan kuruluşlar, sigorta ve emeklilik fonları, borsa aracı kurumları ve diğer yatırım aracıları

1. **Mevduat Toplayan Kurumlar**

Türkiye’de mevduat esas olarak ticari bankalar aracılığıyla toplanmaktadır. Bankalar ekonomide fon fazlası olanlardan mevduat toplayarak fon açığı olanlara kredi verirler. Bankalar finansal sistemin en önemli aracı kurumlarıdır. Mevduat bankaları, ayrıca, para yaratma sürecinin parçası olmaları nedeniyle de özel bir yere sahiptirler. Bankaların nasıl para yarattıklarını ikinci konuda ele alacağız.

Türkiye’de bankacılık sisteminde var olan diğer bir grup mevduat toplayan kurum *katılım bankalarıdır*. İslami bankacılık, faizsiz bankacılık ya da özel finans kuruluşları adıyla da bilinen bu kurumlar 1985 yılında faaliyete başlamışlardır. Katılım bankaları kâr ortaklığı karşılığında fon toplamaktadırlar.

1. **Sigorta ve Emeklilik Fonları**

Sigorta ve Emeklilik Fonları bir anlaşma çerçevesinde daha önceden belirlenmiş aralıklarla fon toplayan kurumlardır. Bu tür kurumlar hangi plan çerçevesinde ileride ne kadar ödeme yapacaklarını bildikleri için bankalarda olduğu gibi ani fon çıkışı sorunuyla karşı karşıya olmadıkları için fonlarını uzun vadeli finansal varlıklara yatırabilirler.

Sigorta şirketleri, sigorta anlaşmaları ile müşterilerinin risklerini üstlenirler. Sigorta poliçeleri bir tür finansal varlıktır. Sigorta, poliçe sahibi ile sigorta şirketi arasında yapılan ve poliçe sahibinin belirli bir prim karşılığında olası ve belirsiz bir kaybın gerçekleşmesi durumunda sigorta şirketinden para almasını öngören bir anlaşmadır. Örneğin trafik sigortasında, bir kaza sonucu araba hasar görürse, yatırılan primler karşılığında sigorta şirketi bu hasarın bedelini öder. Bu tür anlaşmalar riskin poliçe sahibinden sigorta şirketine aktarılmasını sağlar.

Emeklilik fonları dabu kategoride değerlendirilen kurumlardır. Emeklilik sistemi, bireylerin çalıştıkları dönemde ödedikleri primler aracılığı ile birikim yaparak daha ileride çalışmadıkları dönemde de gelir elde etmelerini sağlar.

1. **Borsa Aracı Kurumları**

Diğer bir tür finansal aracı kurum türü menkul değerler piyasalarında faaliyet gösteren aracı kurumlardır. Bu kurumlar Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)’dan yetki belgesi almak zorundadırlar. Borsa aracı kurumları finansal varlıkların birincil piyasalarda halka arzına ve ikincil piyasalardaki alım satımına aracılık ederler. Ayrıca, yatırım danışmanlığı ve portföy yöneticiliği hizmetleri de sunarlar.

1. **Diğer Yatırım Aracıları**

Bu gruptaki aracı kuruluşları dört grupta inceleyeceğiz: Finansal kiralama (leasing) şirketleri, faktöring şirketleri, tüketici finansman şirketleri ve varlık yönetimi şirketleri.

1. ***Finansal Kiralama (Leasing) şirketleri***

Leasing şirketleri, yatırımcılara finansal kiralama olanağı sağlarlar. Finansal kiralama işlemleri kiralayan, kiracı ve satıcı arasında üçlü bir finansal ilişkiye dayanır. Finansal kiralama anlaşması, bir yatırım malı almak isteyen yatırımcının alacağı yatırım malının mülkiyetini finansal kiralama şirketine bırakırken malın kullanım hakkının bir kira karşılığında kiracıda kalmasını sağlayan bir sözleşmedir. Sözleşme süresi sonunda mülkiyet kiracıya devredilir. Bu durumda örneğin finansal kiralama yoluyla traktör almak isteyen bir çiftçi, sözleşmede belirlenen kirayı ödeyerek traktörün kullanım hakkını elde eder, sözleşme süresinin sonunda da sözleşme boyunca kullandığı traktörün mülkiyetine sahip olur.

1. ***Faktöring şirketleri***

Faktöring şirketleri, faktöring anlaşmaları aracılığı ile alacaklı şirketlerin vadeli alacaklarının tahsilini kolaylaştırır. Bu anlaşmalar ile her türlü mal ve hizmet satışından doğan vadeli alacakların faktöring kuruluşuna devredilmesi yolu ile müşteriye alacakların vadesi gelmeden ödenmesi sağlanır. Faktöring şirketleri alacaklı kurumların vadeli alacaklarının tahsiline yardımcı olur ve nakit akışına katkıda bulunur.

1. ***Tüketici Finansman Şirketleri***

Tüketici Finansman şirketleri, tüketici finansman anlaşmaları aracılığı ile satın alınması planlanan mal ve hizmetlerin finansmanının özkaynaklar dışında gerçekleşmesini sağlar. Bu tür anlaşmalar elbette borçluya bir maliyet yükler. Tüketici finansmanının araç kredisi, ihtiyaç kredisi, ev kredisi, *mortgage* gibi türleri bulunmaktadır.

1. ***Varlık Yönetimi Şirketleri***

Varlık Yönetimi şirketleri finansal sektör kuruluşlarının sorunlu kredi, donmuş alacak ve varlıklarını nakde dönüştürme olanağı sağlayan şirketlerdir. Bu şirketler ilgili bankalardan geri ödenmesi sorunlu olan borçlarını belli bir ücret karşılığı devralırlar. Varlık yönetim şirketleri satın aldıkları bu portföylerdeki borçları, borçlularla anlaşarak yeniden yapılandırma yoluyla tahsil etmeye çalışırlar.

* 1. **FİNANSAL VARLIKLAR (FİNANSAL ARAÇLAR)**

Finansal sistemde fon fazlası olanlarla fon açığı olanlar arasında fon akımı karşılığında finansal varlık değişimi gerçekleşmektedir. Örneğin Hazine tahvil ihraç ettiğinde tahvili satın alanlardan borç almaktadır. Bu değişimde fonlar Hazine tahvili alanlardan Hazine’ye aktarılırken Hazine tahvilleri (yani finansal varlıklar) el değiştirmektedir.

Finansal varlıkların en önemli özellikleri yatırım aracı olmalarıdır. Finansal piyasaların gelişmişlik düzeyine bağlı olarak farklı türlerde finansal varlıklar bulunabilir. Finansal varlıklar *ortaklık ya da alacaklılık hakkı* sağlayan menkul değerlerdir. Ortaklık hakkı sağlayan finansal varlıklar hisse senetleridir. *Hisse senetleri* anonim ortaklıklar tarafından çıkartılır ve şirket sermayesine katılımı temsil eder. Hisse senetleri sahiplerine ortaklık hakkının yanında genel olarak yönetime katılma (genel kurullarda oy verme) ve kârdan pay alma hakları da verir. Anonim ortaklıkların yılsonunda elde ettikleri kârın ortaklara hisseleri oranında dağıtılmasına kâr payı (temettü) adı verilir. Hisse senedi ihraç eden şirket hisseleri satarak yeni ortaklar aracılığı ile yeni fonlara erişmiş olur.

Borç senetleri alacaklılık hakkı sağlar. Borç senetleri, vade boyunca faiz ve vade sonunda anapara ödemelerini yerine getireceğini taahhüt eden anlaşmalardır. Bu araçlar vadesine göre sınıflandırılırlar: 1 yıldan daha kısa vadeye sahip borç araçları *kısa vadeli*, 1 yıldan daha uzun vadeli olanlar ise *uzun vadeli* borçlanma araçları olarak tanımlanır. 1 yıl ile 10 yıl arasında vadeye sahip olan araçlar ise genel olarak *orta vadeli* olarak tanımlanmakla birlikte, uygulamada ayrım genel olarak kısa ve uzun vade ayrımıdır.

Türkiye’de kısa vadeli borç araçlarına *bono,* bir yıldan uzun vadeli borç araçlarına da *tahvil* adı verilmektedir. Hazine tarafından çıkartılan ve devletin borçlanmasını sağlayan *Devlet Tahvilleri* *ve Hazine Bonolarına* genel olarak *Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS)* denir. Bunların yanında özel şirketlerin çıkardıkları borç araçları da vardır. Finansman bonoları, banka bonosu ve değerli maden bonoları bunlara örnektir.

Ayrıca yabancı para cinsinden çıkarılan tahvil ve bonolar da bulunmaktadır. Bir şirketin ya da ülkenin yabancı bir para cinsinden çıkardığı tahvillere *eurobond* adı verilir. Eurobond ismi tüm yabancı paralar cinsinden çıkarılmış tahvilleri kapsamaktadır.

Borç ve ortaklık senetleri alacak önceliği, kârdan pay alma ve yönetime katılma konusunda birbirinden ayrılırlar. Borçlu şirketin tasfiyesi durumunda, öncelikli olarak alacaklılara olan borçlar ödenir, borçlar ödendikten sonra kalan varlıklar ortaklar arasında pay edilir. Buna karşılık, hisse sahipleri şirket kârından pay alırken borç senedi sahipleri kârdan pay almazlar. Hisse senedi sahipleri şirket genel kurullarında oy kullanma ve şirket yönetimine katılma hakkına sahipken borç senedi sahipleri için bu söz konusu değildir.

En önemli finansal varlıklar olan borç ve hisse senetleri dışında Türkiye’de başka finansal varlıklar da bulunmaktadır. Bunlardan birisi *kâr ve zarar ortaklığı belgesidir.* Bu belgehisse senedine benzer biçimde şirketlerin kârlarından pay hakkı sağlamakla birlikte şirketin ortaklık yapısı ve yönetim düzenini etkilemez. Hisse senedinden farklı olarak, şirkette hissedar olma, yani şirket yönetimine katılma hakkı (oy hakkı) sağlamaz.

Bunların dışında banka kredileri, sigorta poliçeleri, sosyal güvenlik fonları, vadeli ve opsiyonlu işlem sözleşmeleri de finansal varlıklar arasında sayılabilir. Banka kredisi bankalar tarafından belirli koşulları sağlayan kişi ve kuruluşlara ilerikibir tarihte belirli bir faizle dönemsel olarak geri ödenmesi koşuluyla verilen borçtur. Sigorta poliçesi ve emeklilik fonları da yine tasarruf sahiplerinin fonlarının finansal sisteme aktarılmasını sağladıkları için finansal varlık olarak değerlendirilebilir. Finansal piyasalar kısmında açıklanmış olan vadeli piyasalarda yaratılan araçlar da bu kategoridedir.

Finansal araçlar (varlıklar) hakkındaki bu genel açıklamalardan sonra, önemli finansal araçlar hakkında kısaca bilgi verelim.

1. **Hazine Bonoları:** Kısa vadeli bir borç aracıdır. Hazine kısa vadeli fon açıklarını Hazine Bonosu ihraç ederek karşılar. Hazine Bonosu üzerinde faiz kuponu yoktur. Ancak, başlangıçta iskontolu olarak satıldığından fiilen bir faiz ödemesi mevcuttur.
2. **Ciro Edilebilir Mevduat Sertifikası:** Bankalara yatırılan vadeli mevduat karşılığında mevduat sahibine, yatırdığı paranın tutarını ve vadesini göstermek üzere verilen, hamiline yazılı bir belgedir. Bu belge el değiştirmekte ve bankalara devredilmektedir. Gerektiğinde mevduat sahibi sertifikasını bankasına devredip parasını geri alabilmektedir. Böylece kişi hem vadeli mevduatın sağladığı faiz getirisinden hem de vadesiz mevduatın sağladığı fonlarını başkalarına kolayca aktarabilme avantajından yararlanabilmektedir.
3. **Finansman Bonoları:** Halka açık anonim ortaklıkların ve bankaların öz kaynaklarıyla orantılı olarak çıkarabildikleri, iskontolu ve kısa vadeli borçlanma araçlarıdır.
4. **Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler(VDMK):** Bankalar, anonim ortaklıklar, finansal kiralama kuruluşları ve genel finans ortaklıkları tarafından alacakları karşılığında çıkarılan finansal araçlardır. VDMK, belirli bir faiz içermekte ve alacakların vadesinden önce nakde çevrilmesini sağlamaktadır.
5. **Repo-Ters Repo:** Repo, menkul değerlerin belirli bir vade sonunda geri alma taahhüdüyle satılmasıdır. Geri alış fiyatı, satış fiyatından yüksek olduğundan işlemde faiz ödenmesi söz konusudur. Menkul değeri satan kuruluş bu yolla fon toplarken, satın alan kişi de faiz geliri elde eder. Satılan menkul değer satın alan kişiye teslim edilebilir. Ama uygulamada menkul değer finansal kuruluş tarafından müşteri adına saklanmakta ve müşteriye menkul değerlerin kararlaştırılan vadede geri satın alınacağına ilişkin bir makbuz verilmektedir. Repo anlaşması özünde kısa vadeli menkul değer karşılığı borç alınması demektir, bu anlamda bir tür borç aracı olarak görülebilir.

Ters repo işlemi ise menkul değerlerin geri satmak üzere alınmasıdır. Taraflardan biri repo anlaşması yaptığında karşıdaki taraf ters repo anlaşması yapmış olur. Bankalar repo yaparak sağladıkları fonları ters repo yaparak daha yüksek faizle değerlendirebilirler.

1. **Banka Kabulü (Kabul Kredisi):** Banka kabulü özellikle ithalatın finansmanına katkıda bulunmakta ve bankalara elverişli koşullarda fon sağlama olanağı vermektedir. Banka kabulü bir firma tarafından düzenlenen gelecekte belli bir tarihte ödenebilir bir tür bonodur. Banka, üzerine çekilecek poliçeyi kabul ederek firma yerine kendi itibarını koymaktadır. Banka bu poliçeyi para piyasasında alıp satabilir ya da iskonto ettirebilir.
2. **Banka Bonoları:** Banka bonoları bir bankanın borçlu sıfatıyla düzenlediği senettir. Satış anında geçerli faiz oranıyla iskonto edilmiş fiyat üzerinden satışa sunulur. Vadesi bir yıl ve daha az olabilir.
3. **Altın, Gümüş ve Platin Bonoları**: İstanbul Altın Borsası üyesi bankalar ve aracı kurumların çıkardıkları ve iskonto esasıyla satışa sunulan vadesi 60 günden az, 1 yıldan fazla olmayan değerli maden bonolarıdır.
4. **Şirket Tahvilleri:** Anonim şirketlerin tahvil ihraçları finansman bonosunun uzun vadeli eşdeğeridir. Bu menkul değerler standart vadeye ve faize sahiptir ve genellikle büyük ve saygınlığı olan firmalar tarafından ihraç edilir. Şirketlerin çıkardıkları tahvillerin satışını belli bir ücret karşılığı bir aracı kurum(*underwriter*) üstlenir.
5. **Devlet Tahvili:** Devletin kişi ve kurumlardan yaptığı uzun vadeli borçlanma karşılığında verdiği senetlere devlet tahvili denir. Devlet iç borçlanma senetleri hamiline düzenlenir, ihale ile satılır ve üzerinde faiz kuponları vardır. Vadesi gelen kuponlar karşılığında tahvil hamiline faiz ödenir.
6. **Banka Garantili Bonolar:** Bu tür bonolar, bankadan kredi kullanan ortaklıkların kredi teminatı olarak borçlu sıfatıyla düzenleyip alacaklı bankaya verdikleri senetlerdir. Bu senetler, krediyi kullandırmış olan bankanın garantisi altında halka satılabilir.
7. **Katılma Belgeleri:** Menkul değer yatırım fonlarına katılma belgeleri fon portföyünün mülkiyetini temsil eder. Bu nedenle pay senetlerine benzer. Ancak, katılma belgelerinin değeri, küçük tasarrufçulara satış hedeflediğinden düşük tutulur.

Ülkemizde menkul değer yatırım fonlarını yalnızca ticaret bankaları kurabilmektedir. Katılma belgesi, belge sahibinin yönetici bankaya karşı sahip olduğu hakları tanıyan ve fona kaç hisse ile katıldığını gösteren bir senettir.

1. **Finansal Kiralama (Leasing) Sözleşmesi:** Leasing sözleşmesiyle bir teçhizat bir firmaya belli bir ücretten belli bir süre için ödünç olarak verilmektedir. Bu sözleşmenin ödünç verene iki türlü yararı olmaktadır. Birincisi, verilen teçhizatın mülkiyeti ödünç verende kalmakta ve risk ortadan kalkmaktadır. İkincisi, ödünç veren bazı vergi avantajlarından yararlanmaktadır. Ödünç alan ise kullandığı teçhizatın kirasını zamana yayılı olarak ödemekte ve gider yazabilmektedir. Leasing özellikle taşıt araçları, bilgisayar vb kullanımında uzun vadeli bir ödünç biçimi olarak yaygın olarak kullanılmaktadır.
2. **Gelir Ortaklığı Senetleri:** Gelir ortaklığı senetleri kamuya ait köprü, baraj, elektrik santrali, karayolu, demiryolu, telekomünikasyon sistemleri, deniz ve hava limanlarının gelirlerine gerçek ve tüzel kişilerin ortak olması için çıkarılan senetlerdir. Bu senetlerin tesislerin mülkiyeti ve işletmesi ile ilgisi yoktur, değişken faizli tahvil niteliğindedirler.
3. **Hisse Senetleri:** Sermayesi paylara bölünmüş ve karşılığında değerli evrak niteliğinde hisse senedi çıkarabilen ortaklıklar tarafından çıkarılan ve ortaklık sermayesine belirli bir katılma payını temsil eden ve sahiplerine o oranda ortaklık hakkı sağlayan senetlerdir. Hisse senedi şirkete öz kaynak niteliğinde finansman sağlayan bir araçtır. Sahibine şirket kârından pay alma, yönetime katılma, oy kullanma, rüçhan (öncelik) hakkı ve şirket faaliyetlerini bilme gibi haklar sağlar.

Diğer fon kullanma araçlarında fon kullanan şirket fon sağlayıcılarına borçlanır ve fonun belli bir süre kullanımı karşılığında faiz öder. Pay senedi satışı ise borç yaratmaz. Pay senedi karşılığı elde edilen fonlar şirketin öz sermayesine eklenir.

Pay senedi alıcılarını alıma iten neden senet karşılığı elde edecekleri kâr payları ve senetlerin değerinde meydana gelecek artışlardır.

* 1. **FİNANSAL SİSTEMİN TEMEL İŞLEVLERİ**

Finansal sistem fon transferini sağlarken aynı zamanda bazı temel işlevleri de yerine getirmektedir. Bu işlevler riskin paylaşılması, likidite sağlanması ve bilgi aktarımıdır.

1. **Riskin Paylaşılması**

Yatırımcıların amacı mümkün olan en fazla getiriyi sağlamaktır. Ancak, piyasa risk ve belirsizliklerle doludur. Herhangi bir yatırımcının piyasaya ilişkin bilgileri sınırlıdır. Yüksek gelir elde etmeye çalışırken tüm tasarrufların kaybedilmesi riski vardır. Bu yüzden yatırımcılar gelecekteki belirsizlik karşısında riski azaltmak üzere bazı önlemler alırlar. Bu önlemlerin özünde *bütün yumurtaları aynı sepete koymama* ilkesi vardır*.* Yatırımcılar portföy çeşitlendirmesi yaparak yatırımlarını alternatif finansal varlıklara dağıtırlar ve riski azaltmaya çalışırlar. Portföy,bir yatırımcının sahip olduğu finansal varlıkların tümüne verilen addır. Getirileri birbirlerinden farklı yönlerde hareket eden varlıklardan oluşan bir portföyde varlıklardan birisinin getirisi düşerken diğerininki artabilir. Böylece varlık fiyatları değişirken toplamda portföyün getirisinin çok değişmemesi sağlanabilir.

Finansal sistem alternatif finansal varlıklar sunarak, farklı mali varlıkları içeren bir portföyün oluşturulabilmesini ve riskin dağıtılabilmesini mümkün kılar. Bir finansal sistem riskin paylaşılmasında ne kadar başarılı ise sistem içerisinde o kadar çok fon transferi gerçekleşir. Böylelikle finansal sistem içerisinde toplanan fonlar artar ve risk alternatif finansal varlıklar arasında dağıtılmış olur.

1. **Likidite**

Bir finansal varlığın likiditesi onun ne kadar sürede ve ne kadar işlem maliyeti ile paraya çevrilebileceğini gösterir. Finansal sistem, sunduğu alternatif finansal varlıklar kanalıyla daha likit yatırım olanakları artırır. Sahip oldukları finansal varlıkların istedikleri anda ve en az işlem maliyetiyle paraya çevrilebilmesi yatırımcılara kârlı yatırım fırsatlarını anında değerlendirme olanağı verir. Hisse senedi, bono, çek, tahvil gibi finansal varlıklar, finansal olmayan varlıklara göre (araba, iş makinesi, taşınmaz mallar gibi) daha likittirler. Finansal sistem, yatırımcılara işte bu likit seçeneklere yatırım yapma fırsatı verir.

1. **Bilgi Aktarımı**

Finansal sistemin üçüncü işlevi bilginin toplanması ve aktarılmasıdır. Finansal sistemde fon fazlalarını değerlendirmek isteyen yatırımcılar, finansal varlıkların gelecekteki değerleri hakkında öngörüde bulunabilmek için onlar hakkında bilgiye ihtiyaç duyarlar. Finansal sistem bu bilginin toplanmasında önemli bir rol oynar.

Örnek olarak fon fazlası olanlardan topladığı mevduatları fon ihtiyacı olanlara aktaran bir finansal kurum olan bankayı düşünelim. Fon ihtiyacı olanlar kredi için bankaya başvurduklarında banka kredi vermeden önce onları iyice inceler. Uzun yıllar iş yapmaktan gelen bir deneyimi vardır. Oysa bankalar olmasaydı, küçük bir tasarruf sahibinin fon ihtiyacı olan şirketi bulması kolay olmazdı. Bulsa bile, o şirketin kredi verilebilir olup olmadığını anlayamazdı. Finansal sistem bu tür bilgi eksikliklerini, tam olarak ortadan kaldıramasa da, azaltmaktadır. Ayrıca, finansal sistem ve aracı kurumlar yatırımcıları alternatif finansal varlıklar hakkında bilgilendirmektedirler.

**ÖDEV 1**

1. Finansal sistem ne işe yarar ve temel işlevleri nelerdir?
2. Yatırımcı açısından borç senedi ile hisse senedini karşılaştırınız.
3. Faktöring şirketleri ile varlık yönetim şirketleri arasında ne fark vardır?
4. İkincil piyasaların, birincil piyasalar ve finansal varlık ihraç edenler bakımından önemini yazınız.
5. Para ve sermaye piyasalarını karşılaştırınız.

**KONU 2**

**PARA**

* 1. **PARANIN TANIMI VE İŞLEVLERİ**

Para, satın alınan mal ve hizmet bedellerinin ve borçların ödenmesinde genel kabul görmüş bir ödeme aracıdır. Paranın üç temel işlevi vardır: para değişim aracıdır, hesap birimidir ve değer saklama aracıdır.

1. **Paranın Değişim Aracı Olma İşlevi**

Hemen bütün piyasa işlemlerinde para bir değişim aracıdır. Mal ve hizmet bedellerinin ve borçların ödenmesinde para kullanılır. Paranın değişim aracı olarak kullanılması mal ve hizmet alım-satımı için gerekli olan zamanı azaltır. Paranın bu işlevini daha iyi anlayabilmek için paranın olmadığı bir ekonomi düşünelim.

Paranın olmadığı bir ekonomide alınan bir malın karşılığı başka bir mal ile ödenir. Bir malın karşılığının başka bir mal ile ödenmesine *takas* adı verilir. Takas ekonomisinde her şeyden önce ihtiyacınız olan mal ve hizmetleri elde etmek için sizin de sunacağınız bir mal ya da hizmet olmalıdır.

Örneğin bir üreticinin buğdayını pazara götürdüğünü ve bunun karşılığında ayakkabı almak istediğini düşünelim. Buğdayını ayakkabı ile değiştirmek için pazarda ayakkabı satan ve karşılığında buğday almak isteyen birini bulması gerekir. Eğer bulamazsa, üçüncü bir kişi ihtiyaçların eşleştirilmesinde yardımcı olarak devreye girmelidir.

Şans eseri, üçüncü kişi buğdayı peynirle takas etmek, ayakkabı sahibi de ayakkabı karşılığında peynir almak istesin. Bu büyük tesadüf gerçekleşirse buğday sahibi peynir sahibine buğdayını verir, karşılığında peynir alır. Peyniri de peynire ihtiyacı olan ayakkabıcıya verip karşılığında kendi ihtiyacı olan ayakkabıyı alabilir.

Ancak pek çok malın üretildiği ekonomilerde karşılıklı ihtiyaçların eşleşmesi nerdeyse olanaksızdır. Üstelik takas ekonomisinde değişim yapılabilmesi için malların birbirleri cinsinden fiyatlarının bilinmesi gerekir. Örneğin, buğdayın peynir, peynirin ayakkabı ve ayakkabının buğday cinsinden fiyatı bilinmelidir. Buğday sahibi, buğdayını verip karşılığında aldığı peyniri, ayakkabı sahibine vererek ayakkabı alabilmesi için, önceden buğdayın ayakkabı cinsinden değerini bilebilmeli ki bu işleme başlaşın. Onun amacı buğday verip peynir almak değil, ayakkabı almaktır. Bu da yetmez; ayrıca, alınacak malın toplam değeriyle verilecek malın toplam değerinin aynı olması ve karşı tarafın da böylesi bir değişimi kabul etmesi gerekir.

Gerçek hayatta çok sayıda mal ve hizmet ve dolayısıyla da bilinmesi gereken çok sayıda fiyat olduğundan takas son derece zordur. Takas ekonomisinin yüksek bir işlem maliyeti vardır. İşlem maliyeti, sözü edilen eşleştirmelerin doğurduğu zaman kaybından kaynaklanmaktadır.

1. **Paranın Hesap Birimi Olma İşlevi**

Ekonomideki çok sayıda mal ve hizmetin fiyatlarını para birimi cinsinden ölçeriz. Dolayısıyla, para bir hesap birimidir. Örneğin, para birimi lira ise mal ve hizmetlerin fiyatları lira cinsinden belirlenir. Bu durumda, önceki örneğimizde olduğu gibi peynirin buğday, ayakkabının peynir ve buğdayın da ayakkabı cinsinden değerinin bilinmesine gerek kalmaz.

Paranın olmadığı bir takas ekonomisinde mal sayısı arttıkça birbirleri cinsinden bilinmesi gereken fiyat, yani göreli fiyat sayısı da katlanarak artar. Gerçek bir ekonomideki mal ve hizmet çeşitliliği düşünüldüğünde, bilinmesi gereken fiyat sayısı çok yüksek rakamlara çıkar. Elimizde bir liste olsa bile, istediğiniz herhangi bir mal ya da hizmetin başka bir mal ya da hizmet cinsinden fiyatını bulmamız uzun bir süre alabilir. Bu da çok büyük bir işlem maliyetidir. Üstelik çok sayıda malın varlığı dikkate alındığında böyle bir listeyi yapmanın da pek kolay olmadığı görülür.

Paranın yapılan işlemlerde hesap birimi olarak kullanılıyor olması bu işlem maliyetinin önüne geçmektedir. Hesap birimi olma özelliği salt paraya özgü değildir. Örneğin, altın ya da başka ülkelerin para birimleri de hesap birimi olarak kullanılabilir.

1. **Paranın Değer Saklama (Tasarruf) Aracı Olma İşlevi**

Bugünkü gelirimizin bir kısmını tüketmeyip tasarruf ettiğimizde, tasarrufumuzu değişik şekillerde değerlendirebiliriz. Tasarrufumuzu elimizde nakit olarak ya da vadesiz bir banka hesabında tutabileceğimiz gibi vadeli bir banka hesabına yatırabilir ya da başka bir varlığa dönüştürerek de ileriye taşıyabiliriz. Birinci durumda, yani paramızı elimizde ya da vadesiz banka hesabında tuttuğumuzda, paraya bir *değer saklama* işlevi yüklemiş oluruz. İkinci durumda, diğer varlıklar değer saklama ya da değer biriktirme aracı olarak kullanılmış olur.

Birinci ve ikinci durum arasında önemli bir fark vardır. Parayı değer biriktirme aracı olarak kullandığımızda paranın nominal getirisi sıfır iken diğer varlıklara yatırım yaptığımızda nominal, bazen de reel, bir getiri elde ederiz. Nominal bir getirisi olmamasına rağmen insanların parayı değer saklama aracı olarak tercih etmelerinin iki nedeni vardır. Birinci neden, paranın likit olmasıdır; parayı başkaca bir işlem yapmaksızın ödeme aracı olarak kullanabiliriz. Para dışındaki tüm varlıkların ödeme aracı olarak kullanılabilmeleri için önce paraya çevrilmeleri gerekir. Diğer varlıkların paraya çevrilmeleri bir zamanı ve çoğu zaman da ek bir maliyeti gerektirir. İkinci neden, alternatif finansal varlıkların getirileri hakkındaki belirsizliktir. Ekonomik ortam riskliyse diğer finansal varlıkların riskleri yüksek olabilir ve insanlar tasarruflarını para olarak tutmayı tercih ederler.

Para dışındaki finansal varlıkların da değer saklama işlevini yerine getirmeleri ve bu finansal varlıkların bazılarının kolayca paraya çevrilebilir olmaları pratikte kullanılacak para tanımını da etkilemektedir. Şimdi, kısaca çeşitli parasal büyüklükler üzerinde duralım.

* 1. **PARASAL BÜYÜKLÜKLER**

Para sadece kâğıt ve madeni parayı değil mevduatı da kapsayan bir kavramdır. Mevduat farklı vadelerde olabilmektedir. Kapsanan mevduatların vadesine göre de farklı parasal varlıklar tanımlanmaktadır. Bir de kolaylıkla nakde çevrilebilen yatırım fonları vardır. Bazı parasal büyüklükler yatırım fonlarını da kapsar. Bu nedenle, finansal yenilikler arttıkça para tanımını değişmektedir.

Kullanılan en *dar* kapsamlı parasal büyüklük *dolaşımdaki paradır*. Dolaşımdaki para halkın elindeki kâğıt ve madenî paraların toplamından oluşur. Kâğıt parayı merkez bankası, madeni paraları ise hazine basar. Merkez bankasının bastığı toplam kâğıt para emisyon olarak adlandırılır. Dolaşımdaki para bankaların kasalarındaki kâğıt ve madenî paraları içermez ve şöyle hesaplanır:

Dolaşımdaki Para = Dolaşıma Çıkan Banknot + Madenî Para - Bankaların Kasası

ya da

Dolaşımdaki Para = Emisyon + Madenî Para – Bankaların Kasası

Çok küçük miktarda olan madenî para bir tarafa bırakıldığında, dolaşımdaki para merkez bankasının kendi dışındaki kesimlere olan yükümlülüğünü gösterir.

Merkez bankasının yükümlülüğü olan dolaşımdaki paraya, bankaların kendi dışındaki kesimlere yükümlülüğü olan vadesiz mevduat eklendiğinde M1 para arzına ulaşılmaktadır:

M1 = Dolaşımdaki Para + Vadesiz Mevduat

Vadesiz mevduat lira ve yabancı paralar cinsinden mevduatları kapsar. Vadesiz mevduata göre daha az likit olan vadeli mevduat M1’e eklendiğinde ise M2 tanımına ulaşılır:

M2 = M1 + Vadeli Mevduat

Vadeli mevduat da lira ve yabancı para cinsinden vadeli mevduatları kapsar.

En geniş tanımlı parasal büyüklük M3’tür.

M3 = M2 + Repo + Para Piyasası Fonları (B Tipi Likit Fonlar) + İhraç Edilen Menkul

Değerler

* 1. **ÖDEMELER SİSTEMİNİN GELİŞİMİ**

Para geçmişten günümüze değişime uğramış, başlangıçtaki mal para sisteminden günümüzde elektronik fon transfer sistemine giden bir süreçten geçilmiştir. Ödemeler sisteminin paranın ortaya çıkışından bugüne kadarki evrimini aşağıdaki gibi özetleyebiliriz.

1. **Mal Para**

Takas ekonomisinin yarattığı büyük zorluk, herkesin değişimlerde kabul ettiği bir nesnenin bulunmasıyla ortadan kalkmıştır. Bu nesne önceleri bir mal olmuştur. Değişimlerde kullanılan ve dolayısıyla genel kabul gören bu mala, *mal para* adı verilmektedir. Tarihte, deniz kabuğu, bazı hayvanlar, balina dişi, çeşitli baharatlar, fildişi, papirüs gibi farklı nesnelerin para yerine geçtiği bilinmektedir.

Mal paralar değişimlerde genel kabul gördüler. Genel kabul görme, bir nesnenin değişim aracı olabilmesi için en önemli özelliktir. Ancak değişim aracı olarak kullanılacak nesneden beklenen başka özellikler de vardır. Bu özellikler şunlardır: bölünebilirlik, taşınabilirlik, bozulmazlık ve bir standarda sahip olma.

Geçmişte kullanılan mal paraların değişime uğramalarının en önemli nedenlerinden biri bu özellikleri sağlama dereceleri ile ilgilidir. İnsanoğlu bölünebilen, kolaylıkla standardize edilebilen, taşınabilen ve bozulmayan nesneler aramıştır. Bu arayış onları değerli madenlere yöneltmiştir. Değerli madenler ve onlardan yapılan sikkeler sözü edilen özelliklerin çoğunu taşımakla birlikte paranın evrim süreci durmamıştır.

Mal para kullanılırken karşılaşılan en büyük sorun, paraların bir yerden başka bir yere taşımanın güçlüğüdür. Özellikle değerli madenlerden elde edilen mal paralarda karşılaşılan ikinci sorun ise paranın değerli maden içeriği ile nominal değerinin zamanla farklılaşması oldu. Başlangıçta, mal paranın değerli maden içeriği ile nominal değeri aynıydı. Oysa zamanla, örneğin savaşları finanse etmek amacıyla, mal paranın değerli maden içeriğinin azaltılması sorunlar doğurmaya başladı. Piyasada maden içeriği yüksek ve düşük olan aynı nominal değerde mal para bulunması ticareti zorlaştırmıştır.

Değerli madenlerden üretilen ve mal para olarak tanımlanan paraların ödemeler sisteminde kullanımı sırasında ortaya çıkan zorluklar *itibari paranın* doğmasına yol açmıştır*.*

1. **İtibari Para**

Mal para değerinin yapılmakta olan nesnenin değerinden alırken, itibari paranın temsil ettiği değer dışında kendiliğinden bir kullanım değeri yoktur. Devlet itibari parayı yasal değişim aracı olarak ilan ettiği için o para değişimlerde herkes tarafından kabul ediliyor. İtibari paranın mal paradan temel farkı budur. İtibari para kâğıt para ve madeni bozuk paralar şeklinde basılmıştır. Başlangıçta kâğıt paraları basanlar istenildiğinde vermek üzere bunların altın ya da gümüş karşılığını bulundurmak zorundaydılar. Sonra basılan kâğıt para karşılığında değerli maden bulundurma zorunluluğu oradan kalktı. Bugün kullandığımız paranın itibari değeri vardır, yapıldığı nesneden kaynaklanan bir değeri yoktur. Bu nedenle itibari para olarak adlandırılmaktadır.

1. **Çek**

İtibari paranın büyük tutarlı ödemeler yapılırken bir yerden başka bir yere taşınması oldukça pahalı ve güç bir işlemdir. Örneğin, 100 milyon liralık bir ödeme yapılacağını düşünelim. Şu anda en yüksek nominal değere sahip olan banknot 200 liradır. Bu durumda, tam 500 bin tane 200 liranın el değiştirmesi gerekir. Bu kadar kâğıt paranın, çalınma riski nedeniyle, güvenle bir yerden diğerine taşınması bir sorundur. Dolayısıyla, başka bir ödeme mekanizmasına ihtiyaç vardır. Çek sistemi bu ihtiyaca cevap vermektedir. Çek, mevduat sahibinin bankadaki hesabından başka bir hesaba ödeme yapılması için verdiği bir ödeme emridir. Banka, çekte yazılı tutarı çeki yazanın hesabından alacaklı kişinin banka hesabına aktarmaktadır. Bu nedenle çek, kâğıt para kullanımından kaynaklanan taşıma zorluklarının ve çalınma riskinin giderilmesi açısından oldukça önemli bir yeniliktir.

Ancak çek hesabının kullanılması da sorunsuz değildir. Çek karşılığının tahsili, yani paranın borçlunun hesabından alacaklının hesabına aktarılması, zaman aldığından çek hesaplarının likiditesi düşüktür. Bu durum çek kullanımını sınırlamaktadır.

1. **Elektronik Para**

Bilişim teknolojilerinde meydana gelen hızlı gelişim elektronik parayı doğurarak ödeme süresini kısaltmış ve maliyetini düşürmüştür. Kâğıt ve madeni paralar ile çek kullanımındaki azalma maliyeti azaltan ve ödeme süresini kısaltan en önemli etken olmuştur. Alışverişlerde bankamatik ve kredi kartlarının kullanımı, internet bankacılığı yoluyla hesaplar arası fon aktarımı, otomatik fatura ödemesi gibi olanaklar işlem hızını artırmış ve işlem maliyetini düşürmüştür. EFT teknolojisi elektronik parayı ortaya çıkartmıştır.

**ÖDEV 2**

1. Para nedir ve işlevleri nelerdir?
2. Takas ekonomisinin yarattığı güçlükler nelerdir?
3. Türkiye’de kullanılan parasal büyüklükler nelerdir ve nasıl tanımlanmaktadırlar?
4. İtibari para ile mal para arasında ne fark vardır?
5. Çekin bir ödeme aracı olarak kullanılmasının avantaj ve dezavantajları nelerdir?
6. Dolaşımdaki para ile emisyon arasındaki fark nedir?

**KONU 3**

**MALİ VARLIK FİYATLARININ BELİRLENMESİ: FAİZ ORANI**

**GİRİŞ**

Bu ve izleyen dersimizde, ekonomideki pek çok etkilerinin yanı sıra mali varlıkların fiyatlarının belirlenmesinde çok önemli iki değişken üzerinde duracağız: Faiz oranı ve döviz kuru. Bu dersimizde faiz oranını, izleyen dersimizde ise döviz kurunu inceleyeceğiz.

Faiz, borç alanların borç verenlere borç aldıkları paranın kullanımı karşılığında yaptıkları anapara dışındaki ödemelerdir. Faiz anaparanın yüzdesi olarak hesaplanır. Bu hesaplama günlük, haftalık, aylık, üç aylık, altı aylık ya da yıllık olarak yapılır. Belli bir dönemde ödenen faizin anaparaya oranı faiz oranı olarak adlandırılır.

Faiz oranı ekonomik birimlerin kararlarını yakından etkiler. Faiz oranındaki değişmelerin etkilediği iki önemli karar yatırım ve tüketim kararlarıdır. Bu nedenle faiz oranı para politikası açısından da son derece önemlidir. Merkez bankaları, para politikasını kısa vadeli faiz oranını kontrol ederek yürütmektedirler.

Bu dersimizin ilk bölümünde faizle yakından bağlantılı bazı önemli kavramları açıkladıktan sonra ikici bölümde faiz oranının nasıl belirlendiğini ele alacağız. Bun yaparken özellikle faiz oranı ile finansal varlıkların fiyatı arasındaki ilişkiyi vurgulayacağız.

* 1. **FAİZLE BAĞLANTILI TEMEL KAVRAMLAR**

1. **Bugünkü Değer**

Bugünkü değer, gelecekteki bir parasal büyüklüğün bu günkü değeridir. Elimizdeki 100 lirayı bir yıl vade ile ve % 10 faizle bir bankaya yatırdığımızı düşünelim. Vade sonunda elimize anaparamız olan 100 lira ve faiz olarak 10 lira geçecek, yani, bir yıl sonra 100+(100X0,10)= 100 +10=110 liramız olacak.

Tersinden bakalım: Faiz oranı % 10 iken bir yıl sonra alacağımız 110 liranın bugünkü karşılığı nedir? Bunu hesaplayabilmek için bugünkü değerden gelecekteki değere nasıl vardığımızı hatırlamamız gerekiyor. Bugünkü değere A0, bir yıl sonraki değere A1 ve faize (i) diyelim. A1, A0 ile A0’ın bir yıllık faizi olan (A0 X i)nin toplamına eşittir.

A1= A0 + A0 X i

Sağ tarafı A0 parantezine alalım,

A1 = A0 (1+i), buradan A0’ı çekelim

A0 =

Örneğimize uygularsak,

A0= =100

Örnekten de görüleceği üzere, gelecekteki değer belli iken, faiz oranı ile bugünkü değer arasında negatif bir ilişki vardır. Faiz oranı yükseldikçe bugünkü değer azalır, faiz oranı düştükçe bugünkü değer artar.

Şimdi, yıllık %10 faiz ile 100 liramızı bir yıl vadeli mevduatta tuttuktan sonra elimize geçen 110 lirayı bir kez daha %10 faizle yine bir yıllık vadeli mevduata yatırdığımızı yani 100 liramızı iki yıl boyunca birer yıllık vadeli mevduatta tuttuğumuzu düşünelim. Bir yıl sonraki 100(1+0,10) lira %10 faizle bir yıl daha durunca, elimize geçecek parayı aşağıdaki hesaplarız:

A2= A1+A1X0,10 = 100(1+0,10) + 100(1+0,10)(0,10)

Sağ tarafı 100(1+0,10) parantezine alalım

A2= 100(1+0,10)(1+0,10) =100(1+0,10)2

= 100 (1,10)2 = 100(1,21) = 121 lira olacak.

Tersinden giderek bugünkü değeri hesaplayalım. Önce 1 yıl sonraki değeri bulalım. İki yıl sonra elimize geçecek 121 liranın bir yıl sonraki değeri

A1 = = = 110 liradır.

Bir yıl sonraki 110 liranın bugünkü değeri ise

A0 = = 100 liradır.

İki işlemi birleştirirsek 121/(1+0,10)2 işlemini çözüp 100 lira sonucuna ulaştığımız ortaya çıkar.

A0 =

Gelecek dönemlerde elimize geçecek paranın bugünkü değerini hesaplarken bir indirim (iskonto) işlemi yapıyoruz. İndirimi yaparken kullandığımız faiz oranı (indirim faktörü) ile bugünkü değer arasındaki ters yönlü bir ilişki var. Bu ilişkiyi (n) yıl için genelleştirecek olursak, (n) yıl sonraki bir parasal büyüklüğün bugünkü değerini şu formülle hesaplayabiliriz,

A0 =

1. **Vadeye Kadar Verim**

Vadeye kadar verim (iv), bir mali varlığının satın alma fiyatını, vadesi boyunca mali varlığın sahibine yapılacak tüm ödemelerin bugünkü değerine eşitleyen *bir sabit* indirim oranıdır. Bazı önemli tahvil çeşitlerinin vadeye kadar verimlerinin nasıl hesaplanacağına bakalım şimdi. Önce iskontolu tahvil ile başlayalım. Bir iskontolu tahvil vade sonuna kadar tutulursa vade bitiminde tahvilin üzerinde yazan değer (*DE)* kadar para alınır. Vade sonundan önce başka bir ödeme yoktur.

Örneğin, iki yıl vadeli bir iskontolu tahvil düşünelim. Bu tahvilin alış fiyatını (Pa), tahvilin vadesi boyunca yapılacak ödemelerin (tahvilin getireceği nakit akımlarının) bugünkü değerine eşitleyen denklemi yazalım:

 (1)

İskontolu tahvilin vadesi iki yıl ve ilk yıl sahibine bir ödeme yapılmıyor. Bu durum, denklemin sağ tarafında payında 0 olan terim ile gösteriliyor. Sıfırlı terimi atar ve vadeye kadar verim (*iv)* için çözersek:

** (2)

Dikkat edilirse, tahvilin vadeye kadar verimi ile fiyatı arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Fiyatı ne kadar yüksekse verimi o kadar düşük, fiyatı ne kadar düşükse verimi o kadar yüksek oluyor. Şimdi bu denklemi n-yıl vadeli tahvil için genelleyelim.

 (3)

Ele alacağımız ikinci tahvil tipi kuponlu tahvildir. Bu tahvilleri satın alanlara her dönem sabit bir kupon ödemesi (KU) yapılıyor, bir de vade bitiminde tahvilin üzerinde yazılı olan değer (DE) ödeniyor. Vadesi n-yıl olan kuponlu tahvilin vadeye kadar verimini aşağıdaki denklem verir:

 (4)

1. **Getiri Oranı**

Bir mali varlık vadesi bitmeden satılırsa vadeye kadar verimi ile getiri oranı farklı olabilir. Üzerindeki değer 100 lira olan bir yıl vadeli bir iskontolu tahvili bugün 80 liraya satın aldığınızı düşünelim. Bu durumda (3) numaralı denklemden bu tahvilin vadeye (n =1 yıl) kadar verimi%25 olur:

*iv = (100/80)1/ 1- 1 = 0,25 = %25*

*Pɑ* fiyatına satın alınan bu tahvil vadesinden önce *PS* fiyatına satılırsa, elde edilecek getiri oranı aşağıdaki gibi hesaplanır:

 (5)

Satış fiyatı tahvilin üzerinde yazan değerden farklı olduğu sürece, vadeye kadar verim ile getiri oranı farklı değerler alır. Üstelik getiri oranının eksi bir değer alması da mümkündür. Satış fiyatının alış fiyatından düşük olması halinde bu durum ortaya çıkacaktır. Az önceki örnekte 80 liraya satın alınan tahvilin, satış fiyatı 75 lira ise bu durumda getiri oranı eksi % 6,25 olur [(75-80)/80)= -5/80 = - 0,0625].

Tahvil fiyatları ikincil piyasada, tahvil arz ve talebi tarafından belirlendiğinden, bir tahvilin fiyatı arz ve talepteki değişikliklere bağlı olarak her an değişebilir. Değişen tahvil fiyatlarıyla birlikte getiri oranları da değişir. Tahvilin vadesi ne kadar uzunsa, vade boyunca tahvil fiyatlarının ve dolayısıyla getiri oranlarının değişme olasılığı o ölçüde yüksektir. Getiri oranı tahvil fiyatı arttığında yükselir, tahvil fiyatı azaldığında düşer.

Kuponlu bir tahvilin getiri oranını da benzer bir şekilde hesaplanır. Yukarıda verilen (5) numaralı denklemde bu kez kuponlu tahvilin satış fiyatı ile alış fiyatı yer alacaktır. Eğer hiç kupon ödemesi yapılmadan tahvil satılırsa, getiri oranını yine (5) numaralı denklem verecektir. Kupon ödemesi yapıldıysa kuponlu tahvilin satıldığı ana kadar yapılan kupon ödemeleri de denklemin payına eklenmelidir. Kupon ödeme sayısı (m) ise getiri oranı aşağıdaki gibi hesaplanır:



1. **Reel Faiz oranı**

Bir yıl vadeli iskontolu bir tahvil satın aldığımızı düşünelim. Bu tahvili 1 Şubat 2016’da almış olalım. Satın alma fiyatı 80 lira olsun. Vade bitiminde, yani 31 Ocak 2017’de tahvili geri verdiğimizde bize ödenecek tutar, yani tahvilin üzerinde yazılı olan değer 100 liradır. Bu tahvilin vadeye kadar verimini, (3) numaralı denklem yardımıyla % 25 olarak buluruz [(100/80)-1] .

Hesaplamış olduğumuz %25 nominal faiz oranıdır. Oysa tahvili elimizde tuttuğunuz bir yıl boyunca enflasyon yaşanıyorsa tahvilden elde ettiğiniz reel faiz daha düşük olacaktır. Tahvili aldığımızda enflasyon oranının ne olacağını kesin olarak bilemeyiz. Beklenen enflasyon oranına göre beklenen bir reel faiz oranı söz konusudur. Yani iki farklı reel faiz oranı karşımıza çıkıyor: beklenen faiz oranı ve gerçekleşen faiz oranı.

Örneğimizde, tahvili satın aldığımız günü izleyen bir yıl boyunca enflasyonun % 20 olacağını bekliyorsak, tahvilin beklenen reel faizi (yaklaşık) % 5’dir. Beklenen reel faiz oranı, nominal faiz oranı ile vade boyunca gerçekleşmesi beklenen enflasyon oranı arasındaki farka eşittir.

Örneğimizde nominal faiz oranı (i) % 25, beklenen enflasyon (πb) % 20 düzeyindeydi. İkisinin arasındaki fark % 5 ve bu beklenen reel faiz (rb) oranıdır.

Beklenen reel faizi şöyle hesaplıyoruz:

rb = i – πb(6)

Vade sonunda gerçekleşen reel faiz oranı (rg) ise, nominal faiz oranı ile gerçekleşen enflasyon (πg) arasındaki farktır:

rg = i – πg(7)

Reel faizin önemini basit bir örnekle açıklayalım. Elimizdeki 100 bin lira ile değeri 100 bin lira olan bir otomobil almak istediğimizi düşünelim. Otomobilin fiyatının bir yıl içinde %6 artacağını bekliyorsak ve paramızı tahvile yatırmamız halinde %10 faiz getirisi elde edeceğimizi biliyorsak, otomobili hemen şimdi mi yoksa bir yıl sonra mı almak daha kazançlı olur? Bu koşullar altında önce tahvili satın alıp, araba alımını tahvilin vade sonuna bırakmamız daha kazançlı olacaktır. Çünkü bir yıl sonra otomobilin satış fiyatının 106 bin lira olmasını bekliyoruz. Oysa tahvil yatırımımdan bir yıl sonra elde edeceğimiz para 110 bin liradır. Bu parayla hem otomobil satın alırız hem de cebimizde 4 bin lira kalır. Bu örnekte otomobil fiyatı cinsinden ölçülen enflasyonun % 6 olduğuna dikkat ediniz. Beklenen reel faiz, (6) numaralı denklem gereği % 4 oluyor (% 10 - % 6).

Ancak, otomobil fiyatlarının % 20 yükseleceğini düşünüyorsak, bu durumda otomobili şimdi satın almalıyız. Çünkü tahvilin reel faizi eksi oluyor: Nominal faiz % 10 idi, enflasyon ise şimdi % 20 oldu, reel faiz eksi % 10. Bir yıl sonra elimizde 110 bin lira olacak. Oysa otomobilin fiyatının 120 bin lira olmasını bekliyoruz. O zaman otomobili satın alamayız.

Demek ki reel faizi eksi olan bir mali varlık yatırımcıyı enflasyondan korumuyor. Enflasyondan korunmak için nominal faizin en az enflasyon kadar olması gerekir. (6) ve (7) numaralı denklemler, reel faiz oranını aslında yaklaşık olarak veriyor. Bu aşamada reel faizin tam değerinin nasıl hesaplandığına girmiyoruz.

* 1. **FAİZ ORANININ BELİRLENMESİ**

Bu dersimizde faiz oranının belirlenişine ilişkin iki farklı yaklaşım kullanacağız. Faiz oranı bu yaklaşımlardan birincisinde tahvil piyasasında tahvil arz ve talebi tarafından, ikincisinde ise para piyasasında para arz ve talebi tarafından belirlenir. Burada, faiz oranının tahvil piyasasında tahvil arz ve talebi tarafından nasıl belirlendiğini ortaya koyan bir model üzerinde duracağız. Faiz oranının ikinci modele göre para piyasasında nasıl belirlendiğini ise daha sonra ele alacağız.

Birinci modelde tahvil fiyatı tahvil arz ve talebi tarafından, bu ikisinin dengeye geldiği noktada belirleniyor. Modelde her tahvil fiyatına karşılık gelen bir faiz oranı vardır. Dolayısıyla bir tahvil fiyatı belirlendiğinde ona karşılık gelen faiz oranı da belirlenmiş oluyor.

Konunun daha kolay anlaşılabilmesi için iskontolu ve bir yıl vadeli bir tahvili ele alalım. Çünkü vade sonuna kadar tutulan iskontolu bir yıl vadeli tahvil için vadeye kadar verim, faiz oranı ve beklenen getiri aynıdır. Aksi belirtilmedikçe bu alt bölümde her üçü birden faiz oranı olarak adlandırılacaktır.

* 1. **Tahvil Talebi**

Diğer koşullar aynı kalmak kaydıyla, bir malın fiyatı ile o maldan talep edilen miktar arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu iktisat derslerimizden biliyoruz. Bu genel kural tahvil için de geçerlidir: Tahvilin fiyatı arttıkça talep edilen tahvil miktarı azalır, tahvilin fiyatı düştükçe talep edilen tahvil miktarı artar.

Tahvil talebini etkileyen fiyatı dışındaki diğer değişkenler şunlardır: servet, likidite, beklenen enflasyon, tahvil gelirinden alınan vergi ve risk. Eğer bu diğer değişkenlerde meydana gelen değişiklikler sonucunda tahvil talebi artarsa, aynı fiyat düzeyinde daha fazla tahvil talep edilir. Diğer değişkenlerde meydana elen değişiklikler tahvil talebini olumsuz etkilerse aynı fiyat düzeyinde talep edilen tahvil miktarı azalır. Şimdi talebi etkileyen tahvil fiyatı dışındaki her bir değişkenle tahvil talebi arasındaki ilişkiyi, diğer değişkenlerin aynı kaldığı varsayımı altında tek tek ele alalım.

Bir tahvilin diğer yatırım araçlarına göre **göreceli likiditesi** artıyorsa o tahvilin talebi artar. Yani tahvilin göreceli likiditesi ile tahvil talebi arasında pozitif bir ilişki vardır; çünkü gerektiğinde paraya çevrilmesi daha kolay olacaktır.

**Beklenen enflasyon** ile tahvil talebi arasında negatif bir ilişki vardır. Beklenen enflasyon azaldıkça tahvil talebi artar; çünkü tahvilin beklenen reel getirisi yükselecektir.

Tahvil gelirinden alınan **vergi** ile tahvil talebi arasında negatif bir ilişki vardır. Bir tahvilin gelirinden alınan vergi alternatif finansal varlıkların getirisinden alınan vergiye göre düşüyorsa o tahvilin talebi artar.

Yine, bir tahvile olan talep ile o tahvilin diğer yatırım araçlarına göre **göreceli riski** arasında negatif bir ilişki vardır. Göreceli riski artan tahvilin talebi azalırken, göreceli risk azalan tahvilin talebi artar.

* 1. **Tahvil Arzı**

Genel olarak bir malın fiyatı ile o malın arzı arasındaki pozitif ilişki tahvil arzı için de geçerlidir. Tahvil bir tahvilin fiyatı artıkça o tahvilden satılmak istenen miktar artar; fiyatı azaldıkça satılmak istenen miktar azalır.

Tahvil arzını etkileyen tahvilin kendi fiyatı dışındaki diğer değişkenler şunlardır: devletin bütçe açığı, özel firmaların fon ihtiyaçları ve beklenen enflasyon.

**Devlet bütçesi** açık veriyorsa o açığın finansmanı gerekir. Bütçe açığının finansman biçimlerinden biri de borçlanmadır. Bir ülkenin hazinesi tahvil satarak borçlanır. Kamu açığı arttıkça devlet tahvili piyasasında aynı fiyat (faiz) düzeyinde tahvil arzının artması beklenir. Tersine, kamu açığı azalıyorsa tahvil arzı da azalacaktır.

Benzer biçimde fon ihtiyacı olan bir şirket de tahvil arz edebilir. **Şirketlerin fon ihtiyacı** arttıkça özel tahvil piyasasında aynı fiyat (faiz) düzeyinde tahvil arzı da artacaktır.

**Beklenen enflasyon** ile tahvil arzı arasında pozitif bir ilişki vardır: Beklenen enflasyon artınca, borçlunun geri ödeyeceği tutarın reel değeri düştüğü için borç almak avantajlı olacak ve tahvil arzı artacaktır. Bu durumda da, diğer değişkenler aynı kalmak üzere, aynı fiyat düzeyinde daha fazla tahvil arz edilmek istenecektir.

Tahvili arzını etkileyen tahvil fiyatı dışındaki değişkenler tahvil arzını artırırsa, aynı fiyat düzeyinde daha fazla tahvil satılmak istenir. Tahvil arzının azalması halinde, tam tersi gerçekleşir; aynı fiyat düzeyinde eskisinden daha az tahvil satılmak istenir.

* 1. **Denge**

Denge tahvil fiyatı tahvil arz ve talebinin eşitlendiği noktada belirlenir. Her tahvil fiyatına karşılık gelen bir faiz oranı olduğundan, dengede denge tahvil fiyatıyla birlikte ona karşılık gelen faiz oranı da belirlenmiş olur. Böylelikle, tahvil arz ve talep modeliyle tahvil piyasasında tahvil fiyatının belirlenişini açıklamakla, faiz oranının nasıl belirlendiğini de açıklamış olduk. Tıpkı diğer piyasalarda olduğu gibi tahvil arz ya da talebinde ya da her ikisinde birden değişiklik olduğunda denge fiyatı ve miktarı değişir. Ortaya çıkan yeni fiyatla birlikte bu fiyata karşılık gelen yeni faiz oranı da belirlenmiş olur.

* 1. **Risk ve Faiz**

Farklı tahvillerin faiz oranları da farklıdır. Bu farklılıkların temel nedeni tahvil satanların risklerinin aynı olmamasıdır. Diğer bir ifadeyle, bu tahvillerden doğan yükümlülüklerin yerine getirilmemesi olasılığı farklıdır. Buna ‘iflas riski’ ya da ‘kredi riski’ de diyebiliriz. Çok sayıda tahvilin alınıp satıldığını bilmekle birlikte, kolaylık amacıyla piyasada iki tane tahvil olduğunu düşünelim. Tasarruf sahipleri portföylerinde bu iki tahvilden tutsunlar. Birinci tahvilin riski arttığında, bu tahvilin talebi azalır. Arz sabitken talebin azalması fiyatı düşürür. Tahvilin fiyatı ile faiz oranı arasındaki negatif ilişki nedeniyle, fiyatın düşmesi faizin yükselmesi anlamına gelir. İkinci tahvilin riskinin aynı kaldığını kabul edelim. İkinci tahvilin riski değişmediği halde artık birinciye kıyasla daha az riskli olduğundan, onun talebi artacaktır. Öyleyse onun fiyatı yükselecek, faizi düşecektir.

Genel olarak, vade uzadığında risk e arttığı için uzun vadeli faizler kısa vadelilere göre daha yüksektir. Artan risk nedeniyle, uzun vadeli tahvil satın almak için ek bir getiri talep edilir. Bu ek getiri *vade primi* ya da *risk primi* olarak adlandırılır.

**ÖDEV 3**

1. Bir yıl vadeli bir iskontolu tahvilin üzerindeki değer 100 lira olsun. Bu tahvili 90 liraya satın aldınız. Bu durumda tahvilin vadeye kadar verimi ne olur?
2. Bir yıl vadeli bir iskontolu tahvilin üzerindeki değer 100 lira olsun. Bu tahvili 50 liraya satın aldınız. Vadesi dolmadan tahvili 40 liraya satarsanız getiri oranınız ne olur?
3. İşyerinizden bugün size 100 lira, bir yıl sonra 120 lira, iki yıl sonra da 110 lira verecekler. Yıllık % 10 iskonto faktörü kullanarak bu gelirlerin bugünkü değerlerinin toplamını bulunuz. İskonto faktörü % 20 olursa bugünkü değerlerin toplamı ne olur?
4. Yılbaşında % 40 faizle bir yıl sonra ödemek üzere 100 lira borç aldınız. Bir yılsonunda gerçekleşmesini beklediğiniz enflasyon % 25. Beklediğiniz reel faizi yaklaşık olarak hesaplayınız. Beklediğiniz enflasyon % 50 ise borcunuzun beklenen reel faizi ne olur?
5. Tahvil ar ve talebini etkileyen değişkenler nelerdir?
6. Risk primi ya da vade primi ne demektir?

**KONU 4**

**MALİ VARLIK FİYATLARININ BELİRLENMESİ: DÖVİZ KURU**

**GİRİŞ**

Ekonomide en etkili fiyatlardan bir tanesi de döviz kurudur. Döviz kuru bir ülke parasının başka bir ülke parası cinsinden değeri ya da iki ülke parasının değişim oranıdır. Döviz kuru farklı ülkelerde üretilen malların aynı para cinsinden göreceli fiyatları bakımından olduğu gibi farklı ülkelerdeki mali varlıkların göreceli getirileri bakımından da son derece önemlidir. Döviz kuru ihracat ve ithalat ile uluslararası sermaye hareketlerinin önemli belirleyicilerinden biridir. Ayrıca tüketim ve yatırım kararlarını etkilemektedir.

Bu dersimizde önce döviz kurunun belirlenişinde uygulanan farklı rejimleri özetleyeceğiz. Sonra da farklı döviz kuru kavramlarını inceleyeceğiz.

* 1. **DÖVİZ KURU REJİMLERİ**

Döviz kuru rejimlerini iki başlık altında inceleyeceğiz: sabit döviz kuru rejimleri ve dalgalı döviz kuru rejimleri. Sabit döviz kuru rejimlerinde döviz kuru devlet tarafından kararlaştırılır. Dalgalı ya da serbest döviz kuru rejimlerinde ise kur piyasada döviz arz ve talebi tarafından belirlenir.

1. **Sabit Döviz Kuru Rejimleri**

Sabit kur rejiminde ülke parası gelişmiş bir ülkenin parasına bağlanır ve değeri o ülke parası karşısında sabit tutulur. Sabit döviz kuru iki şekilde uygulanmaktadır; döviz alımı ya da satışı yoluyla döviz piyasasına müdahale ederek ya da döviz talebini (harcamalarını) kısıtlayarak. Birinci durumda merkez bankası, döviz talebi döviz arzını aştığında piyasaya döviz satarak; döviz arzı döviz talebini aştığında ise piyasadan döviz alarak mevcut kuru korumaya çalışır. İkinci uygulamada, döviz harcaması bir kamu kuruluşunun iznine bağlanarak kısıtlanır ve kambiyo denetimi olarak adlandırılır.

1. **Dalgalı Döviz Kuru Rejimleri**

Döviz kurunun piyasada döviz arz ve talebi tarafından serbestçe belirlendiği kur rejimi dalgalı ya da serbest döviz kuru rejimi olarak adlandırılır. Dalgalı döviz kuru rejiminde döviz kuru ilke olarak piyasada belirlenmekle birlikte, uygulamada çoğu kez merkez bankaları çeşitli para politikası araçlarını kullanarak dolaylı olarak ya da döviz alım-satımı yaparak doğrudan döviz kuruna müdahale etmektedir. Merkez bankasının hiç müdahale etmediği kur rejimi saf dalgalı kur, merkez bankasının zaman zaman müdahale ettiği kur rejimi ise yönetilen kur rejimi olarak adlandırılabilir.

* 1. **DÖVİZ KURU KAVRAMLARI**

Piyasada oluşan ve günlük işlemlerde uygulanan döviz kuru nominal döviz kurudur. Aşağıda nominal döviz kurunun yanı sıra reel döviz kuru, satın alma gücü paritesi ve kapsanmamış faiz oranı paritesi gibi kavramları da ele alacağız.

1. **Nominal ve Reel Döviz Kuru**

Nominal döviz kuru (E), bir birim yabancı paranın yerli para cinsinden değeridir. Yabancı para dolar, yerli para lira olsun. Nominal döviz kurundaki artış bir dolar satın almak için daha fazla lira vermek gerektiğini gösterir. Reel döviz kuru, aynı para birimi cinsinden ifade edildiğinde iki ülkedeki malların göreli fiyatlarını verir:

Q = EP\*/P

Burada (Q)reel döviz kuru, (E) nominal döviz kuru, (P) yurtiçi fiyat endeksi ve (P\*) yurtdışı fiyat endeksidir.

Amerikan doları ve Türk lirası söz konusu olduğunda reel kur, Amerikan mallarının Türk malları cinsinden fiyatını verir. Başka bir deyişle, bir birim Amerikan malının kaç birim Türk malı ettiğini gösterir. Q’daki bir artış liranın dolar karşısında reel olarak değer yitirdiği, Q’daki bir azalış ise liranın dolar karşısında reel olarak değer kazandığı anlamına gelir. Reel kur dış ticaret açısından çok önemlidir.

Önce ihracat açısından bakalım. Reel döviz kurunu, kolaylık olsun diye, tek bir malın fiyatından hesaplayalım. ABD’ye televizyon sattığımızı düşünelim. Aynı kalitede televizyon ABD’de de üretiliyor olsun. Reel döviz kurunu hesaplamak için nominal döviz kurunu ve televizyon fiyatlarını bilmeliyiz. Televizyon fiyatlarının sabit olduğunu varsayalım. Türkiye’de üretilen televizyon 100 lira, ABD’de üretilen televizyon ise 10 dolar olsun. Taşıma maliyetleri, gümrük vergileri ve kota gibi dış ticareti engelleyici etkenleri göz ardı edelim. Farklı nominal döviz kurları alarak bu fiyatlar ile döviz kurlarına karşı gelen reel kurları hesaplayalım ve dış ticaretimiz üzerindeki etkilerine bakalım. İki farklı durum düşünelim: İlkinde 1 dolar 20 lira (E=20), ikincisinde ise 5 lira (E=5) olsun. İlk durumda lira nominal olarak ikinci duruma kıyasla daha değersiz demektir.

Türkiye’de üretilen televizyonun 100 lira olan fiyatını nominal döviz kuruna bölersek dolar cinsinden fiyatını buluruz. Türkiye’de üretilen televizyon Amerika’da birinci durumda 5, ikinci durumda ise 20 dolara satışa çıkacaktır. Reel döviz kuru dışında ihracatı etkileyen diğer etkenlerin değişmediğini varsayalım. Bu koşullar altında ABD’li açısından birinci durumda Türkiye’de üretilen televizyonu almak kârlıdır. Zira ABD’de üretilen televizyon 10 dolar, oysa Türkiye’de üretilen 5 dolar. İkinci durumda ise tersi gerçekleşecek; Türkiye’de üretilen televizyon ABD’de üretilenden pahalı olduğu için ABD’li onu almaz. Şimdi reel döviz kurunu hesaplayalım. Reel döviz kuru ilk durumda 2, ikinci durumda 0,5 olacaktır.

Q= EP\*/P = 10X20/100= 2*,*

Q=10X5/100 = 0,5

Görüldüğü gibi, Türkiye’nin ihracatı, reel dövizkurunun yüksek olduğu birinci durumda artarken; reel döviz kurunun azaldığı ikinci durumda olumsuz yönde etkileniyor.

Reel döviz kuru ile Türkiye’nin ithalatı arasındaki ilişki için de aynı örneğe bakabiliriz. Birinci durumda ABD televizyonu (10X20=200 lira) Türkiye’de üretilene göre (100 lira) daha pahalıdır. Dolayısıyla, reel kurun yüksek olduğu durumda Türkiye’deki tüketiciler yerli televizyonu satın alacağından ithalat düşük olacaktır. İkinci durumda ise ABD’de üretilen televizyonun Türkiye’deki satış fiyatı 50 (=10X5) lira oluyor. Türkiye’de üretilen televizyon ise 100 liradır. Türkiye’deki televizyon alıcıları ithal Amerikan televizyonunu yerli televizyona tercih edeceklerdir. Genel olarak ifade edersek: Reel döviz kurunun artmasıyla ithalat azalır, reel döviz kurunun düşmesiyle ithalat artar.

1. **Satın Alma Gücü Paritesi**

Taşıma maliyetleri ile dış ticareti engelleyici kota ve gümrük vergisi gibi etkenler dikkate alınmazsa iki ayrı ülkede aynı kalitedeki iki malın aynı para birimi cinsinden fiyatlarının eşitlenme eğiliminde olacağı söylenebilir. Bu durum *tek fiyat yasası* olarak adlandırılmaktadır. Dalgalı kur rejiminde nominal döviz kuru bu eşitliği sağlayacak yönde değişir. Satın alma gücü paritesi tek tek mallardan değil, iki ülkedeki aynı mal sepetinden yola çıkıyor. Aynı malları içeren bir mal sepetinin Türkiye’de lira cinsinden fiyatının P, Amerika’da dolar cinsinden fiyatının P\* olduğunu varsayalım. Satın alma gücü paritesi E aşağıdaki gibi hesaplanıyor:

E = P/P\*

Nominal döviz kuru (E), bu mal sepetlerinin aynı para cinsinden fiyatlarını birbirlerine eşitliyor. Yukarıdaki eşitliği yeniden düzenleyerek bunu görmek mümkün: *P=EP\*.*

E = P/P\* eşitliği bize satın alma gücü paritesinin ‘mutlak’ biçimini veriyor. Bir de satın alma gücü paritesinin ‘göreli’ biçimi var. Göreli satın alma gücü paritesine göre, nominal döviz kurundaki değişme (ε), yurtiçi enflasyon (π) ile yurtdışı enflasyon (π\*) arasındaki farka eşit olmalıdır:

εt= πt-πt\*

Yurtiçi enflasyon yurtdışı enflasyondan ne kadar fazla ise o ülkenin parası o kadar değer kaybedecek, yani nominal döviz kuru o kadar yükselecektir. Tıpkı yaklaşık reel faiz hesabında olduğu gibi (εt= πt-πt\*) denklemi de döviz kurundaki değişimi yaklaşık olarak vermektedir. Bu aşamada, reel döviz kurundaki değişimi kesin olarak veren denklemi bir yana bırakıyoruz.

Satın alma gücü paritesinin hesaplanmasında döviz arz ve talebinin yalnızca dış ticaretten kaynaklandığı varsayılmaktadır. Oysa özellikle 1990’lardan itibaren dünyadaki döviz arz ve talebi dış ticaretten çok uluslararası sermaye hareketleriyle ilişkilidir. Dolayısıyla iki ülke parası arasındaki kur yalnızca bu iki ülke arasındaki enflasyon farkından etkilenmez.

1. **Kapsanmamış Faiz Oranı Paritesi**

Satın alma gücü paritesi, döviz arz ve talebinin asıl olarak dış ticaret tarafından belirlendiği dünya için daha uygundur. 1990’lı yıllardan itibaren uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile döviz kurunun belirlenmesine bakış biçimi de değişti. Sermaye hareketlerinin birkaç günlük toplamı, tüm dünya ülkeleri arasında yapılan mal ticaretinin bir yıllık toplamı kadar oldu. Dolayısıyla, döviz piyasasındaki işlemlerin ezici çoğunluğu dış ticaret ile değil sermaye hareketleriyle ilgilidir. Sermaye hareketlerine bağlı olarak döviz arz ve talebinde çok kısa sürelerde büyük oynamalar gerçekleşebiliyor. Bu nedenle, bir süredir döviz kuru bir mali varlığın fiyatı olarak algılanmaya başlandı. Böylelikle, döviz kurunun nasıl belirlendiğini inceleyen modeller de mali varlık yaklaşımı çerçevesinde geliştirildiler. Bu modellerde döviz arz ve talebinin temel belirleyicisi de sermaye hareketleridir. Bu yaklaşıma dayanan ve son olarak ele alacağımız kavram kapsanmamış faiz oranı paritesidir.

Döviz kurunun mali varlık yaklaşımıyla nasıl belirlendiğini anlayabilmek için biri yabancı ülkede dolar cinsinden, diğeri de yurtiçinde lira cinsinden çıkartılan iki tane tahvili ele alalım. Tahvillerin vadeleri, riskleri ve likiditeleri aynı olsun. Sermaye hareketlerinin de serbest olduğunu varsayalım. Bu durumda, yatırımcılar sadece beklenen getiriler ile ilgili olacaklar ve hangisinin getirisi fazlaysa o tahvilin talebi artacak; fiyatı yükselecek, getirisi düşecektir. Diğeri için tam tersi gerçekleşecektir. Bu hareketler sonucunda iki mali tahvilin beklenen getirisi eşitlenecek ve piyasa dengeye gelecektir. Beklenen getirilerin denkliği bize kapsanmamış faiz oranı paritesini verecektir.

Bu denkliği bir örnek yardımıyla açıklayalım: Türkiye’de yaşayan bir yatırımcı düşünelim. Elinde 100 lirası bulunsun. İlk seçeneği elindeki 100 lirayı bugünkü nominal döviz kurundan dolara çevirdikten sonra ABD Hazinesi’nin ihraç ettiği bir yıl vadeli tahvili satın almak; ikinci seçeneği ise 100 lirayla Türkiye Hazinesi’nin ihraç ettiği bir yıl vadeli tahvili satın almak olsun. Bugünü (t) dönemi, vade bitimi olan bir yıl sonrayı (t+1) dönemi olarak adlandırarak beklenen getirilere bakalım.

Yatırımcı, eğer Türkiye Hazinesi’nin bir yıl vadeli tahvilini alırsa, lira cinsinden vade bitiminde yatırdığı 100 lirayı ve bir de faizini (it) alacak. Dolayısıyla elde edeceği toplam tutar anapara ve faiz kazancından oluşan (100+100 it) lira olacaktır. Bunu 100(1+ it) lira olarak ifade edebiliriz. Vade sonunda bunu elde edeceğini kesin olarak biliyor, çünkü (it) faizi bugünden belli ve tahvili ihraç edeninin yükümlülüklerini yerine getirmeme riski yoktur.

ABD Hazinesi’nin ihraç ettiği tahvilden satın alması için *(t)* döneminde 100 lirasını o zamanki dolar-lira kurundan (Et) dolara çevirmesi gerekiyor. Bu işlem sonucunda *(t)* döneminde eline (100/Et) kadar dolar geçecek. Bugün için ABD Hazinesi’nin ihraç ettiği tahvilin faizi () olsun. Vade bitiminde, yani (t+1) döneminde anapara ve faiz kazancı olarak dolar cinsinden elde edeceği tutar, anapara olarak (100/ Et)dolar ve bunun faiz getirisi olarak [(100/ Et)] dolardır. Dolayısıyla vade bitiminde elde edeceği toplam kazanç (100/ Et )(1+ ) dolar olacaktır. Burada da bir belirsizlik yoktur.

Hangi mali varlığı satın alacağına karar vermesi için bu toplam getirileri aynı para birimi cinsinden karşılaştırması gerekir. Karşılaştırmayı lira cinsinden yapacağını düşünelim. Bu durumda ABD Hazinesi tahvilinden elde etmeyi beklediği toplam kazancı liraya çevirmesi gerekir. Dolar kazancı vade bitiminde liraya çevrileceği için, vade bitimindeki döviz kuru kullanılır. Vade bitiminde eline geçecek dolar cinsinden para o tarihte gerçekleşmesi beklenen döviz kuru ile çarpılınca toplam kazanç lira cinsinden hesaplanmış olur.

[(100/ Et )(1+ )]

Varsaydığımız piyasa koşulları altında iki tahvilin aynı para cinsinden beklenen getirileri eşit olmak durumundadır. İşte, yerli ve yabancı tahvilin aynı para cinsinden beklenen getirilerini eşitleyen döviz kuruna **kapsanmamış faiz oranı paritesi** adı veriliyor. Kapsanmamış faiz oranı paritesi aşağıdaki gibi hesaplanır:

(100+100 it) = [(100/ Et )(1+ )]

Buradan,



Denklemin sağ tarafında yer alan diğer değişkenler aynı kalmak üzere, yurtiçi faiz oranı ne kadar yüksekse nominal döviz kuru o kadar düşük değer alıyor ve lira dolar karşısında o kadar değerli oluyor. Tersine, yine diğer değişkenler aynı kalmak üzere, yurtdışı faiz oranı ne kadar yüksekse nominal döviz kuru o ölçüde yüksek oluyor; dolar karşısında lirayı daha değersiz kılıyor. Yine lira ve dolar cinsinden beklenen getiriler aynı kalmak üzere, beklenen nominal döviz kuru arttıkça bu günkü nominal döviz kuru da o ölçüde artıyor.

Ne var ki, yukarıda belirttiğimiz ilişkiler ancak yaptığımız varsayımlar çerçevesinde geçerlidir. Gerçekte, yurtiçi faiz oranı yüksekse nominal döviz kuru da mutlaka düşük olacaktır, diyemeyiz. Yüksek yurtiçi faiz her zaman düşük kur anlamına gelmez. Faiz oranındaki değişimin arkasındaki nedenin ne olduğunu bilmeden döviz kurunun nasıl etkileneceğini kestirmek mümkün olmaz. Daha önce, kredi riski arttıkça faiz oranının da arttığını gördük. Bütçesi yüksek açık veren ve kamu borcunun fazla olduğu bir ülke düşünelim. Bu yerli ülke olsun. Bu ülkenin borcunu geri ödememe riski yüksekse bütçe açığından doğan finansman gereksinimini karşılamak için sattığı tahvillerin faizi de (yurtiçi faiz de) yüksek olacaktır. Çünkü yurtiçinde devlet tahvili arzı artarken talebi azalır. Buna karşılık yabancı ülkenin tahvili daha cazip hâle gelir, onun fiyatı yükselir.

Demek ki riski artan ülkenin mali varlıkları talep edilmiyor, riski artmayan ülkeninki talep ediliyor. Dövizi de bir mali varlık olarak düşünebiliriz. Tasarruflarımızı tahvil yerine döviz olarak da tutabiliriz. Dolayısıyla, riski artan ülkenin parasının değil, yabancı ülkelerin parasının talep edileceğini beklemek gerekir. Talebi artan yabancı paranın (dövizin) fiyatının yükselmesi ve döviz kurunun artması beklenir. Bu durumda yukarıdaki ifadede arttığı için *Et yükselecek*, yani bugün döviz kuru artacaktır.

Risk artmadan yurtiçi faiz oranı yükseliyorsa, döviz kurunun düşmesini beklemek gerekir. Çünkü bu durumda yurtiçi mali varlıklar daha çekici olacaktır. Yerli para talebi artacak ve dolayısıyla yerli para değerlenecek; döviz kuru düşecektir.



Özetle, faiz ile döviz kuru arasındaki ilişkinin yönü, faiz oranındaki değişikliklerin nedenleri bilinmeden anlaşılamaz. Ayrıca, nominal döviz kurunun bugünkü değerini sadece bugünkü yurtdışı ve yurtdışı faiz oranları değil ama aynı zamanda gelecek dönemlerde gerçekleşmesi beklenen faiz oranları da etkiler.

Merkez bankası bugün faizi artırsa bile, ileride yurtdışı faizlerin yükseleceği düşünülüyorsa, bugün nominal döviz kuru düşmek yerine artabilir. Yani, döviz kurunu belirlemede bekleyişler çok önemlidir. Faiz oranı yüksekse döviz kuru düşük olur şeklinde kesin bir yargıya varılamaz. Faiz oranında gözlenen değişikliklerin yanı sıra bu değişikliklere neden olan faktörlerin neler olduğu da bilinmelidir.

**ÖDEV 4**

1. Döviz kurunu önemli kılan iki nedeni belirtiniz.
2. Nominal döviz kuru, reel döviz kuru, satınalma gücü paritesi ve kapsanmamış faiz oranı paritesini tanımlayınız.
3. Nominal döviz kuru şöyle: 1 Ocak 2011’de 1 dolar 2 lira, 1 Ocak 2012’de ise 1 dolar 1,9 lira. 1 Ocak 2011’de yurtiçi fiyatlar genel düzeyi 105, yurtdışı fiyatlar (ABD’deki fiyatlar) genel düzeyi de 100. 1 Ocak 2012’de ise yurtiçi fiyatlar genel düzeyi 95 oluyor, yurtdışında ise fiyatlar değişmiyor. Her iki tarihteki reel kuru hesaplayınız. Liranın bu bir yıllık sürede nominal ve reel olarak değer kaybedip kaybetmediğini açıklayınız.
4. Yurtiçi faiz oranı % 10, yurtdışı faiz oranı ise % 5 düzeyinde ise döviz kurunun ne kadar artacağı beklenir?

**KONU 5**

**FİNANSAL SİSTEMİN İŞLEYİŞİ**

**GİRİŞ**

Finansal sistemin en önemli fonksiyonu borç verenlerle borç alanlar arasında fon akımının sağlanmasıdır. Düzgün işleyen bir finansal sistem fonların verimli yatırımlara yönlenmesini sağlayacağından ekonomide verimliliği artırır. Ancak finansal sistem, verimli yatırımlara yönelecek yatırımcıları yüksek risk alma eğiliminde olan yatırımcılardan ayırt edemiyorsa genel olarak sistemdeki riskler artma eğilimi gösterir. Bu ayrımı yapmak her zaman kolay değildir, çünkü finansal sistemin özelliklerinden biri de fon fazlası olanlarla fon açığı olanların eşit derece bilgiye sahip olmamalarıdır. Finansal sistemlerde borç verenler her zaman borç alanlardan daha az bilgi sahibidirler.

Bu durum finansal piyasaların diğer piyasalara göre daha yüksek belirsizlik ve risk içermesine yol açar. Ortada çok fazla bilgi var gibi gözükmekle birlikte, sıradan bir yatırımcı aslında parasıyla ne yapması gerektiği konusunda her zaman tereddüt içerisindedir. Tasarruflarını en verimli biçimde nasıl değerlendireceğine karar vermek kolay değildir. Belirsizlik ve risklerin arttığı durumlarda finansal sistemin işleyişi aksayabilir. Hangi yatırımların daha çok ya da az risk taşıdığının bilinmediği durumlarda finansal fonlar yüksek risk alan yatırımcılara yöneliyorsa finansal sistemde sorunlar ortaya çıkar.

Bir ülkede finansal sistemin yüksek riskli ve potansiyel krizlere açık hâle gelmesi yalnızca o ülke ekonomisi için değil o ekonominin bağlantılı olduğu diğer ekonomiler için de tehlike yaratır. Gelişmeler bir krize dönüştüğünde krizin etkileri hızla krizin çıktığı ekonomiden diğer ekonomilere bulaşabilir, hatta küresel bir krize dönüşebilir. Dolayısıyla, finansal sistemin temel dinamiklerini ve ekonominin genel işleyişini nasıl ve hangi kanallardan etkilediğini anlamak sadece ülke ekonomisi için değil dünya ekonomisinin dinamiklerini anlamak açısından da son derece önemlidir. Bu amaçla bu derste öncelikle finansal sistemlerdeki bilgi sorunlarına göz atacağız.

* 1. **BİLGİ EKSİKLİĞİNİN YARATTIĞI SORUNLAR: TERS SEÇİM VE AHLAKİ TEHLİKE**

Finansal sistemin işleyişinde bilgi son derece önemli bir işleve sahiptir. Finansal piyasaların işleyişi çok yönlü bilgiye dayalıdır ve piyasaların düzgün işlemesi buna bağlıdır. Bilgiyi toplamanın ise bir maliyeti vardır. Finansal piyasalar bilgi sahibi olmanın maliyeti nedeniyle tüm piyasalar içinde en sorunlu piyasalardır. Bu maliyetin çok yükselmesi durumunda piyasaların işleyişi aksar. Finansal piyasalardaki en önemli sorun borç verenlerin borç alanlara göre eksik bilgi sahibi olmalarıdır. Genel olarak borç veren taraf, borcu alanın yapacağı yatırımın içeriği, potansiyel getirisi ve riski hakkında tam bilgiye sahip değildir. Finansal sözleşmelerde borç alan tarafın parayı nerede kullanacağını ve yatırımının potansiyel getirisi ve risklerini bildiği, yani tam bilgiye sahip olduğu düşünülebilir. Ancak borç veren taraf yalnızca borç alanın aktardığı kadar, yani borç alandan daha az, bilgiye sahiptir. Borç anlaşmalarında taraflarının sahip oldukları bilginin aynı olmamasına bilgi eksikliği ya da bilgi asimetrisi adı verilir. Finansal piyasalarda bilgi eksikliği iki soruna yol açabilir: ters seçim ve ahlaki tehlike.

1. **Ters Seçim**

Borç verenin kime borç vereceğini seçerken yeterli bilgiye sahip olmaması ters seçime neden olabilir. Ters seçim borç sözleşmesi imzalanmadan önce ortaya çıkan bir durumdur. Ters seçimin temelinde daha yüksek risk alma eğiliminde olan yatırımcıların borç almaya daha istekli olmaları yatar. Bunu daha iyi anlayabilmek için iki arkadaşınız olduğunu düşünelim; Ayşe ve Ali. Ayşe risk almayı sevmediği için ancak ödeyebileceğinden emin olduğunda borç alma eğilimindedir. Ali ise risk almayı seven birisidir. Eğer arkadaşlarınızı iyi tanıyorsanız ve davranış biçimleri hakkında bilgi sahibiyseniz ikisinin de paraya ihtiyacı olduğunda Ali’ye borç vermek yerine Ayşe’ye borç vermeyi yeğlersiniz. Ancak onları yeterince tanımıyorsanız, borç aldıklarında nasıl davranacaklarını kestiremezsiniz, borç verirken eksik bilgi sorunuyla karşı karşıyasınızdır. Risk almaktan hoşlanan Ali muhtemelen daha sıklıkla borç almaya çalışacak, Ayşe ise borç alma konusunda daha çekingen davranacaktır. Bu durumda, borç almaya aday olan yatırımcıların Ayşe’ye benzer risk sevmeyen, daha sakıngan yatırımcılardan çok Ali’ye benzer risk almaya eğilimli kişilerden oluşacağını düşünebiliriz. Borç verenlerin, borç almaya çalışanların ne tür riskler taşıdıklarını tam olarak bilememesi ve borç almaya çalışan adayların potansiyel olarak daha çok risk alma eğilimi taşıyan yatırımcılar olması ters seçime, yani yüksek riskli kişilere borç verilmesine yol açar.

Benzer şekilde borç senetleri ya da hisse senetlerini alırken hangi firmaların yüksek risk taşıdığını hangi firmaların ise kâr potansiyeli olan, düşük riskli firmalar olduğunu ayırt kolay değildir. Çünkü finansal varlıkları satanlar (yani borç alanlar) şirketlerinin mali durumunu bildikleri halde finansal varlıkları alacak olanlar (yani borç verenler) bu bilgiye sahip değildirler. Finansal varlıkların fiyatını düşünecek olursak riski düşük olan firmanın sattığı tahvilin gerçek fiyatı risk taşıyan firmanın çıkardığı tahvilin gerçek fiyatından daha yüksektir. Ancak alıcılar eksik bilgiye sahip oldukları için iyi ve kötü şirketlerin tahvillerini ayırt edemeyeceklerinden piyasada ortalama bir fiyat oluşacaktır. Bu durumda düşük riskli iyi tahviller gerçek değerlerinin altında satılırken yüksek riskli kötü tahviller gerçek değerlerinin üzerinde satılacaktır. Dolayısıyla da düşük riskli şirketler piyasada tahvil satarak fon toplamayı tercih etmezlerken yüksek riskli şirketler tahvil satmaya daha hevesli olacaklardır. Kısacası eksik bilgi sorunu finansal piyasalarda da kötü tahvillerin iyilerine oranla daha çok satılmasına ve alıcılar açısından ters seçim sorununun ortaya çıkmasına yol açacaktır. Risklerin yükseldiği ve eksik bilgi sorununun çok fazla olduğu durumda alıcılar açısından tahvil almak tercih edilen bir yatırım olmaktan çıkacak yani piyasa işlemez hâle gelecektir.

Ters seçim sorununu çözmenin en basit yolu bilgi eksikliğini gidermektir. Bilginin tam olduğu durumda finansal piyasalarda da yüksek risk taşıyan finansal varlıklarla düşük risk taşıyan finansal varlıkları ayırt edebiliriz ve ters seçim sorunu ortadan kalkar. Ancak bilgi sahibi olmanın bir maliyeti vardır. Bu maliyetin düşürülmesi bilgiye erişimi kolaylaştıracak ve ters seçim olasılığını azaltacaktır. Ters seçim sorununu en aza indirmek ve piyasaların sağlıklı bir biçimde işlemesini sağlamak için aşağıdaki çözümlere başvurulabilir.

***Bilgi eksikliğini kamunun gidermesi****:* Bunun yöntemlerinden biri kamu düzenlemeleri ile piyasa oyuncularının finansal durumları ile ilgili daha çok bilgiyi kamuyla paylaşmalarını sağlamaktır. Ülkemizde şirketlerin BİST ve SPK düzenlemeleri gereği mali tablolarını ve finansal durumlarını düzenli olarak Kamuyu Aydınlatma Platformu’na (KAP) bildirmeleri gerekmektedir. Ancak bu tür şirket bilgilerini anlamak ve değerlendirmek sıradan bir yatırımcı için kolay olmayabilir. Piyasa oyuncularının açıkladıkları bilgi dışında SPK, BDDK, TCMB gibi bazı kurumlar da finansal piyasalar hakkında bilgi toplamakta, bunları değerlendirmekte ve düzenli olarak raporlar hazırlayarak kamuyla paylaşmaktadırlar.

***Özel kuruluşların bilgi toplayarak satması:*** Finansal piyasalardaki oyuncuların açıklamak zorunda oldukları kendilerine ilişkin bilgileri anlamak ve risklerin hangi tür piyasalarda nasıl seyrettiğini ve gelecekte ne olabileceğini değerlendirmek kolay değildir. Bu yüzden sadece şirketlerin açıkladığı mali tablolara bakarak ve finansal sektörle ilgili kamu kuruluşlarının raporlarını okuyarak piyasalardaki riskleri değerlendirmek ve gelecekteki gelişmeleri öngörmek mümkün olamayabilir. O nedenle, özel şirketler de ayrıca bilgi toplamakta ve bu bilgileri uzmanlar aracılığıyla değerlendirerek satmaktadırlar.

***Maddi teminat:*** Ters seçim sorununu çözmek için bilgi eksikliğini gidermenin yanında borç sözleşmelerine maddi teminat koşulları eklenebilir. Sözleşmede borcun karşılığında bir teminat gösterilirse borçlu borcunu ödeyemez hâle geldiğinde borç verenin zararı azaltılmış olur. Bu durumda borç verenler daha rahat borç verebilir hâle gelir.

***Şirketlerin özsermayesi:*** Borç alacak olan şirketin özsermayesi de bir tür teminat işlevi görür. Şirketin özsermayesi, borçları düşüldükten sonra arda kalan varlıklarıdır. Güçlü bir özsermaye şirket borcunu ödeyemez duruma düşse bile en azından paraya çevrilebilecek varlıklara sahiptir ve bu, borç veren için bir tür güvence oluşturabilir. Dolayısıyla, özsermaye de borç vermeyi kolaylaştırarak borç piyasalarının işlemesini sağlar.

1. **Ahlaki Tehlike**

İkinci tür bilgi eksikliği sözleşme imzalandıktan sonra ortaya çıkar ve ahlaki tehlikeye yol açabilir. Ahlaki tehlike, borç alanın parayı uygun olmayan yatırımlarda kullanma riskidir. Bu riski ortadan kaldırmak ya da en azından azaltmak için şirketin yükümlülüklerini yerine getirebilir durumda olup olmadığı konusunda bilgiye ihtiyaç duyulur. Daha önce de belirtildiği gibi, borç finansmanındaki ahlaki tehlike riski borç teminata bağlanarak azaltılabilir. Ayrıca, şirketlerin özsermayesi de bir tür teminat görevi görür. Yüksek özsermayeli bir şirkete borç verirken borcun geri ödenemediği durumda şirket varlıklarının paraya çevrilerek borcun tahsil edilebileceği düşünülebilir.

Ahlaki tehlike finansal kurumlarda da ortaya çıkabilir. Finansal sistemde bir sorun çıkması ekonominin geneli için büyük maliyetler yaratır. Finansal kriz dönemlerinde iktisadi faaliyet azalır, işsizlik ve genel olarak finansal sektörde riskler artar. Büyük bir bankanın ya da büyük bir finansal kuruluşun batması tüm sektörü tehlikeye atabilir. Bu yüzden yetkililer finansal sistemin sorunsuz çalışmasını sağlamak isterler; büyük finansal kurumların özellikle büyük bankaların batmasına engel olmaya çalışırlar. Bu politikaya *batmak için çok büyük politikası* adı verilir. Batmak için çok büyük politikası finansal piyasalarda ahlaki tehlike riskinin artmasına yol açar. İlke olarak finansal kurumların, özellikle bankaların, risklerini minimize etmeye çalışmaları beklenir. Ancak batmak için çok büyük politikasına güvenen yöneticiler daha riskli faaliyetlere girişebilirler. Böyle kurumlardan oluşan bir finansal sistemin daha istikrarsız olması kaçınılmazdır. Batmasına izin verilemeyecek kadar büyük olmak, bunun genel kabul gördüğüne ve bir hükümet politikası olduğuna güvenmek, finansal sistemin istikrarını zedeleme ve ahlaki tehlike riskini artırma potansiyeli taşır.

* 1. **FİNANSAL SİSTEM VE İKTİSADİ FAALİYET**

Finansal gelişme iktisadi büyümeyi olumlu yönde etkilemektedir. Bu bölümde finansal sektörün hangi kanallarla iktisadi büyümeye yol açabileceğini tartışacağız. Finansal kurumları doğuran neden bilgi edinme ve işlem maliyetlerinin yarattığı piyasa çatışmalarınıdır. Bu maliyetler nedeniyle bir ekonomide borç verenler hangi yatırımın hangi riski taşıdığını; borç alanlar ise hangi fonları nerede hangi maliyetle bulabileceğini bilememektedirler. Bilgi edinme ve işlem maliyetlerinin boyutları finansal piyasaların ve kurumların ortaya çıkmasına yol açmıştır. Finansal sistem, belirsizliğin olduğu bir ortamda kaynakları mekânlar arasında dağıtır ve zamana yayar. Tasarrufları ekonomiye aktarır, yatırımlar hakkında bilgi sağlayarak kaynakların verimli kullanılmasına katkı yapar, risk yönetimini ve ticareti kolaylaştırır.

Finansal sistem bu işlevleri ile iktisadi büyümeye katkı sağlar. Birinci konuda finansal sistemin işlevlerini incelemiş olduğumuzdan burada ayrıntıya girmeyecek ve değişimi kolaylaştırma işlevi ile büyümeye olan katkısını açıklamakla yetineceğiz.

Finansal sistem tasarrufları ekonomiye kazandırarak mal ve hizmet ticaretini kolaylaştırır. Örneğin ev almak için yeterli birikimi olmayan bir kişiyi ya da işini büyütmek için yapacağı yatırımı finanse edecek kaynağı bulamayan bir firmayı düşünelim. Finansal sistem bu kişi ve firmaların borçlanabilmesini kolaylaştırarak mal ve hizmetlerin de daha kolay satılabilmesini sağlar.

İktisadi büyüme bir ülkedeki toplam üretim ve dolayısıyla da milli gelirdeki artıştır. İktisadi büyüme ülke refahını artırmanın tek yoludur ve bu nedenle de ekonomi politikalarının birincil amacıdır.

İktisadi büyümenin iki kaynağı vardır: sermaye birikimi aracılığı ile üretim kapasitesinin ve teknolojik yenilik aracılığı ile verimliliğin artırılması. Verimli çalışan bir finansal sistem büyümeyi bu iki kanaldan birden etkiler. Sermaye birikimi tasarrufların ekonomiye aktarılmasının kolaylaştırılması, risklerin azaltılması, daha verimli kaynak kullanımı, mal ve hizmet ticaretinin kolaylaşması sonucunda hızlanır. Etkin çalışan bir finansal sistem, ayrıca, teknolojik yenilik yapma kapasitesi olan girişimci ve şirketlerin daha kolay kaynak bulabilmesini sağlayarak teknolojik yeniliklerin finansmanını kolaylaştırır.

Gerçekte finansal sistem ile iktisadi büyüme arasında karşılıklı etkileşim vardır. Büyüyen bir ekonominin finansal hizmet talebi artar. Böylece ekonomilerin büyüyüp zenginleşmesi finansal sistemin gelişmesini de tetikler. Bunun yanında, teknolojik gelişmeler de finansal sistemin daha etkin olarak çalışmasını ve daha hızlı gelişmesini sağlar. İletişim ve bilişim sektörlerinin son yıllarda gösterdiği gelişmeler finansal sistemin yapısını hızla değiştirerek finansal hizmetlerin çeşitliliğini artırdı. Finansal sistemin iyi işlemesi ekonomik büyümeye katkı yaparken finansal sektördeki sorunlar ekonomik faaliyetlerin daralmasına yol açar. Finansal sistemin krize girdiği durumlarda kaynak dağılımının sekteye uğraması bu kaynaklara ihtiyaç duyan iş sahiplerinin, tüketicilerin ve kamu kesiminin ekonomik faaliyetlerinde düşüşe, ekonomide durgunluğa ya da daralmaya neden olur.

İzleyen bölümde finansal krizlerin ekonomik faaliyet üzerindeki etkilerini daha yakından inceleyeceğiz.

* 1. **FİNANSAL KRİZLER**

Ekonomiler gittikçe sıklaşan finansal krizlerle karşılaşmaktadırlar. 21. yüzyılın ilk finansal krizi 2008 sonlarında ABD’de ortaya çıktı ve büyük bir küresel krize dönüştü. Bu son finansal krizin etkisiyle iktisadi faaliyetler II. Dünya Savaşından beri görülmemiş bir ölçüde azaldı. Küresel üretim düştü ve küresel ticaret hacmi daraldı.

İki tür krizden söz edilebilir: döviz krizleri ve bankacılık krizleri. Döviz krizleri, döviz açıklarının tetiklediği dövize hücum sonucunda döviz kurundaki ani ve büyük hareketlerden doğmaktadır. Bankacılık krizleri ise müşterilerin güvensizlik nedeniyle bankalara hücumuyla hızlı mevduat kaçışı ya da bankaların para ve vade uyuşmazlığı sonucu ortaya çıkabilmektedir. Bu durumlarda sektöre olan güven sarsılmakta ve güven kaybı sağlam kurumların bilançolarını bozarak krizin hızla tüm sektöre yayılmasına neden olabilmektedir.

1. **Finansal Krizlerin Ekonomik Faaliyetleri Etkileme Kanalları**

Finansal krizler üretimi ve ticaret hacmini düşürmekte ve işsizliği artırmaktadır. Finansal krizlerin reel sektörü etkilediği başlıca kanallar şunlardır: borçlanma maliyetinin yükselmesi, kredi daralması, riskten kaçınma, şirket ve hane halkı özsermayesi, döviz kuru ve güven.

1. ***Borçlanma Maliyetinin Yükselmesi***

Kriz dönemlerinde genel olarak menkul değerlerin fiyatları düştüğü ve faiz oranları yükseldiği için borçlanmanın maliyeti artar.

1. ***Kredi Daralması***

Finansal kriz dönemlerinde, eksik bilgi sorununun ağırlaşması ve kâr beklentisinin düşmesi nedeniyle bankalar kredi vermeye daha az istekli olduklarından, kredi daralması olur. Borçlanma maliyetlerinin yükselmesi ve kredi daralması yatırım ve tüketimin finansmanını zorlaştırır. Bu nedenle ekonomide yatırımlar düşer, tüketim harcamaları özellikle dayanıklı tüketim mallarına yapılacak harcamalar kısılır. Sonuçta ekonomik faaliyetler azalır.

1. ***Riskten Kaçınma***

Finansal kriz dönemlerinin önemli belirtilerinden biri de yatırımcıların riskten kaçınma eğilimidir. Riskten kaçınma eğilimi genel olarak varlıklara olan talebi azaltarak varlık fiyatlarının düşmesine yol açar. Diğer varlıkların yanı sıra hisse senedi ve emlak fiyatları da düşer. Varlık fiyatlarındaki düşme şirketlerin ve hane halkının bilançolarını olumsuz etkiler.

1. ***Şirket ve Hane Halkı Özsermayesi***

Kriz dönemlerinde varlık fiyatlarındaki düşme, şirket bilançolarında varlıklarla borçlar arasındaki fark olan özsermayenin azalmasına yol açar. Özsermaye bir tür teminat işlevi gördüğünden kriz dönemlerinde şirket özsermayelerinin azalması borçlanmalarını güçleştirir. Benzer biçimde varlık fiyatlarının düşmesi hane halkının net varlıklarının da değerini düşürür. Bu da aynı şirketler kesiminde olduğu gibi, hane halkının borç alırken gösterebileceği teminatların değerini düşürerek borçlanmayı zorlaştırır. Sonuçta şirket yatırımlarının finansmanı zorlaşırken hane halklarının tüketim harcamaları düşer; iktisadi faaliyetler azalır.

1. ***Döviz Kuru***

Finansal krizlerde riskten kaçınma davranışı sermayenin güvenli paralara doğru hareketine yol açarak kriz geçirmekte olan ülkenin parasının değerini düşürür. Döviz kurundaki değişme, ticaret akımlarını etkilemenin yanında, bilanço etkisi de yaratır. Yerli paranın değersizleşmesi ihracatı kolaylaştırırken ithalatı zorlaştırarak ticaret dengesini olumlu etkileyebilir. Bu durum iktisadi faaliyetleri canlandırıcı etki yapabilir. Ancak kurdaki oynamaların ticaret akımlarına yansıması zaman alır. Kısa vadede ise, eğer hane halkı ve şirketler döviz cinsinden net olarak borçlu durumda iseler, kurdaki değer kaybı bu kesimlerin bilançolarının kötüleşmesine, yukarıda anlatılan bilanço etkilerinin daha güçlü olarak ortaya çıkmasına yol açar.

1. ***Güven***

Kriz dönemlerinde beklentiler kötümserdir. Tüketicilerin, şirketlerin ve yatırımcıların ekonomiye olan güvenleri azalır. Bu güven eksikliği tüketim, yatırım ve sonuçta üretim faaliyetlerini yavaşlatır.

Görüldüğü üzere finansal krizler, sorunun kaynağından bağımsız olarak benzer sorunlar yaratırlar. Yukarıda sayılan etkenler birbirleriyle etkileşimli olarak iktisadi faaliyetleri daraltır. İşte bu yüzden finansal krizler ister döviz krizi olarak ortaya çıksın, ister bankacılık krizi olarak gelişsin, isterse bu ikisinin birlikte yaşandığı ikiz kriz olarak patlak versin üretimin düşmesine, gelirin azalmasına ve işsizliğin artmasına yol açar.

1. **Finansal Krizlerin Bulaşıcılığı**

Finansal sektörde başlayan bir krizin tüm ülke ekonomisine yayılabildiğini gördük. Ancak finansal krizlerin daha da dramatik olan etkisi bir ülkede baş gösteren finansal krizin diğer ülkelere yayılarak etki alanını genişletmesidir. Bir ülkede başlayan finansal krizin diğer ülkelere yayılmasına finansal krizlerin bulaşması adı veriliyor. Bulaşma etkisinin en çarpıcı yönü krizin bir ülkeden diğerine yayılırken bunun son derece hızlı gerçekleşiyor olması ve kimi zaman krizin etkilerinin bulaştığı ülkelerde başlangıç ülkesinden bile daha şiddetli olarak ortaya çıkabilmesidir. ABD’de 2008’de başlayan krizin önce Avrupa ülkelerine oradan da tüm dünyaya bulaşarak tam bir küresel krize dönüşmesi bir hızlı bulaşma örneğidir. Finansal krizler üç kanaldan bulaşmaktadır: sürü davranışı, ticari bağlar ve finansal bağlar.

1. ***Sürü Davranışı***

Finansal piyasalardaki eksik bilgi sorunu sürü davranışını tetikleyen önemli unsurlardan birisidir. Nasıl davranacağı konusunda yeterince bilgisi olmayan insanlar diğer insanlarla birlikte hareket etmeye çalışırlar. İşte bu yüzden finansal piyasalarda yatırımcıların bir kısmı belli bir yönde pozisyon aldıklarında, diğer yatırımcılar bundan etkilenerek benzer pozisyonlar almaktadırlar. Böylece A ülkesindeki uluslararası yatırımcılar risklerin yükseldiğini düşünerek oradan kaçmaya başladıklarında, o piyasaya benzer özellikler gösteren B ülkesindeki yatırımcılar da aynı şekilde davranırlar. Uluslararası sermaye hareketlerinde sürü davranışı sermaye hareketlerinin hızlı ve ani olarak yön değiştirmesine yol açar.

1. ***Ticari Bağlar***

Ülkelerin birbirleriyle olan ticari bağları yanında aynı uluslararası pazarlarda birbirleriyle rekabet ediyor olmaları da krizlerin etkilerinin bulaşmasına yardımcı olabilir. A ülkesi ile B ülkesi arasındaki ticaret hacminin yüksek olduğunu varsayalım. Bu durumda A ülkesinde başlayan finansal kriz B ülkesinin ürünlerine talebin düşmesinin yanında B ülkesinin A ülkesinden almakta olduğu üretim girdileri arzının kesintiye uğramasına da yol açabilir. Tüm bunlar B ülkesinin de krizden etkilenmesine neden olur. Ancak bu tür ticaret kanalı etkilerinin daha çok orta vadede ortaya çıkması beklenir, o yüzden ülkelerarası ticaretin fazlalığı krizlerin ilk andaki bulaşma etkileri açısından çok etkili olmayabilir. Yine de ticaret kanalının daha etkin olarak ortaya çıkma olasılığı vardır. İki ülkenin uluslararası piyasalarda birbirlerinin rakibi olmaları da krizlerin bulaşmasını tetikleyen bir ticaret kanalı olabilir. Örneğin, A ülkesinin bir finansal kriz sonrasında parasının değerini düşürmesi rakibi olan B ülkesinin rekabet gücünü azaltabilir. Bu durumda B ülkesi de rekabet gücünü korumak için kendi parasının değerini düşürürse, ülkeler arsında kur savaşları çıkabilir. Kur savaşları krizin yıkıcı etkilerini artırır.

1. ***Finansal Bağlar***

Finansal bağları iki yönden düşünebiliriz. Öncelikle ülkelere gelen sermayenin ortak bir kaynağı olması nedeniyle finansal bağlar ortaya çıkabilir. A ve B ülkesine aynı uluslararası fonlardan sermaye geldiğini düşünelim. Bu durumda A ülkesindeki finansal kriz sonucunda sermayesini çeken uluslararası yatırımcının risk iştahındaki azalma B ülkesinden de çıkmasına yol açabilir. İkinci tür finansal bağ ise finansal varlıklarının likiditesi yüksek olan ülkelerin finansal varlıklarının uluslararası portföylerde daha çok yer alması nedeniyle ortaya çıkar. Örneğin tahvilleri ve hisse senetleri uluslararası piyasalarda yüksek talep gören B ülkesini düşünelim. Kriz A ülkesinde çıksa bile uluslararası yatırımcılar daha düşük riskli araçlara doğru pozisyon aldıklarında B ülkesinin tahvillerine ve hisse senetlerine olan talepleri de düşecektir. Kısaca uluslararası portföylerdeki değişiklikler sonucunda kriz A ülkesinden B ülkesine atlayacaktır. Uluslararası portföylerdeki bu tür ayarlamalar da finansal krizlerin özellikle likiditesi yüksek finansal varlıklara sahip ülkelere bulaşmasına yol açabilir.

* 1. **FİNANSAL PİYASALARIN DÜZENLENMESİ VE DENETLENMESİ**

Finansal sektörün düzgün işlemesinin taşıdığı büyük önem nedeniyle tüm dünyada sistem kamu tarafından düzenlenmekte ve denetlenmektedir. Ancak, düzenleme ve denetleme yolu ile finansal sistemin daha güvenli olması sağlanırken, piyasa düzenlemelerinin ekonomik faaliyetleri kısıtlaması sonucunda ortaya çıkan bir bedeli de olabilir. Aşırı kısıtlama piyasaların gelişmesini ve ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyebilir. Burada iki uç nokta söz konusudur: birinde düzenlemelerin hafifletilerek finansal sistemin kontrolsüz büyümesi ile risklerin artması, diğerinde ise aşırı finansal düzenlemenin ekonomik büyümeyi yavaşlatması. Kısaca düzenlenmemiş piyasanın bedeli krizler, düzenlemenin bedeli de düşük büyüme olabilir. Bu iki uç arasında en uygun düzenleme ve denetleme dengesini finansal sistemin sağlıklı olarak işleyebileceği şekilde oluşturmak gerekir.

Düzenlemenin bir ayağı finansal sistemdeki eksik bilgi sorununu gidermek amacıyla bilgiyi kamusal hâle getirmektir. Bu amaçla çeşitli kamu kurum ve kuruluşları bilgi toplayarak bu bilgiyi kamuoyuyla paylaşmaktadır. Ancak bunun yanında finansal kurumların güvenilirliğini artırmak da son derece önemlidir.

Ekonomiyi bu tür risklerden korumak ve finansal krizleri önlemek amacıyla kamu kesimi finansal kurumlara çeşitli düzenlemeler getirmektedir. Bunları şöyle sıralayabiliriz: piyasaya girişin kısıtlanması, şeffaflık, banka bilançolarının denetlenmesi ve mevduat sigortası.

1. **Piyasaya Girişin Kısıtlanması**

Finansal sektörde faaliyet gösterebilmek için lisans almak gerekmektedir. Yalnızca belirli koşulları sağlayan finansal kuruluşların sektörde faaliyet göstermesine izin verildiği gibi bu kuruluşların ne tür faaliyetlerde bulunacakları da ayrıca düzenlemektedir.

1. **Şeffaflık**

Finansal şirketlerin mali durumlarını gösteren tabloları düzenli olarak ilgili kamu kuruluşlarına iletmeleri gerekmektedir. Hesaplarını belirli muhasebe ilkeleri çerçevesinde tutmaları yanında düzenli olarak denetlenmektedirler.

1. **Banka Bilançolarının Denetlenmesi**

Bankaların ne tür varlıkları tutabileceklerinin düzenlemesi banka risklerinin kontrolü açısından önemlidir. Özellikle düşük riskli ve yüksek getirili varlıklardan oluşan bir portföy sahibi olmaları yönünde çeşitli düzenlemeler mevcuttur. Bankalar, ayrıca, özsermayelerinin yeterli düzeyde olmasını sağlamak amacıyla minimum sermaye yeterlilik oranı uygulamasına tabidirler.

1. **Mevduat Sigortası**

Mevduat sigortası dünyada yaygın bir uygulamadır. Bankalarda tutulan mevduatın kamu tarafından sigortalanması sonucunda bir banka batsa bile bankanın müşterilerinin paralarını kaybetmemeleri bankacılık sistemine duyulan güveni artırır. Türkiye’de mevduat sigortası uygulaması 1983 yılında kurulan Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) ile başlamıştır. TMSF önce Merkez Bankası tarafından yönetilmiş, 2000 yılında Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) kurulduktan sonra yönetimi BDDK’ye geçmiştir.

**ÖDEV 5**

1. Bilgi eksikliğinden kaynaklanan ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarını açıklayınız ve aralarındaki farkı belirtiniz.
2. Ters seçim sorununun çözüm yollarını açıklayınız.
3. Finansal sistem iktisadi büyümeyi nasıl etkiler?
4. Kaç türlü finansal kriz vardır?
5. Finansal krizlerin ekonomik faaliyetleri etkileme kanalları nelerdir?
6. Finansal krizler nasıl bulaşır?
7. Finansal kurumlar için getirilen düzenlemeler açıklayınız.

**KONU 6**

**BANKACILIK SEKTÖRÜ VE BANKA YÖNETİMİ**

* 1. **BANKACILIK SEKTÖRÜ BİLANÇOSU**

Türkiye’de finansal varlıkların 2014 yılı itibariyle %86’sına sahip olan bankalar finansal sektörün en önemli aktörlerinden biridir. Bu nedenle, bankaların işleyişini anlamak finansal sektörün dinamiklerini anlamak açısından önemlidir.

Bankaları mevduat bankaları ile kalkınma ve yatırım bankaları olarak iki grupta toplayabiliriz. Bu iki tür bankacılık faaliyetinin arasındaki temel fark kullanılan fonların kaynağıdır. Mevduat bankaları esas olarak mevduat toplayarak ekonomide kaynak ihtiyacı olanlara kredi verirler. Yani kullandıkları fonların esas kaynağı mevduatlardır. Mevduat bankaları Türkiye’de bankacılık sektörünün %90’ından fazlasını oluşturmaktadır. Ayrıca bankaların mevduatları krediye dönüştürme işlevi, kaydi para yaratma sürecinde oynadığı rol nedeniyle, para politikası açısından da çok önemlidir. Bu derste mevduat bankalarının işleyişini inceleyeceğiz.

Mevduat bankaları bilanço hazırlamakla yükümlü ticari işletmelerdir. Bilanço şirketlerin belirli bir zamandaki mali durumunu özetler. Bilanço varlıklar (aktif) ve yükümlülükler (borçlar, pasif) olmak üzere iki ayrı bölümden oluşur. Bu ikisinin toplamları eşittir. Varlıklar toplamı şirketin elindeki varlıkların toplamı değerini verir. Yükümlülükler (pasif) tarafı ise varlıkların edinilmesinde kullanılan fonların kaynağını gösterir. Tablo 6.1’de Türkiye’deki bankacılık sisteminin 2011 yılına ait sadeleştirilmiş bilanço kalemlerinin toplam varlık ve yükümlülükler içindeki paylarını görmekteyiz.

1. **Varlıklar**

Bankacılık sektörünün varlıkları dört gruptur: rezervler, menkul değerler, krediler ve diğer varlıklar. Kaynakların bankaya bir maliyeti vardır ve banka da kâr amaçlı bir kuruluş olduğu için varlıkların en yüksek geliri getiren kalemler olmasına çalışılır. Şimdi bu kalemlere daha yakından bakalım.

1. ***Rezervler (Nakit Varlıklar)***

Bankalar topladıkları fonların bir kısmını nakit veya nakde kolayca çevrilebilen varlıklarda tutmakla yükümlüdürler. Bankaların bankacılık işlemlerini gerçekleştirmek, müşterilerinin ihtiyaç duyduğu nakit ödemelerini yapabilmek ve beklenmeyen likidite ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla rezervlere ihtiyacı vardır. Ayrıca, varlıkların bir kısmı zorunlu karşılık olarak Merkez Bankasında tutulur. Zorunlu karşılıkların toplam mevduata oranı zorunlu karşılık oranı olarak adlandırılır. Zorunlu karşılık oranını Merkez Bankası belirler. Ancak bankalar Merkez Bankasınca zorunlu tutulan oranların üzerinde de nakit varlık tutabilirler. Rezervlerin zorunlu olmayan bu kısmına serbest rezervler adı verilir. Dolayısıyla, banka rezervleri zorunlu karşılıklar ve serbest rezervlerin toplamından oluşur.

**Tablo 6.1: Mevduat Bankaları Sistemi Toplulaştırılmış Özet Bilançosu (2011 Aralık)**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **VARLIKLAR**  **(AKTİF)** | **%Pay** | **YÜKÜMLÜLÜKLER VE SERMAYE (PASİF)** | **% Pay** |
| **REZERVLER** | 9,7 | MEVDUAT | 60,7 |
| Zorunlu | 5,3 | Vadesiz | 11,0 |
| Serbest | 4,4 | Vadeli | 49,7 |
| **MENKUL DEĞERLER** | 23,2 | **KULLANILAN KREDİLER** | 9,3 |
| **KREDİLER** | 54,2 | T.C. Merkez Bankası | 0,0 |
| Kamu | 0,2 | Bankalararası | 0,4 |
| Özel | 52,7 | Yurtiçi Diğer Kuruluşlar | 0,0 |
| Ticari | 32,0 | Yurtdışı Bankalar | 8,3 |
| Tüketici | 15,3 | Yurtdışı Diğer Kuruluşlar | 0,6 |
| Bireysel Kredi Kartları | 5,0 | **REPODAN SAĞLANAN FONLAR** | 7,6 |
| Diğer | 1,3 | **DİĞER YÜKÜMLÜLÜKLER** | 10,7 |
| **DİĞER VARLIKLAR** | 12,9 | **ÖZKAYNAKLAR** | 11,7 |
| **AKTİF TOPLAMI** | 100 | **PASİF TOPLAMI** | 100 |

Rezervlerin banka kasalarında tutulan kısmı gelir getirmez, zorunlu olarak ya da istenilerek Merkez Bankasında tutulan kısmına ise Merkez Bankası tarafından piyasa faiz oranından daha düşük bir faiz ödenir. Bu nedenle, rezerv tumanın banka açısından bir fırsat maliyeti vardır. Bu maliyet Merkez Bankasının ödediği faiz oranı ile bankaların gelir getiren diğer varlıklardan kazanabilecekleri faiz oranı arasındaki farktır. Bankaların rezerv tutmaları faiz geliri kaybına yol açmakla birlikte, rezervler bankacılık işlemlerinin yürütülmesi ve likidite ihtiyacı açısından son derece önemli bir varlık kalemidir.

1. ***Menkul Değerler***

Bankaların bilançosundaki gelir getiren varlıklardan en önemlilerinden birisi menkul değerlerdir. Bankalar menkul değerler portföyünü oluştururken riski düşük, likiditesi yüksek menkul değerlere öncelik verirler. Likidite ihtiyacı doğduğunda sahip oldukları menkul değerleri hızla ve kolaylıkla nakde dönüştürebilmeleri önemlidir. Bu nedenle, bankaların portföylerinde ne tür menkul değerleri tutabileceklerine veya bunların oranlarına ilişkin kurallar bulunmaktadır. Türkiye’de Bankacılık sektörünün portföyünde bulundurduğu menkul değerlerin çok büyük bir kısmı kamu borçlanma senetleridir. Diğer menkul değerler hisse senetleri, yatırım fonları, özel sektör tahvilleri, banka bonoları veya banka garantili bonolar, yabancı özel sektör borçlanma senetleri ile yabancı ülke devlet tahvillerinden oluşmaktadır.

1. ***Krediler***

Krediler bankaların en önemli varlıklarıdır. Krediler, kullanıcı açısından borçlanma anlamına gelirken kredi veren bankanın varlığını oluşturur. Krediler genellikle menkul değerlerden daha düşük likiditeye sahiptirler, çünkü vadesi dolana kadar nakde dönüştürülemezler. Krediler genellikle bankaların en önemli gelir kaynağıdır. Bununla birlikte, geri ödenmeme riski diğer menkul değerlere göre daha yüksektir. Türkiye’de krediler bankaların toplam varlıklarının yarısından çoğunu oluşturmaktadır. Kredilerin yaklaşık %99’u özel şirketlere ya da tüketicilere verilmektedir. Tüketici kredileri taşıt, konut ve ihtiyaç kredileri ile kredi kartları aracılığıyla kullandırılan kredilerdir.

1. **Yükümlülükler**

Yükümlülükler bankaların kullandıkları fonların kaynağını gösterir. Bu kaynakları kullanmanın bir bedeli vardır; bankalar topladıkları fonlar için faiz ödemek zorundadırlar. Bankaların yükümlülükleri üç gruptur: mevduatlar, kullanılan krediler ve repo işlemlerinden sağlanan fonlar. Şimdi bunları daha yakından inceleyelim.

1. ***Mevduatlar***

Bankaların ana kaynağı tasarruf sahiplerinin biriktirdiği fonlardır. Bu fonları çekebilmek için müşterilerine çeşitli hesap türleri sunarlar. Mevduat, banka müşterilerinin belirli sürelerle bankaya yatırdıkları paradır ve bu sürenin sonunda müşteri tarafından bankadan çekilebilir. Mevduat, banka müşterileri açısından bir varlık, banka açısından bir yükümlülüktür.

Türkiye’de mevduatlar toplam banka yükümlülüklerinin yarıdan fazlasını oluşturmaktadır. Mevduatlar sahipliğe göre üçe ayrılmaktadır: tasarruf mevduatı, ticari mevduat ve resmi mevduat. Bankalarda açılan hesaplar kişiler tarafından açılmışsa tasarruf mevduatı, şirketler tarafından açılmışsa ticari mevduat, kamu kurum ve kuruluşlarınca açılmışsa resmi mevduat olarak adlandırılır. Mevduatlar vadesine göre de vadesiz ve vadeli mevduat olarak sınıflandırılmaktadır. Banka müşterisinin koşulsuz olarak bankadan parasını çekebildiği banka hesaplarına vadesiz mevduat adı verilir. Bankaya yatırılan paranın bankadan çekilebilmesi için bir belli bir sürenin geçmesi gerekiyorsa buna vadeli mevduat adı verilir. Banka vadesiz hesaplara faiz ödemezken vadeli hesaplar karşılığında faiz ödemektedir.

Faiz getirisi olan vadeli hesaplar 1 ay, 3 ay, 6 ay, 1 yıl ve daha uzun vadeli olabilir. Vade uzadıkça hesap sahipleri açısından likidite azaldığı için ödenen faiz daha yüksektir. Banka açısından bakıldığında vadesiz mevduat aracılığı ile toplanan fonlar en düşük maliyetli fonlardır. Vadeli mevduat ise yüksek maliyetle toplanan bir kaynaktır.

Türk bankacılık sisteminde TL mevduata ek olarak döviz tevdiat hesabı (DTH) da bulunmaktadır. Banka müşterileri yabancı para cinsinden vadeli ve vadesiz hesap açabilmektedirler.

1. ***Kullanılan Krediler***

Bankalar mevduat toplamak dışında borçlanarak da fon toplayabilirler. Bu tür fonlar kullanılan krediler adı altında toplanır. Kullanılan krediler özellikle likidite sıkışıklığı durumunda bankaların başvurabilecekleri alternatif bir kaynaktır. Bankalar Merkez Bankasından borç alabilmektedirler. Diğer bir borçlanma kaynağı da yurtiçi bankalardır. Bankalar açısından son dönemlerde öne çıkan borçlanma kaynağı yurtdışından kullanılan kredilerdir. Bunlar bankalardan, banka dışı fonlardan ve diğer kuruluşlardan sağlanabilmektedir. Yurtdışından kullanılan kredilerin en önemli özelliği bankaların döviz cinsinden borçlanmalarının getireceği kur riskidir. Döviz varlıkları ile karşılanamayan döviz borcu bankaların bilançosunda açık pozisyon yaratır. Özellikle TL’nin hızla değer kaybetme eğiliminde olduğu kriz dönemlerinde açık pozisyon bankalarda likidite sorunlarına yol açarak bankacılık sisteminin risklerini artırmaktadır.

1. ***Repo İle Sağlanan Fonlar***

Bankalar açısından son yıllarda önemi artan bir kaynak da repo işlemlerinden sağlanan fonlardır. Bu kaynak BİST bünyesindeki repo piyasasında gerçekleştirilen işlemlerden sağlanmaktadır. Repo işleminde değişilen menkul değerler genellikle sabit getirili devlet tahvili ve hazine bonosu gibi varlıklardır. Repo piyasasına yetkili bankalar, Merkez Bankası ve yetkili aracı kuruluşlar katılırlar. Bankalar bu piyasadan sağladıkları kaynakları daha çok kısa dönemli rezerv açıklarını karşılamak ve likidite sorunlarını çözmek amacıyla kullanmakta ve karşılığında repo faizi ödenmektedirler.

1. ***Özkaynaklar***

Bankanın özkaynakları ya da sermayesi toplam varlıkları ile toplam yükümlülükleri arasındaki farktır. Özkaynaklar bankanın tüm yükümlülüklerini yerine getirdikten (borçlarını ödedikten) sonra kalan değerdir. Özkaynaklar banka ortaklarının bankaya yatırdıkları sermaye ile dağıtılmayan kârlardan oluşur. Bankaların toplam yükümlülükleri toplam varlıklarından fazla ise banka borçlarını ödeyemeyecek duruma düşmüştür yani iflas etmiştir. Dolayısıyla, özkaynakların yüksek olması bankaların borçlarını ödeyememe riskini azaltarak batma riskine karşı bir tür sigorta görevi görür.

* 1. **TEMEL BANKACILIK**

Ticari bankaların ana amacı kâr etmektir. Topladıkları fonlar karşılığında faiz ödemekte, buna karşılık bu fonların kullanımı sırasında faiz geliri elde etmektedirler. Ticari banka, topladığı kaynakları kullanarak yarattığı gelir ile kaynakları toplamanın maliyeti arasındaki fark kadar kâr elde eder. Bankalar bu temel bankacılık işlemi sırasında bir tür varlık dönüşümü yapmaktadırlar. Daha kısa vadeli olan mevduat hesapları aracılığıyla kaynak toplamakta ve vadesi daha uzun olan kredi vermektedirler. Yani kısa vadeli araçları uzun vadeliye dönüştürmektedirler.

Öte yandan tasarruf sahipleri için banka mevduatı, doğrudan borç vermeleri halinde karşılaşabilecekleri risklere göre çok daha güvenli bir yatırım aracıdır. Bu bakımdan, bankaların yüksek riskli araçları düşük riskli araçlara dönüştürdüğü söylenebilir. Kısaca bankalar finansal aracılık yaparken piyasalarda vadeleri uzatmakta ve riskleri azaltmaktadır.

Şimdi, basit bir örnek yardımıyla, bankaların mevduatı krediye dönüştürürken yani temel bankacılık işlevini yerine getirirken nasıl kâr ettiklerini göreceğiz. Bu örnekte T-hesabını kullanacağız. T-hesabında yalnızca bilançonun bir başlangıç durumuna göre değişen kısımları gösterilmekte, değişmeyen kalemlere yer verilmemektedir. Bu özet gösterimde de aktif ve pasifteki toplam değişikliklerin birbirine eşit olması gerekmektedir. Banka A’da 1.000 lira tutarında yeni bir mevduat hesabı açıldığını varsayalım. Bu işlemi aşağıdaki özet bilançodaki gibi gösterebiliriz.

**Banka A**

**Varlık Yükümlülük**

Rezervler +1000 Mevduat +1000

Mevduattaki 1.000 liralık artışla bankanın kasasına giren 1.000 lira banka rezervlerini aynı miktarda artıracaktır. Zorunlu karşılık oranı %10 olsun. Bu durumda banka 1.000 liralık mevduatın 100 lirasını zorunlu karşılık olarak tutar. Geriye kalan 900 lira serbest rezervdir. Banka A’nın rezervlerinin zorunlu ve serbest olarak ayrılmış hali aşağıdaki özet bilançoda gösterilmiştir.

**Banka A**

**Varlık Yükümlülük**

Zorunlu karşılıklar +100 Mevduat +1000

Serbest Rezervler +900

Serbest rezervlerin faiz getirisi olmadığından bankanın, faiz geliri elde etmek amacıyla, 900 liralık serbest rezervle kredi verdiğini düşünelim. Bankanın bilançosu aşağıdaki gibi değişecektir.

**Banka A**

**Varlık Yükümlülük**

Zorunlu karşılıklar +100 Mevduat +1000

Krediler +900

Bankanın mevduatı krediye dönüştürerek nasıl kâr ettiğini anlayabilmek için mevduat faizini, kredi faizini ve işlem maliyetini bilmemiz gerekir. Örneğimizde mevduat ve kredi vadesi bir yıl, kredi faizi %12, mevduat faizi ise %7 olsun. Bu durumda banka 1.000 liralık mevduata 70 lira faiz ödemesi yapacaktır (1000 X 0,07=70). 900 liralık kredi karşılığında ise 108 lira faiz geliri elde edecektir (900 X 0,12 = 108). Bankanın bu işlemleri yaparken 8 liralık işletme masrafı olduğunu varsayalım. Bu işlemin toplam maliyeti faiz ödemesi artı masraf olmak üzere 78 lira olacaktır (70+8). Bankanın kârı toplam gelir eksi maliyete eşit ve 30 liradır (= 108 - 78 = 30). Yani Banka A topladığı mevduatın %3’ü kadar kâr elde etmektedir [(30/1000) X 100= 3].

* 1. **BANKA YÖNETİMİ**

Bankaların amacının kâr olduğunu biliyoruz ve önceki bölümde, temel bankacılık işlevlerini yerine getirirken nasıl kâr elde edebileceklerini gördük. Şimdi, kâr edebilmek için bankaların bilançolarını nasıl yönetmeleri gerektiğine bakacağız. Banka yönetiminin beş boyutu vardır: likidite yönetimi, varlık yönetimi, yükümlülük yönetimi, özkaynak yönetimi ve faiz riski yönetimi.

1. **Likidite Yönetimi**

Likidite yönetiminin esaslarını anlayabilmek için farklı rezerv pozisyonlarına sahip bankaların mevduat kaybı ile nasıl baş edebileceklerini tartışacağız. Önce serbest rezerv tutan bir bankayı düşünelim. Bilançosu aşağıda gösterilen bankanın 150 milyon liralık mevduatı vardır.

**Varlıklar** (milyon lira) **Yükümlülükler**

Rezervler 33 Mevduat 150

Krediler 120 Özkaynaklar 50

Menkul değerler 47

Toplam 200 Toplam 200

Zorunlu karşılık oranı %10 ve tutmak zorunda olduğu karşılık 15 milyon liradır. Dolayısıyla, 33 milyon liralık toplam rezervin 18 milyon lirası serbest rezervdir. Bankadaki mevduat hesaplarından 20 milyon liranın çekildiğini düşünelim. Banka serbest rezervlerinden bu ödemeyi yaptıktan sonra elinde 13 milyon lira rezerv kalacaktır.

**Varlıklar** (Milyon Lira) **Yükümlülükler**

Rezervler 13 Mevduat 130

Krediler 120 Özkaynaklar 50

Menkul değerler 47

Toplam 180 Toplam 180

Ancak çekilen mevduat sonrasında bankanın mevduatları da 130 milyon liraya düşmüştür. Bu durumda 130 milyon liralık mevduatın zorunlu karşılığı 13 milyon liradır ve bankanın tam da bu kadar rezervi bulunmaktadır. Sonuç olarak serbest rezervleri olan banka likidite ihtiyacını karşılamakta sıkıntı çekmiyor. Bu örnek bize serbest rezerv tutmanın bankaların likidite sorunlarıyla baş etme yöntemlerinden birisi olduğunu gösteriyor.

İkinci olarak, serbest rezerv tutmayan bir bankayı düşünelim, yine zorunlu karşılık oranı %10 olsun. Aşağıdaki bilançoda bankanın rezervlerinin tamamı zorunlu karşılıktır ve bankanın hiç serbest rezervi bulunmamaktadır.

**Varlıklar** (Milyon lira) **Yükümlülükler**

Rezervler 15 Mevduat 150

Krediler 140 Özkaynaklar 50

Menkul değerler 45

Toplam 200 Toplam 200

Bu kez bankadan 10 milyon lira çekildiğini düşünelim. Bankanın müşterisine 10 milyon lirayı ödedikten sonra elinde 5 milyon lira rezervi kalacak ve mevduattaki azalışla beraber bilançonun son durumu aşağıdaki gibi olacaktır.

**Varlıklar** (Milyon Lira) **Yükümlülükler**

Rezervler 5 Mevduat 140

Krediler 140 Özkaynaklar 50

Menkul değerler 45

Toplam 190 Toplam 190

Bu son durumda bankanın 140 milyon liralık mevduat için tutması gereken zorunlu karşılık 14 milyon liradır. Ancak bankanın elinde sadece 5 milyon lira rezervi bulunmaktadır, kısaca bankanın 9 milyon lira rezerv açığı vardır. Yani banka likidite sıkıntısı içerisine girmiştir. Banka yöneticileri bu rezerv ihtiyacını gidermek amacıyla kredi alabilir, elindeki menkul değerleri satabilir, verdiği kredileri geri çağırabilir.

1. ***Kredi Kullanmak***

9 milyon liralık kredi kullanması durumda bankanın bilançosu aşağıdaki biçimde değişecektir.

**Varlıklar** (milyon lira) **Yükümlülükler**

Rezervler 14 Mevduat 140

Krediler 140 Kullanılan Krediler 9

Menkul değerler 45 Özkaynaklar 50

Toplam 199 Toplam 199

Banka krediyi Merkez Bankasından, diğer bankalardan ya da yurt dışından alabilir. Kredi kullanması halinde bu kredinin bir faiz maliyeti olacaktır. Bu maliyet kredi kaynağına göre değişecektir. Banka yönetiminin bunlardan hangisini tercih edeceği bu seçeneklerin kullanılabilirliği ve ödenecek faiz oranı tarafından belirlenecektir.

1. ***Menkul Değer Satmak***

Bankanın rezerv açığını kapatmasının ikinci yolu menkul değer satmasıdır. Örneğimizde banka likidite ihtiyacını karşılamak amacıyla menkul değerler portföyünden 9 milyon liralık varlık satarsa toplam varlıkları değişmeyecek, aşağıda görüldüğü gibi, sadece bir varlık diğeriyle yer değiştirecektir.

**Varlıklar** (milyon lira)  **Yükümlülükler**

Rezervler 14 Mevduat 140

Krediler 140 Özkaynaklar 50

Menkul değerler 36

Toplam 190 Toplam 190

Bu işlemin gerçekleşmesinin bankaya işlem maliyeti olabilecektir. Ayrıca, faiz getiren menkul değerler faiz getirmeyen rezervlere dönüştürüldüğünden gelir kaybı olacaktır.

1. ***Kredileri Azaltmak***

Bankanın rezerv ihtiyacını karşılamasının bir yolu da verdiği kredileri azaltmak olabilir. Bu durumda, bankanın kredileri 9 milyon lira azalarak 131 milyon liraya düşerken rezervleri 14 milyon liralık zorunlu karşılıkları karşılayabilir hâle gelecektir. Yine, bankanın toplam varlıklarında bir değişiklik olmazken varlık bileşimi değişecek; krediler azalacak nakit varlıklar ise artacaktır. Bu seçeneğin gerçekleşebilmesi için bankanın geri çağırabileceği kısa vadeli ya da vadesi dolmak üzere olan kredilerinin olması gerekir. Öte yandan, bankanın kredileri geri çağırması müşteri ilişkilerine zarar verebileceği gibi, yine faiz getiren varlıklar azalırken faiz getirmeyen rezervler artacağından banka gelir kaybedecektir.

**Varlıklar** (Milyon Lira) **Yükümlülükler**

Rezervler 14 Mevduat 140

Krediler 131 Özkaynaklar 50

Menkul değerler 45

Toplam 190 Toplam 190

Sonuç olarak bankanın likidite yönetim sorununun bir yönü, likidite darlığı ihtimaline karşılık kendini ne oranda garantiye alacağına karar vermesi ile ilgilidir. Yani banka yönetimi hangi oranda serbest rezerv tutacağına karar vermelidir. Ancak, serbest rezerv tutmanın maliyeti faiz gelirlerinden vazgeçerek düşük kâr oranlarına razı olmaktır. Likidite yönetimi sorununun ikinci yönü ise likidite ihtiyacının hangi seçeneği kullanarak karşılanacağıdır. Burada da banka yöneticilerinin bankaya açık olan seçenekler arasında en düşük maliyetli olanı tercih etmesi gerekir.

1. **Varlık Yönetimi**

Bankalar daha çok kâr etmek için düşük riskli, yüksek getirili ve yüksek likiditeye sahip varlıkları tercih ederler. Ancak bu üç özelliği aynı anda sağlamak kolay olmayacağı için aşağıdaki dört temel ilkeyi gözetmek gerekir:

1. ***Kredi riskini düşük tutmak:*** Kredilerin geri ödenmeme riskine kredi riski adı verilir. Kredi riski bankaların karşılaştığı en önemli risklerden biridir. Bu nedenle, bankalar öncelikle borcunu zamanında ödeyecek ve mümkün olan en yüksek faizi verebilecek kredi müşterileri bulmaya çalışırlar. Çünkü geri dönmeyen krediler kârı azaltır.
2. **Menkul değerler portföyünü yüksek getiri sağlayan varlıklardan oluşturmak.**
3. **Varlık yönetiminde riski düşürmek için varlık çeşitliliğini sağlamak:** Varlık çeşitliliği, portföydeki varlıkların getirilerinin birbirinden farklı yönde hareket etmesidir. Bu yapılabilirse, bir varlığın getirisinin düşmesi sonucunda oluşabilecek zarar diğerinin getirisindeki artışla kapatılabileceğinden, portföyün toplam riski düşürülmüş olur.
4. **Bütün bunları sağlarken likidite yönetimine önem vermek.**
5. **Yükümlülük Yönetimi**

Bankaların fon kaynakları (yükümlülükleri) mevduat ve mevduat dışı kaynaklar olarak iki grupta toplanır. Türkiye’de banka kaynaklarının yaklaşık %60’ı mevduatlardan oluşmaktadır. Bu açıdan bakıldığında bankaların daha çok mevduat çekebilmek için faiz üzerinden birbirleriyle rekabete girmeleri beklenebilir. Ancak, faiz rekabeti faizleri yükselterek sektörün risklerini artıracağından, bankalar faiz dışı rekabet yollarını tercih etmektedirler. Reklam bunlardan bir tanesidir.

1. **Özkaynak Yönetimi**

Bankaların özkaynakları toplam varlıkları ile toplam yükümlülükleri arasındaki farktır. Özkaynak yönetiminin ana amacı sermaye yeterliliğini sağlamaktır. Bankalar özkaynak miktarını kararlaştırırken şu üç hususu dikkate alırlar: Birincisi, özkaynağın iflas riskine karşı sigorta işlevi görmesi; ikincisi, özkaynak miktarı ile banka ortaklarının elde edeceği getiri arasındaki ilişki; üçüncüsü, yasal olarak belirlenen sermaye yeterlilik oranı. Uluslararası Basel II uzlaşısına göre sermaye yeterlilik oranının alt sınırı %8’dir.

Bankaların güçlü özkaynak yapısına sahip olmaları iflas riskine karşı bir güvencedir. Yüksek sermayeli bankalar geri dönmeyen krediler ya da varlık fiyatlarındaki düşüş nedeniyle uğradıkları zararı özkaynaklarının yeterli olması sayesinde rahatlıkla karşılayabilirken benzer nedenler düşük sermayeli bankaları, net değerlerini eksiye düşürerek, varlıklarıyla borçlarını karşılayamaz hâle getirebilir.

Ancak bir bankanın özkaynaklarının yüksek olması tek başına bir likidite kriziyle baş edebilmek için yeterli değildir. Örneğin, hızlı mevduat kaçışı ile karşı karşıya kalan bir banka, yeterli özkaynağı olsa bile, bu duruma uzun süre dayanamaz. Özkaynağın yüksek olması bankalara avantaj sağlamakla birlikte, özkaynak miktarının aynı zamanda banka sahiplerinin getirisini de belirlediği unutulmamalıdır. Bu durumu anlayabilmek için banka kârlılığını ölçmekte kullanılan iki orana bakmak gerekir: Varlık Getiri Oranı (VGO) ve Özkaynak Getir Oranı (ÖGO).

Varlık Getiri Oranı (VGO) vergi sonrası net kârın toplam varlıklara oranıdır.

**Varlık Getiri Oranı (VGO) = Vergi sonrası net kâr/Toplam varlıklar**

VGO bankanın faaliyeti sonucunda varlıklarına oranla ne kadar kâr ettiğini gösterir. Bu anlamda VGO bir bankanın ne kadar verimli çalıştığının ölçüsüdür. VGO ne kadar yüksekse varlıklar o ölçüde verimli kullanılıyor ve banka o ölçüde kârlı demektir.

İkinci bir kârlılık göstergesi olan Özkaynak Getiri Oranı (ÖGO) vergi sonrası kârın özkaynaklara oranıdır ve banka sahiplerinin ne oranda kâr ettiğini gösterir.

**Özkaynak Getiri Oranı** **(ÖGO) =Vergi sonrası net kâr/Özkaynaklar**

Banka sahipleri açısından ÖGO daha anlamlı bir kârlılık göstergesidir.

Özkaynakların ne ölçüde verimli kullanıldığını gösteren bir başka gösterge de Özkaynak Çarpanıdır. Özkaynak çarpanı aşağıdaki gibi hesaplanır:

**Özkaynak Çarpanı (ÖÇ) = Toplam Varlıklar/Özkaynaklar**

Varlık getiri oranıyla öykaynak çarpanının çarpımı özkaynak getiri oranına eşittir.

ÖGO = VGO × ÖÇ

Özkaynak Getiri Oranı =

ÖGO =

Şimdi, aynı miktarda varlık için bir banka daha çok özkaynak tutarsa bunun özkaynak getiri oranını nasıl etkileyeceğini görelim. Birisi yüksek sermayeli diğeri düşük sermayeli iki banka olduğunu varsayalım. Yüksek sermayeli bankayı Y ile düşük sermayeli bankayı D ile gösterelim. İki bankanın toplam varlığı birbirine eşit ve 200 milyon lira olsun. Y’nin özkaynağı 20 milyon, D’nin özkaynağı ise 10 milyon liradır. Bu bankalar için özkaynak çarpanını aşağıdaki gibi hesaplayabiliriz:

ÖÇY= Toplam varlık/Özkaynaklar = 200/20 = 10

ÖÇD= 200/10 = 20

İki bankanın da 4 milyon lira kâr ettiğini düşünelim, bankaların toplam varlıkları aynı olduğu için varlık getiri oranları da eşit olacaktır.

VGOY = VGOD = vergi sonrası net kâr/ toplam varlıklar

= 4 milyon lira / 200 milyon lira = 0,02 = %2.

Şimdi yukarıda kurduğumuz bağlantıyı kullanarak iki bankanın özkaynak getiri oranlarını hesaplayalım:

ÖGOY= VGOY X ÖÇY = %2 X 10 =%20

ÖGOD= VGOD X ÖÇD = %2 X 20 =%40

Görüldüğü gibi, varlık kârlılık oranı her iki banka için de %2 olmasına rağmen özkaynak getiri oranı düşük sermayeli banka için %40, yüksek sermayeli banka için %20’dir. Kısaca düşük sermayeli banka 1 liralık özkaynak başına daha yüksek oranda kâr elde etmiştir. Bu örnekten bulduğumuz sonucu genellersek; belirli bir varlık getiri oranı için bankanın sermayesi ne kadar düşükse özkaynak getiri oranı o kadar yüksek olacaktır. Bu sonuç bankada daha az sermaye tutmanın banka ortakları açısından daha avantajlı olduğunu göstermektedir. Banka sahiplerinin çıkarı daha az sermaye tutmak yönündedir. Özkaynakların iflas riskine karşı yüksek olması gerekirken, banka sermayesinin kârlılığı açısından çok da yüksek olmaması tercih edilir. Dolayısıyla, özkaynak yönetimi açısından düşük risk-yüksek kârlılık dengesinin iyi kurulması gerekir. Bu dengenin, özkaynak oranının yasal asgari yeterlilik oranının üzerindeki bir düzeyde sağlanması gerektiğini hatırlayalım.

1. **Risk Yönetimi**

Bankacılık farklı risklerin hep var olduğu ve belirsizliğin dönem dönem çok yükseldiği bir sektördür. Bankaların beş tür riskleri vardır: likidite riski, kredi riski, faiz riski, piyasa riski ve kur riski. Şimdi bu risklere ve bunlarla baş etmenin yöntemlerine göz atacağız.

1. ***Likidite Riski***

Likidite riski bankadan beklenmedik ve yüksek oranlarda mevduatın çıkması olasılığıdır. Ekonomideki gelişmeler veya finansal sektöre olan güvenin azalması nedeniyle banka müşterilerinin likit fonlara olan talebinin aniden yükselmesi durumunda bankanın likidite ihtiyacını karşılamakta zorluğa düşmesi olasıdır. Bu riskle baş etmek için bankaların likidite yönetimine önem vermeleri beklenir. Likidite yönetimi kısmında bankaların likidite ihtiyacını nasıl karşılayabileceklerini ve likidite yönetiminin temel ilkelerini anlatmıştık.

1. ***Kredi Riski***

Kredi riski verilen borçların geri ödenmemesi olasılığıdır. Kredi riski finansal sektördeki bilgi eksikliğinden doğar. Bankanın kredi riski ile baş edebilmesi için öncelikle bilgi eksiğini gidermesi gerekir. Bunun için kredi verdiği müşterileri özenle seçmesi ve yüksek riskli olanlarını eleyebilmek üzere müşteri hakkında istihbarat toplaması gerekir. Ayrıca, kredi alan şirketlerin faaliyetlerini yakından izlenmesi de bilgi eksikliğini gidermeye yardımcı olur. Uzun dönemli müşteri ilişkileri ve bankanın belirli sektörlere yönelik kredilerde uzmanlaşması bilgi eksikliğini azaltır. Teminatlı kredilere öncelik vermek de yine kredi riskini azaltmaya yarar. Genel olarak bankaların kredi riskini azaltmak için kredi verirken titiz davranmaları beklenir.

1. ***Faiz Riski***

Faiz riski piyasa faiz oranındaki değişikliklerinin bankanın kârını dalgalandırması olasılığından kaynaklanır. Bankalar bir yandan faiz geliri elde ederken öte yandan faiz öderler. Faiz riskinin nedeni bankanın varlık ve yükümlülüklerinin vade yapısının ve faize karşı duyarlılıklarının farklı olmasıdır. Bankaların yükümlülükleri genel olarak kısa vadeli, varlıkların büyük kısmını oluşturan krediler ise genel olarak daha uzun vadeli olma eğilimindedirler. Bu durumda faiz oranlarındaki bir değişiklik bankanın faiz giderlerini ve gelirlerini birbirinden farklı ölçülerde etkiler.

Faiz değişikliğinin kârını nasıl etkileyeceğini anlamak için bankanın faiz gelirlerine ve giderlerine bakmak gerekir. Bu amaçla bilançonun varlık ve yükümlülüklerini değişken faizli varlıklar ve yükümlülükler ile sabit oranlı varlıklar ve yükümlülükler olarak ikiye ayıracağız. Değişken faizli yükümlülükler bir faiz değişikliği sonucunda faiz gideri değişiklik gösteren bilanço kalemleridir. Değişken faizli varlıklar arasında vadeli menkul değerler ile değişken faizli krediler sayılabilir. Değişken faizli yükümlülükler ise kısa vadeli mevduat ve değişken faizli borçlardır. Bunun yanında faiz değişikliklerinden etkilenmeyen bilanço kalemlerine sabit oranlı varlıklar ve yükümlülükler adını vereceğiz. Sabit oranlı varlıklar rezervler, uzun vadeli krediler ve uzun vadeli menkul değerlerdir. Pasifler kısmında ise uzun vadeli mevduat, uzun vadeli borçlar ve özkaynaklar sabit oranlı bilanço kalemleridir.

Faiz riskinin ortaya çıkışını bir örnekle açıklayalım. Tablo 4.2’de bir bankanın bilanço kalemleri değişken faizli ve sabit oranlı halinde toplulaştırılmış olarak verilmiştir. Bankanın değişken faizli yükümlülükleri 50, değişken faizli varlıkları 20 milyon liradır. Yani değişken faizli yükümlülükleri değişken faizli varlıklarından 30 milyon lira fazladır. Başlangıçta değişken ve sabit oranlı varlıkların faiz oranlarının aynı ve % 10 olduğunu varsayalım. Benzer biçimde başlangıçta tüm yükümlülüklere % 5 faiz ödeniyor olsun. Bu durumda, faiz dışı gelir ve giderleri bir yana bırakırsak, bankanın kârı tabloda gösterildiği gibi 5 milyon liradır.

(0,1x100 - 0,05x100) = 5

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | **VARLIKLAR** | **YÜKÜMLÜLÜKLER** |
| Değişken faizli | 20 milyon lira | 50 milyon lira |
| Sabit oranlı | 80 milyon lira | 50 milyon lira |
| Başlangıç faiz oranı | %10 | %5 |
| Yeni faiz oranı | %15 | %10 |
|  | Varlıkların faiz geliri | Yükümlülüklerin faiz maliyeti |
| Başlangıç faiz oranıyla | (0,1X20)+(0,1X80) = 10 | (0,05X50)+(0,05X50) = 5 |
| Yeni faiz oranıyla | (0,15X20)+(0,1X80) = 11 | (0,1X50)+(0,05X50) = 7,5 |
| Başlangıç faiz oranıyla bankanın kârı = 10-5 = 5 milyon lira (VGO=2/100 =%2) | | |
| Yeni faiz oranıyla bankanın kârı = 11-7,5 = 3,5 milyon lira (VGO = 1,7/100 =1,7) | | |

Piyasada faizler değişsin; varlık ve yükümlülük faizleri 5 puan artarak varlık faizleri %15’e yükümlülük faizleri de %10’a yükselmiş olsun. Bu durumda bankanın değişken faizli varlık geliri artarak 3 milyon liraya (0,15x20) çıkarken sabit oranlı varlıklarının geliri değişmeyerek 8 milyon lirada (0,1x80) kalır, yani toplam varlık gelirleri 11 milyon liraya çıkar. Faiz giderlerine gelince: Değişken faizli borçlara ödenen faiz 5 milyon liraya (0,1x50) yükselirken, sabit oranlı faiz yükü 2,5 milyon lira (0,05x50) olarak kaldığına göre toplam faiz gideri 7,5 milyon liraya yükselir. Bankanın kârı, yeni faiz oranıyla 3,5 milyon liradır (11-7,5).

Görüldüğü gibi, faizler yükselirken bankanın kârı 5 milyon liradan 3,5 milyon liraya düşüyor, yani % 30 azalıyor. Bunun tam tersi de doğrudur yani faizler düşüyor olsaydı bankanın kârı artacaktı. Bu örnek genel bir ilişkiyi gösteriyor: Değişken faizli yükümlülükleri değişken faizli varlıklarından çoksa, faizler yükselirken, bankanın kârı düşer.

Öte yandan, değişken faizli varlıkları değişken faizli yükümlülüklerinden çok olan bankaların kârı faizle aynı yönde hareket eder: kâr, faizler yükselirken yükselir faizler düşerken düşer. Dolayısıyla banka yöneticileri, banka bilançosunun faiz değişikliklerine karşı duyarlılığını bankanın varlık ve yükümlülüklerinin yapısını ayarlayarak denetleyebilirler. Bu amaçla kullanılan bir araç açık analizidir.

Değişken faizli varlıklarla değişken faizli yükümlülükler arasındaki farkın beklenen faiz değişikliğiyle çarpılması faiz değişikliğinin kârı ne kadar değiştireceğini gösterir. Açık analizi aşağıdaki biçimde yapılır.

**AÇIK = Değişken faizli Varlıklar - Değişken faizli yükümlülükler**

Δi= Beklenen faiz değişikliği, Δπ= Banka kârında beklenen değişiklik olmak üzere,

Δπ = AÇIK x Δi

Örneğimizde AÇIK = 20 - 50 = -30 milyon lira ve faiz değişikliği %5 idi. Bu durumda banka kârındaki değişiklik Δπ = -30x0,05= -1,5 milyon lira olur. Eğer bankanın değişken faizli varlıkları değişken faizli yükümlülüklerinden çok olsaydı, diyelim ki AÇIK = 20 milyon lira olsaydı, 5 puanlık bir faiz artışı bankanın kârını Δπ = 20x0,050 = 1,0 milyon lira artıracaktı.

1. ***Piyasa Riski***

Finansal piyasaların gelişimi ve küreselleşmesi sonucunda, finansal varlıkların alınıp satılmasının bankaların faaliyetleri içindeki ağırlığı artmaktadır. Finansal araçların alım satımında fiyat değişikliği nedeniyle zarar etme riski vardır. Finansal araçların fiyatının düşmesi satış fiyatının alış fiyatından düşük olmasına ve piyasa işlemlerinin zararla sonuçlanmasına yol açar.

1. ***Kur Riski***

Kur riski döviz kurundaki oynaklık sonucunda bankaların zarar etme olasılığıdır. Uluslararası piyasalardan kaynak kullanımı bankalar için kur riski yaratmaktadır. Türkiye’nin çeşitli dönemlerde yaşadığı finansal krizlerde bankaların taşıdıkları kur riskinin yükselmesi önemli rol oynamıştır.

Kur riskinin nereden kaynaklandığını anlayabilmek için bankaların döviz cinsinden varlıkları ile döviz cinsinden borçları arasındaki farka bakmak gerekir. Bankaların toplam döviz cinsinden varlıkları ile döviz cinsinden yükümlülükleri arasındaki farka döviz pozisyonu adı verilir. Döviz cinsinden varlıklar döviz borçlarından az ise banka dövizde açık pozisyon vermektedir. Döviz varlıklarının değeri 10, döviz yükümlülüklerinin değeri 20 milyon dolar ise bankanın 10 milyon dolar açık pozisyonu var demektir. Başlangıçta döviz kurunun değeri 1$=1,5 T olsun. Buna göre açık pozisyonun TL karşılığı 15 milyon liradır (1,5X10= 15). TL dolar karşısında değer kaybetsin ve yeni kur 1$= 2 lira olsun. Bu durumda 10 milyon dolarlık açık pozisyonun karşılığı 20 milyon liraya yükselir (2X10 =20). Sadece kur değişikliği yüzünden bankanın borcu 10 milyon lira artar. Bu yönde bir gelişme zarar etme riskini artıracağı için bankaları zor durumda bırakır.

**ÖDEV 6**

1. Bankalar rezerv ihtiyaçlarını kaç şekilde karşılayabilirler? Açıklayınız.
2. Varlık yönetiminin dört temel ilkesi nedir?
3. Bankalar özkaynak miktarını belirlerken dikkate aldıkları dört husus nedir?
4. Bankaların karşı karşıya oldukları beş önemli riski açıklayınız.
5. Bir bankanın özkaynak getiri oranı (ÖGO) %20 ve özkaynak çarpanı (ÖÇ) 4’dür. Bankanın vergi sonrası net kârı 2,5 milyon lira ise
6. Bankanın varlık getiri oranını (VGO) hesaplayınız.
7. Bankanın toplam varlıkları kaç milyon liradır?
8. Bankanın özkaynağı kaç milyon liradır?
9. Banka A’nın bilançosu milyon TL cinsinden aşağıda verilmiştir. Zorunlu karşılık oranı %10 ise bankanın bilançosunda eksik olan kısımları tamamlayınız.

Bank A

Varlık Yükümlülük

Zorunlu karşılıklar - Mevduat 150

Serbest rezervler 5 Reeskont kredisi -

Krediler 110 Özkaynaklar 10

Menkul değerler 50

Toplam - Toplam -

**KONU 7**

**PARA ARZI VE FAİZ ORANININ BELİRLENMESİ**

* 1. **PARA ARZI**

Para arzının nasıl belirlendiğini incelerken, dar tanımlı para arzını (M1) kullanacağız. M1, dolaşımdaki para (C) ve vadesiz mevduatların (D) toplamıdır: M1=C+D.

Dolaşımdaki para merkez bankasının ihraç edip piyasaya sürdüğü emisyon tutarından, bankaların kasalarındaki paranın (dolaşmayan paranın) düşülmesiyle bulunur. Vadesiz mevduatın miktarı tasarruf sahiplerince belirlenir. Para arzı, aynı zamanda, parasal taban ile para çarpanının çarpımına eşittir.

***Para Arzı = Parasal Taban X Para Çarpanı***

Parasal taban dolaşımdaki para ile banka rezervlerinin toplamıdır. Banka rezervlerinin bankaların kasalarındaki nakit ile merkez bankasındaki banka mevduatlarının toplamı olduğunu hatırlayalım. Merkez bankası parasal tabanı tam olmasa bile önemli ölçüde kontrol eder. Para çarpanının değeri ise merkez bankası, bankacılık sektörü ve mevduat sahiplerinin kararlarına bağlıdır. Merkez bankası**,** para politikasının yürütülmesinden sorumludur. Bankacılık sistemi**,** bireyler ve kurumlardan mevduat kabul ederek bunları krediye dönüştüren aracı kuruluşlardan oluşmaktadır. Mevduat sahipleri,birikimlerini bankalarda mevduat olarak tutmayı tercih eden birey ve kurumlardır.

* 1. **MERKEZ BANKASININ PARA ARZININ BELİRLENMESİNDEKİ ROLÜ**

Merkez bankasının günlük işlemleri para arzını etkilemektedir. Merkez bankasının para arzı üzerindeki etkisini daha iyi anlayabilmek için öncelikle merkez bankası bilançosunu oluşturan aktif ve pasiflerin nasıl değiştiğini anlamamız gerekir. Basitleştirilmiş hâliyle bir merkez bankası bilançosu aşağıda gösterilmektedir.

Merkez Bankası

**Varlıklar Yükümlülükler**

Menkul Değerler Dolaşımdaki Para

Reeskont Kredileri Rezervler

Döviz Rezervleri

Merkez bankası bilançosunun pasifinde dolaşımdaki para ve rezervler yer alır. Bunlar bankanın parasal yükümlülüklerini oluşturur ve birisinde veya her ikisinde birden meydana gelecek artış para tabanının da artmasına yol açar. Parasal tabanın dolaşımdaki para ile rezervlerin toplamı olduğunu biliyoruz. Dolaşımdaki para, banka dışı kesimin elinde tuttuğu nakit paradır. Rezervler, zorunlu karşılıklar ile serbest rezervlerin toplamına eşittir. Bankaların likiditesi en yüksek olan varlıkları rezervlerdir. Bir banka, serbest rezervinin bir kısmını kendi kasasında nakit olarak bir kısmını da merkez bankasında tutabilir.

Merkez bankası aktifinde yer alan üç kalem döviz rezervleri, menkul değerler ve reeskont kredileridir*.* Menkul değerlerin önemli bir kısmı o ülkenin hazinesinin ihraç ettiği bono ve tahvillerden oluşur. Döviz rezervleri ile menkul değerlerin değerindeki değişmeler önce rezervleri, ardından parasal tabanı ve para arzını etkiler. Bunların artması para tabanını genişletici, azalması para ise tabanını daraltıcı etki yapar. Merkez bankası bilançosunun pasifinde yer alan dolaşımdaki para ile serbest rezervlerin bankaya bir maliyeti yokken aktifinde yer alan menkul değerler ve reeskont kredileri bankaya faiz getirisi sağlarlar.

1. **Merkez Bankası ve Parasal Tabanın Kontrolü**

Parasal taban (MB), dolaşımdaki para miktarı (C) ile bankaların rezervlerinin (R) toplamından oluşur.

MB = C+R

Parasal taban merkez bankasının bankacılık ve banka dışı kesimlere karşı yükümlülüğüdür. Dolaşımdaki para, merkez bankasının parayı bulunduran kişi ve kurumlara karşı yükümlülüğüdür. Elimizde tuttuğumuz 200 liralık bir banknot, merkez bankasının bize 200 lira borcu olduğu şeklinde yorumlanabilir. Benzer şekilde rezervler de merkez bankasının bankacılık kesimine karşı yükümlülüğüdür gösterir. Eğer bir banka, merkez bankasındaki hesabında 200 liralık mevduat bulunduruyorsa merkez bankası bu bankaya 200 lira borçludur.

Merkez bankası para politikasındaki değişiklikleri kısa vadeli faizleri değiştirerek yapar. Kısa vadeli faizleri değiştirmenin yolu para arzını değiştirmektir. Merkez bankası faiz oranını istediği düzeyde tutabilmek için para talebine uygun bir para arzı yaratmak zorundadır. Para arzı üzerinde etkili olabilmek için parasal tabanı değiştirir. Para arzını artırmak istiyorsa parasal tabanı genişletir, para arzını azaltmak içinse parasal tabanı daraltır. Merkez bankasının parasal taban üzerinde etkili olmak için başvurabileceği yöntemlerin en önemlisi açık piyasa işlemleridir.

Merkez bankası, para arzını yönetmek amacıyla, ulusal para karşılığında doğrudan menkul değer alım-satımı, repo ve ters repo işlemleri yapabilir. Açık piyasa alımlarında, merkez bankası genellikle hazine menkul değerlerini (tahvil ve bonolarını) satın alarak parasal tabanı artırır. Alım doğrudan ise parasal tabandaki artış kalıcı, repo şeklindeyse geçici olur. Açık piyasa satımı ise parasal taban üzerine tam tersi yönde etki yapar.

Merkez bankasının parasal tabanı genişletmek amacıyla, açık piyasa işlemleri aracılığıyla 1000 lira değerindeki devlet tahvilini Banka A’dan satın aldığını düşünelim. Merkez bankası, tahvillerin bedeli olan 1000 lirayı Banka A’ya ödediğinde, Banka A’nın serbest rezervi ve parasal taban aynı miktarda artar. Merkez bankasının yaptığı bu işlemin bilançoyu nasıl değiştirdiğini göstermek için yine T-hesaplarını kullanacağız. T-hesapları, bize bilançoda yer alan kalemlerin başlangıçtaki değerlerine göre nasıl değiştiğini gösterir. Merkez bankası açık piyasa işlemlerini birden fazla banka ile yürütür. Bu nedenle, bankaların tümünün aktiflerinin ve pasiflerinin toplamını yansıtan bankacılık sektörü bilançosundaki değişiklikleri toplu olarak gösteren T-hesabını kullanmak gerekir. Örneğimizde, merkez bankası devlet tahvilini Banka A’dan satın almıştı. Basitlik sağlamak amacıyla tek banka üzerinden giderek işlemlerin sonucunu inceliyoruz. Bu işlem sonucunda bankacılık sisteminin bilançosunda menkul değerler kaleminde 1000 liralık bir azalma olurken, rezervler kalemi 1000 lira artar.

**Bankacılık Sistemi**

**Varlıklar Yükümlülükler**

Menkul Değerler -1000

Rezervler +1000

Buna karşılık, merkez bankası bilançosunun aktifinde yer alan menkul değerler ve pasifte yer alan rezervler de 1000 lira artar. Meydana gelen değişiklikleri de T-hesabı yardımıyla gösterebiliriz:

**Merkez Bankası**

**Varlıklar Yükümlülükler**

Menkul Değerler +1000 Rezervler +1000

Benzer şekilde, merkez bankası parasal tabanı azaltmak için açık piyasa işlemlerini kullanarak bankacılık kesimine devlet tahvili satabilir. Örneğin, merkez bankasının Banka A’ya 1000 lira değerinde hazine tahvili sattığını düşünelim. Merkez bankası, 1000 lira değerindeki menkul değeri Banka A’ya devredecek; bunun karşılığında banka da rezerv hesabının serbest kısmında bulunan fonları ile ödemeyi yapacaktır.

**Bankacılık Sistemi**

**Varlıklar Yükümlülükler**

Menkul Değerler +1000

Rezervler -1000

Bu işlemin sonucunda bankacılık sisteminin menkul değerleri 1000 lira artarken rezervler ve dolayısıyla parasal taban 1000 lira azalır.

**Merkez Bankası**

**Varlıklar Yükümlülükler**

Menkul Değerler -1000 Rezervler -1000

* 1. **PARA ARZININ BELİRLENMESİNDE BANKACILIK SEKTÖRÜNÜN ROLÜ**

Bankalar rezervlerini kredi olarak vererek mevduat yaratırlar. Mevduat ise paranın bir bileşenidir. Dolayısıyla, bankalar yeni mevduat yaratmakla para yaratmış olurlar.

1. **Mevduat Yaratma**

Bankaların para arzını nasıl etkilediklerini bir örnek yardımıyla açıklayabilmek için şu kolaylaştırıcı varsayımları yapalım:

* 1. Ülkede tek ticari banka vardır, Banka A.
  2. Banka A sadece vadesiz mevduat kabul etmektedir.
  3. Banka A serbest rezerv tutmamakta, mevduatların %10’luk oranını zorunlu karşılık olarak merkez bankasında bulundurmakta, geri kalan kısmını ise kredi olarak kullandırmaktadır.
  4. Banka A’nın kullandırdığı krediler, kendisine mevduat olarak geri dönmektedir. Yani, bankanın kullandırdığı kredilerde nakit sızıntısı olmamakta, kişiler ellerinde nakit bulundurmak yerine bu parayı bankalara mevduat olarak yatırmayı tercih etmektedirler.

Örneğimizde, parasal tabanı ve buna bağlı olarak para arzını artırmak isteyen merkez bankası, Banka A’dan 1000 lira değerinde menkul değer satın alıyor. Bu işlem sonucunda, Banka A’nın menkul değerleri 1000 lira azalır, serbest rezervleri ise aynı miktarda artar. Rezervlerdeki artış parasal taban artışı demektir. Şimdi, parasal tabandaki bu artışın mevduat yoluyla para arzını nasıl artırdığını görelim. Merkez bankasının Banka A’dan 1000 liralık menkul değer satın alması sonucunda Banka A’nın bilançosu aşağıdaki gibi değişir.

**Banka A/1**

**Varlıklar Yükümlülükler**

Menkul değerler -1000

Serbest Rezervler +1000

İkinci aşamada, Bank A 1000 liralık rezervin tümünü kredi olarak veriyor. Rezervler için karşılık ayrılmıyor, dolayısıyla tümü kredi olarak kullandırılabiliyor. Karşılıklar mevduat için ayrılıyor. Kredi olarak kullandırılan 1000 lira anında Bank A’ya vadesiz mevduat olarak geri dönüyor. Böylelikle mevduat ve dolayısıyla para miktarı 1000 lira artıyor. Banka 1000 liralık mevduatın %10’u olan 100 lirayı karşılık olarak ayırıyor. Serbest rezerv 1000-100= 900 liradır. İkinci aşamada Banka A’nın bilançosunda aşağıdaki değişiklikler oluyor.

**Banka A/2**

**Varlıklar Yükümlülükler**

Rezervler -1000 Vadesiz Mevduat +1000

Krediler +1000

Zorunlu karşılıklar +100

Serbest rezervler + 900

Üçüncü aşamada, Banka A 900 liralık serbest rezervin tümünü kredi olarak kullandırıyor. Kullandırılan kredi anında mevduat olarak geri dönüyor. Böylelikte mevduat ve para arzı 900 lira daha artıyor. Üçüncü aşamada bankanın bilançosunda aşağıdaki değişiklikler oluyor.

**Banka A/3**

**Varlıklar Yükümlülükler**

Rezervler -900 Vadesiz Mevduat +900

Krediler +900

Zorunlu karşılıklar +90

Serbest rezervler + 810

Üçüncü aşamada parasal taban hâlâ 1000 lira iken para arzı 1900 (1000+900)liraya çıkar. Bu artışta merkez bankasının, zorunlu karşılık oranını belirleme dışında, bir etkisi yoktur.

Dördüncü aşamada Banka A 810 liralık serbest rezervini de kredi olarak kullandırır. Varsayım gereği kullandırılan 810 liralık kredi anında mevduata dönüşür ve para arzı da aynı miktarda artar. Dördüncü aşamada bankanın bilançosu şöyle değişir.

**Banka A/4**

**Varlıklar Yükümlülükler**

Rezervler -810 Vadesiz Mevduat +810

Krediler +810

Zorunlu Karşılıklar +81

Serbest Rezervler +729

Dördüncü aşama sonrasında parasal tabandaki artış 1000 lirada sabit kalmakla birlikte para arzı toplam 2710 lira artar. Beşinci aşamada Banka A 729 liralık serbest rezervini kredi olarak kullandırır ve süreç serbest rezerv sıfırlanıncaya kadar böylece devam eder. Banka kredi verir, verdiği bu krediler bankaya mevduat olarak geri döner, banka bu mevduatların zorunlu karşılık oranı kadarını ayırdıktan sonra elinde kalan serbest rezerv miktarı kadar tekrar kredi verir. Bankadan nakit çıkışı olmadığı için bankanın verdiği krediler bankaya mevduat olarak geri döner ve bu döngü bankanın elindeki serbest rezerv miktarı tükenene kadar devam eder.

Görüldüğü gibi bankanın mevduat toplayıp bu mevduatı krediye dönüştürdüğü her bir aşamanın ardından parasal taban sabit kalmış ancak para arzı artmıştır. Banka kredi verirken aynı zamanda para yaratmıştır. Yaratılan bu para *kaydi para* ya da *banka parası* olarak adlandırılır. Örneğimizde tek bir ticari banka olduğunu varsaydık. Diğer varsayımlarımız geçerli olduğu sürece birden fazla bankanın varlığı vardığımız sonucu değiştirmez.

Banka parası yaratılması sürecini, yukarıda anlattığımız işlemleri bir tablo haline getirerek daha kolay anlayabiliriz (Tablo 7.1). Bu tabloya göre, başlangıçta merkez bankasının sisteme soktuğu 1000 lira, 10.000 lira değerinde mevduat yaratmıştır. Yani, zorunlu karşılık oranı 0.10 iken, bankacılık sisteminin bilançosuna giren her bir liralık ek rezerv, mevduatları 10 lira çoğaltarak para miktarını 10 kat artırmaktadır.

**TABLO 7.1: Ticari Bankaların Mevduat (para) Yaratmaları**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| AŞAMA | MEVDUATTAKİ ARTIŞ | KREDİLERDEKİ  ARTIŞ | ZORUNLU REZERVLERDEKİ ARTIŞ |
| 1 | 0 | 1000 | 0 |
| 2 | 1000 | 900 | 100 |
| 3 | 900 | 810 | 90 |
| 4 | 810 | 729 | 81 |
| 5 | 729 | 656,1 | 72,9 |
| .. | .. |  | .. |
| Toplam | 10.000 | 10.000 | 1.000 |

1. **Basit Mevduat Çarpanı**

Bankacılık sisteminin yarattığı kaydi paranın miktarı *para çarpanı* aracılığıyla hesaplanabilir. Bankaların serbest rezerv ve halkın nakit tutmadığı bir durumda para çarpanı *basit mevduat çarpanı* olarak adlandırılır ve zorunlu karşılık oranının tersine eşittir. Karşılık oranını rD ile gösterirsek, para çarpanı (1/rD)dir. Yani, rezervlerde meydana gelen bir artış, mevduatları rezervdeki artışın (1/rD) katı kadar artırır. Örneğimizde zorunlu karşılık oranı 0,10 idi. Bu durumda basit mevduat çarpanı (1/0.10) 10’a eşittir. Yani, örneğimizin başında yaratılan 1000 liralık rezervin sonucunda mevduat 10.000 lira artar. Zorunlu karşılıkları RR ve mevduatları D ile gösterirsek zorunlu rezerv düzeyi aşağıdaki şekilde hesaplanır:

*RR =* rD *.D*

Mevduatlarda meydana gelen her artış, zorunlu karşılık miktarını, artışın zorunlu karşılık oranı ile çarpılması sonucu elde edilen miktar kadar değiştirir.

Şimdiye kadar merkez bankasının parasal tabanı etkileyerek para arzını nasıl değiştirdiğini ve bankacılık sisteminin para arzı üzerindeki etkilerini gördük. Mevduat çarpanını açıkladığımız basit modelde bankaların serbest rezerv ve banka dışı kesimin nakit tutmadıklarını varsaydık. Gerçek hayatta ise bankacılık kesimi likidite yönetimi kapsamında serbest rezerv ve banka dışı kesim de nakit bulundurur. Serbest rezervin varlığı ve banka dışı kesimin nakit bulundurması kaydi para yaratma sürecinden sızıntılar olarak kabul edilebilir. Sızıntıların olduğu bir ortamda parasal tabandaki değişme ile para arzındaki değişme arasındaki ilişki *para çarpanı* kavramıyla ifade edilmektedir.

* 1. **PARA ÇARPANI**

Toplam para arzı, parasal taban ile para çarpanının çarpımına eşittir.

M1 = m × MB

Bu kısımda para çarpanının hangi değişkenler tarafından belirlendiğini ve nasıl hesaplandığını göreceğiz. Para çarpanı, merkez bankasının belirlediği zorunlu karşılık oranına, bankacılık sisteminin ne kadar fazla rezerv tuttuğuna ve halkın ne kadar nakit bulundurduğuna bağlıdır. Saydığımız bu üç değişkenle para çarpanı arasındaki ilişki şöyledir:

*m* =

Burada *m* para çarpanı, *c* halkın tuttuğu (nakit/mevduat) oranı, *r* zorunlu karşılık oranı ve *e* (serbest rezerv/mevduat) oranıdır. Halkın elindeki nakit miktarını C, serbest rezerv miktarını E ve toplam mevduatı D ile gösterirsek;

c = C/D, e = E/D

olarak hesaplanır. Bankaların serbest (fazla) rezerv tutmaları likiditelerini artırmakla birlikte bunun bir maliyeti vardır. Fazla rezerv tutmanın alternatif maliyeti, kredi olarak verilmesi halinde elde edilecek faiz getirisi ile merkez bankasınca rezervlere ödenen faiz arasındaki farka eşittir. Faiz oranlarının yüksekse bankalar daha az serbest rezerv tutmak isterler; mevduat çıkışlarının artacağından duyulan kaygı büyüdüğünde ise serbest rezerv oranları artar. Aynı şekilde, halkın elinde nakit tutması likidite sağlarken bunun da bir maliyeti vardır. Nakit tutmanın maliyeti, nakit yerine aynı miktarda mevduat hesabı açılması hâlinde elde edilecek ama nakit tutulduğu için mahrum kalınan faiz getirisidir. Faiz oranları yükseldikçe nakit tutma isteği azalır. Ancak alternatif yatırım araçlarının risklerinin arttığı veya likiditelerinin düştüğü ortamlarda ise nakit tutma isteği artar. Bankacılık sisteminin serbest rezerv bulundurmadığı ve nakit oranının sıfır olduğu durumlarda para çarpanı ile mevduat çarpanı aynı değeri alırlar.

* 1. **PARA ARZI**

Para arzını dört değişken belirler: Parasal taban, zorunlu karşılık oranı, serbest rezerv oranı ve nakit oranı. *Parasal taban* büyük ölçüde merkez bankası tarafından kontrol edilir. Bankacılık sektörü ve banka dışı kesimin davranışlarının değişmediği bir ortamda, parasal tabanın artışı para arzını artırır. Zorunlu karşılık oranı merkez bankası tarafından belirlenir. Serbest rezerv oranı bankacılık sektörü tarafından belirlenir. Parasal taban sabitken, zorunlu rezerv ve serbest rezerv oranlarından birinde veya her ikisinde birden meydana gelecek artış, para çarpanının değerini küçülterek para arzını azaltır. Nakit oranı banka dışı kesimin kararlarına bağlı olarak belirlenir. Nakit oranı ile para çarpanı arasında ters bir ilişki vardır: para tabanı sabitken nakit oranındaki artış para çarpanını ve dolayısıyla da para arzını azaltır.

* 1. **PARA PİYASASINDA DENGE VE FAİZ ORANININ BELİRLENİŞİ**

Daha önce faizin tahvil piyasasında belirlendiğini savunan bir modeli incelemiştik (bakınız, Konu 3). Şimdi de faizin para piyasasında belirlendiğini iddia eden bir modeli ele alacak ve faizin bu modelde para arz ve talebi tarafından nasıl belirlendiğini inceleyeceğiz. Para arzında meydana gelen değişikliklerin ekonomiyi nasıl etkilediğini açıklayabilmek için, para piyasasında dengenin nasıl sağlandığını ve neden değiştiğini anlamamız gerekir. Yine, para politikası değişikliklerinin ekonomi üzerinde yaratacağı etkilerin anlaşılmasında ilk adım para talebinin anlaşılmasıdır. Para talebinin nasıl oluştuğunu ve bu talebi etkileyen faktörlerin neler olduğunu bilirsek para arzındaki değişikliklerin ekonomi üzerindeki etkilerini daha rahat açıklayabiliriz. Bu bölümde önce para talebi üzerinde durulacak ve ardından faiz oranının para talebi ve arzı tarafından nasıl belirlendiği açıklanacaktır. Son olarak da Merkez bankasının para arzını değiştirerek faiz oranını nasıl etkilediğine kısaca değinilecektir.

1. **Para Talebi**

Bir ekonomide tüm bireylerin ve kurumların hemen harcanabilir durumda bulundurmak istedikleri para stokuna para talebi denir. Ekonomik birimlerin bulundurmak istediği para miktarını belirleyen üç faktör vardır: fiyat düzeyi, faiz oranı ve reel gelir. Para talebini etkileyen bu üç faktör ile elde tutulmak istenen para miktarı arasındaki ilişkiyi aşağıdaki para talebi eşitliği ile gösterebiliriz:

Md= P × L (i,Y)

Burada (Md) talep edilen para miktarı, (Y) reel gelir, (i) faiz oranı ve (P) fiyatlar genel düzeyidir. Şimdi para talebi ile diğer üç değişken arasındaki ilişkiye daha yakından bakalım.

1. ***Fiyat Düzeyi***

Fiyatlarda meydana gelecek bir artış, aynı miktarda mal ve hizmeti satın alabilmek için daha fazla para gerektireceği için, nominal para talebiyle fiyatlar arasında doğru yönlü ve oransal bir ilişki vardır. Eğer fiyat düzeyi %10 artarsa yanımızda taşımak isteyeceğimiz nominal para miktarı da %10 artar. Örneğin, haftalık nakit harcamalarımız 50 lira ise o hafta için yanımızda taşımak isteyeceğimiz para miktarı, yani talep ettiğimiz para 50 lira olur. Satın aldığımız malların fiyatında %20’lik bir artış olursa para talebimiz de %20 artar ve 60 lira olur.

Örneğimizde, fiyat düzeyi %20 arttığında tutulan para miktarı da %20 artmış ancak tutulan paranın satın alma gücünde, yani reel para talebinde bir değişiklik olmamıştır. Yani, yeni oluşan fiyatlarla birlikte 60 lira ile satın alabildiğimiz mal veya hizmet miktarı, fiyat artışından önce 50 lira ile alabildiğimiz mal ve hizmet miktarıyla aynıdır.

1. ***Reel Gelir***

Bireylerin ve şirketlerin tutmak istedikleri para miktarı, harcamalarına bağlıdır. Gelirle harcamalar arasında pozitif ilişki vardır. Gelirdeki artışa bağlı olarak daha fazla harcanır ve bu harcamalarda kullanmak üzere daha fazla para talep edilir. Benzer bir şekilde, bir ülkenin millî geliri arttığı zaman o ekonomide talep edilen para miktarının da artması beklenir.

1. ***Faiz Oranı***

Para talebi ile faiz oranı arasında negatif bir ilişki vardır. Diğer koşullar aynı kalmak kaydıyla, faiz oranındaki artış para talebini düşürür. Bu ters ilişkinin nedeni faizin para tutmanın alternatif maliyeti olmasıdır. Paranın getirisi sıfırdır. Para yerine başka varlık tutmamız halinde o varlığın getirisi kadar kazancımız olur. Dolayısıyla, paranın alternatif maliyeti, para yerine başka bir varlık tutmamız durumunda elde edeceğimiz faiz getirisine eşittir. Para tutmanın alternatif maliyeti arttıkça diğer koşullar sabit olmak üzere, reel para tutma talebi azalır. Örneğin, 1000 liralık bir nakdi bankaya mevduat olarak yatırıp faiz geliri elde etmek yerine cüzdanımızda taşırsak mevduat hesabından elde edebileceğiniz faiz gelirinden vazgeçmiş oluruz. Faiz oranlarının düşük olduğu bir ortamda kaybedilen faiz kazancı anlamındaki maliyet düşük olacaktır. Ancak faiz oranları yükseldikçe maliyet de yükselecektir.

1. **Para Piyasasında Denge: Faiz Oranının Belirlenişi**

İncelediğimiz modelde faiz oranı, para arz ve talebi tarafından ve bu ikisinin eşitlendiği noktada belirlenmektedir. Faiz oranı ile para arzı arasında pozitif, faiz oranı ile para talebi arasında negatif bir ilişki vardır. Faiz oranının, denge faiz oranının üstüne çıktığı bir anda para arzı para talebinden büyük olur. Para arzının para talebinin üzerine çıkması halinde bireylerin ellerindeki para miktarı, tutmak istedikleri para miktarından fazladır. Bu durumda, bireyler tutmak istedikleri miktarın üzerindeki parayla faiz getirisi olan finansal araçlar satın alırlar. Artan taleple birlikte finansal araçların fiyatları artar ve buna bağlı olarak faiz oranı düşmeye başlar (finansal araçların fiyatı ile faizi arasında ters yönlü ilişki olduğunu hatırlayalım). Faiz oranlarındaki bu düşüş, faiz oranı denge faiz oranına dönünceye ve para talebi ile para arzı eşitleninceye kadar devam eder.

Benzer bir şekilde, faiz oranı denge faiz oranının altına düşerse piyasada bulunan para arzı elde tutulmak istenen para talebini karşılayamaz. Böyle bir ortamda, ekonomik birimler para taleplerini karşılamak için ellerinde bulunan finansal varlıkları satarak nakit ihtiyaçlarını karşılamaya çalışırlar. Arz artışına bağlı olarak finansal varlık fiyatları düşer ve faiz oranı yükselmeye başlar. Faiz oranlarının yükselmesiyle para talebi azalır. Para talebindeki bu azalma para talebi ve para arzı eşitleninceye kadar devam eder.

1. **Para Politikası ve Faiz Oranı**

Merkez bankası çeşitli para politikası araçlarıyla para arzını ve faiz oranını değiştirerek ekonomi üzerinde etkili olmaktadır. Merkez bankası genişlemeci bir para politikası izlemek istediğinde, para arzını artırarak faiz oranının düşmesini sağlamaya; daraltıcı bir para politikası izlemek istediğinde ise para arzını kısarak faiz oranını yükseltmeye çalışır.

“Para Politikası ve Parasal Aktarım Mekanizması” ismini taşıyan bir sonraki konuda, para politikasında gerçekleştirilen değişikliklerin ekonomik faaliyetleri etkileme biçimi ve kanalları incelenecektir.

**ÖDEV 7**

1. Bir ekonomide parasal büyüklüklere ilişkin veriler şöyledir: dolaşımdaki para 170 lira, vadesiz mevduat 1400 lira, zorunlu rezervler 140 lira ve banka rezervleri 210 lira. Nakit oranını, parasal tabanı, para çarpanını ve para arzını hesaplayınız.
2. Basit mevduat çarpanı ile para çarpanı arasında ne fark vardır?
3. Merkez bankası bankalara 10 milyon liralık finansal varlık sattığında parasal taban nasıl etkilenir?
4. Vadesiz mevduatlarında 10 milyon lira bulunan ve serbest rezerv bulundurmayan bir bankanın, zorunlu karşılık oranının 0,20 olması halinde kullandırabileceği maksimum kredi miktarı ne kadardır?
5. Bankaların serbest rezerv bulundurmadığı, vadesiz mevduat toplamının 1,5 milyar lira, dolaşımdaki paranın 400 milyon lira ve zorunlu karşılık oranının %10 olduğu bir durumda parasal taban ne kadardır?
6. Mevduat sahiplerinden bir kişinin banka hesabından para çekmesi durumunda rezervler, dolaşımdaki para ve parasal taban nasıl değişir?
7. Halkın elinde tuttuğu 500 milyon liranın bankaya yatırıldığını ve zorunlu karşılık oranının %10 olduğunu düşünelim. Bankaların fazla karşılık tutmadıkları ve banka sisteminden nakit çıkışı olmadığı varsayımı ile banka sistemindeki toplam mevduat ne kadar değişecektir?
8. Merkez bankası, ticari bankalar ve halkın para arzının belirlenmesindeki rollerini açıklayınız.
9. Bir ülkede dolaşımdaki paranın 500 milyon lira, vadesiz mevduatın 750 milyon lira, karşılık fazlasının 10 milyon lira ve karşılık oranının 0,10 olduğunu varsayalım. Para arzını, dolaşımdaki para/mevduat oranını, fazla (serbest) karşılık oranını ve para çarpanını hesaplayınız.
10. Para talebi hangi değişkenler tarafından belirlenir ve bu değişkenlerin her biri ile talep edilen para miktarı arasında asıl ilişki vardır?

**KONU 8**

**PARA POLİTİKASI VE PARASAL AKTARIM MEKANİZMALARI**

* 1. **PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI**

Merkez bankası para politikası ile öncelikle kısa vadeli faiz oranını değiştirmektedir. Faiz değişiklikleri, finansal piyasaları olduğu kadar ekonomideki toplam talep, üretim, istihdam ve fiyatları etkilemektedir. Para politikasının ekonomi üzerindeki etkileri parasal aktarım mekanizması olarak adlandırılmaktadır. Merkez bankasının kısa vadeli nominal faiz oranlarında yaptığı değişikliklerin kısa ve uzun vadeli reel piyasa faiz oranlarını etkilemesi aktarım mekanizmasının ilk adımıdır. Faiz değişiklikleri önce varlık fiyatlarına, döviz kuruna ve kredi koşullarına yansıyarak, ekonomik birimlerin harcama planlarında değişikliklere yol açmaktadır. Toplam harcamalardaki bu değişmeler, daha sonra üretim, istihdam ve fiyatlar genel düzeyini etkilemektedir.

Parasal aktarım; faiz kanalı, kur kanalı, kredi kanal ve bilanço kanalı ile olmaktadır. Şimdi bu kanalların işleyişini ele alalım.

1. **Faiz Kanalı**

Merkez bankasının para politikasını yürütürken kullandığı temel araç politika faizidir. Politika faizi çok kısa vadeli (gecelik ya da haftalık) bir faizdir. Kısa vadeli faizlerdeki değişiklikler bankaların davranışlarını etkilemekte ve daha uzun vadeli faizlerde aynı yönde hareketler doğurmaktadırlar. Uzun vadeli faizler o vade boyunca oluşacak kısa vadeli faizlerden etkilenmektedir. Merkez bankası kısa vadeli faizleri değiştirirken aynı zamanda ileride ne yapacağının işaretini de verir. Çoğu merkez bankası mevcut faiz düzeyini düşük buluyorsa faiz artırımını bir çırpıda yapmamakta, zamana yaymaktadır. Bu durumda, kısa vadeli faizlerin bugün artması ve ileride de artacağı yönünde sinyal verilmesi, daha uzun vadeli faizleri de artırmaktadır. Politika faizindeki değişiklikler, böylelikle, daha uzun vadeli mevduat ve kredi faizlerinde aynı yönde değişikliklere yol açmaktadır. Benzer biçimde tahvil faizleri de kredi ve mevduat faizlerine uygun olarak hareket etmektedir.

Bu değişiklikler nominal faizlerde olmakla birlikte, faiz değişikliği sonrası, enflasyon hemen değişmediği için reel faizler de aynı yönde değişmiş olmaktadır. Merkez bankasının mevduat, kredi ve tahvil faizlerini düşürmesinin kredi maliyetini ucuzlatarak yatırımları ve dayanıklı tüketim mallarına yapılan harcamaları yükseltmesi beklenir. Bir ekonomide üretilen mallara olan talebin dört bileşeni vardır: Tüketim, yatırım, kamu harcamaları ve net ihracat (ihracat ile ithalat arasındaki fark). Dolayısıyla, faiz oranlarındaki genel bir düşüşün tüketim ve yatırım harcamalarını artırmasıyla, yurtiçinde üretilen mallara olan toplam talep artacaktır. Bir kapasite kısıdı yoksa talepteki bu artış üretimi de artıracaktır.

Faiz kanalı talep artışını sınırlandırmak amacıyla da kullanılabilir. Merkez bankası bu amaçla politika faizini artırabilir. Faiz artışı (enflasyon hemen değişmeyeceği için) reel faiz oranlarını yükseltir. Kredi maliyetleri artar, yatırım ve tüketim harcamalarında düşüş olur. Böylelikle yurtiçinde üretilen mallara olan toplam talep azalır ve sonuçta üretim düşer.

Politika faizlerindeki değişikliklerin uzun vadeli kredi, mevduat ve tahvil faizleri üzerindeki etkisinin sınırlı olması hâlinde, yukarıda açıklanan geleneksel faiz kanalının etkinliği azalır. Öte yandan, politika faizindeki değişikliklerin uzun vadeli faizleri etkilemesinde bir sorun olmasa bile, uzun vadeli faizler ile yatırım ve tüketim harcamaları arasındaki ilişki zayıfsa yine bu kanal etkin çalışmayacaktır. Ancak politika faizinin değişmesinin başka kanallar yoluyla da ekonomi üzerine önemli etkileri vardır. Bunlardan birisi de döviz kuru kanalıdır.

1. **Döviz Kuru Kanalı**

Faiz oranındaki düşüş, döviz kurunun bugünkü değerini artırabilir, yani yerli paranın değer kaybetmesine yol açabilir. Döviz kurunun artması, ithal edilen mal ve hizmetlerin yurtiçindeki fiyatlarını yukarıya çekerek ithalatın azalması ile sonuçlanabilir. Yerli paranın değer kaybetmesi ayrıca, ihraç edilen malların uluslararası piyasalarda daha ucuza satılabilmesini olanaklı kılar. Bu iki etkiyi bir araya getirdiğimizde daha düşük ithalat ve daha yüksek ihracat rakamlarıyla birlikte toplam talebin dört bileşeninden biri olan net ihracat miktarı ve dolayısıyla yurtiçinde üretilen mallara olan toplam talep yükselebilir, üretim artabilir.

Faiz oranlarının artması ise tersine, döviz kurunu düşürerek yerli paranın değer kazanmasına yol açabilir. Döviz kurunun düşmesi ithalatı artırıcı, ihracatı frenleyici etki yaparak toplam talebi ve üretimi azaltabilir.

1. **Kredi Kanalı**

Yukarıda açıklanan faiz ve döviz kuru kanalları etkin çalışmasa bile bir başka önemli kanal yoluyla daha para politikasındaki değişiklikler ekonomiyi etkilemektedir. Bu, kredi kanalıdır. Kredi kanalı, banka kredileri kanalı ve bilanço kanalı olmak üzere iki ayrı aktarım mekanizmasını içermektedir.

1. ***Banka Kredileri Kanalı***

Firmaların, yatırımlarını finanse etmek için başvurdukları en önemli kaynak banka kredileridir. Yine, tüketiciler, özellikle dayanıklı tüketim mallarına yaptıkları harcamaları giderek artan oranda banka kredileriyle finanse etmektedirler.

Merkez bankası parasal tabanı artırarak kredi genişlemesine yol açtığında firmaların ve tüketicilerin kullanabilecekleri fonlar artacak ve sonuçta da hem yatırımlar hem de tüketim harcamaları yükselebilecektir. Talepteki bu artış üretimi artırabilecektir.

Banka kredilerini etkileyen sadece parasal tabandaki değişiklikler değildir. Bankacılık kesimine yönelik düzenlemeler de banka kredilerini etkileyerek kredi kanalının çalışmasına neden olabilir. Örneğin sermaye yeterliliklerini güçlendirmek amacıyla sermaye yeterlilik oranı artırılırsa, bankaların kredi vermek amacıyla kullandıkları kaynakları azalacaktır. Bu durum firmaların ve tüketicilerin krediye ulaşmalarını zorlaştıracak ve yatırımlar ile tüketim düşebilecektir. Merkez bankasının zorunlu karşılık oranını değiştirmesi de, bir önceki konuda gördüğümüz üzere, banka kredilerinin miktarını etkiler.

1. ***Bilanço Kanalı***

Para politikası, banka kredilerinin yanı sıra, kredi kullanıcılarının kredi itibarını da etkilemektedir. Bilanço kanalı, merkez bankasının potansiyel kredi kullanıcılarının bilançolarının net değeri üzerinde sahip olduğu doğrudan etkiye bağlı olarak çalışmaktadır. Genişlemeci bir para politikası firmaların net değerlerini artırarak bilançolarını iyileştirir. Para politikası kredi kullananların net değerini iki yoldan etkiler.

Birinci yol merkez bankasının politika faizini düşürmesiyle piyasa faiz oranlarının düşme eğilimine girmesidir. Bu kanalın işleyişini anlamak için öncelikle faiz oranları ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi bilmemiz gerekir. Hisse senedinin bugünkü değeri gelecek dönemlerde elde edilecek temettü ödemelerinin bugünkü değerleri toplamına eşittir. Faiz oranları düştükçe bugünkü değer yükselecek ve hisse senedinin fiyatı artacaktır. Buna ek olarak para politikasındaki bir gevşeme tüketicilerin ve firmaların gelecek dönemdeki ekonomik büyümeye ilişkin beklentilerini olumlu etkileyecektir. Ekonominin daha fazla büyümesi, daha yüksek getiri ve kâr olanaklarının ortaya çıkması demektir. Beklenen kâr artınca hisse senetlerine olan talebin yükselmesi de hisse senedi fiyatlarını artırıcı etki yapacaktır. Yüksek hisse senedi fiyatları ise şirketlerin net değerlerini artırarak onların bankalar nezdinde kredi itibarlarını yükseltir ve krediye erişimlerini kolaylaştırır.

İkinci yol şudur: Birçok şirket, işletme sermayesi açıklarını kısa vadeli kredilerle kapatırlar. Faiz oranlarının düşmesi ile bu şirketlerin kullandıkları kredilerin maliyetleri azalır ve böylelikle finansal durumları güçlenir.

Faiz oranlarındaki düşme şirketlerin müşterilerinin de kredi maliyetlerini azaltarak daha fazla harcama yapmalarını sağlar. Faiz maliyetleri azalan ve satışları artan firmanın kârlılığı artar. Kredi itibarı hesaplanırken bir bankanın ilk baktığı hususlardan biri, kredi kullanıcısının kullanılmayı planladığı kredinin taksitlerinin toplam gelirine oranıdır. Faiz oranının düşmesiyle (kredi taksiti/toplam gelir) oranı da düşer ve kredi kullanımı artar.

Özetle, politika faizini düşüren genişlemeci bir para politikası, hisse senedi fiyatlarında bir yükselmeye ve firmanın net değerinin artmasına neden olur. İkinci olarak genişlemeci bir para politikası sonucunda şirketlerin nakit akımları iyileşir. Her iki etki de bankaların kullandırdıkları kredileri artırır. Sonuçta yatırımlar ve üretim hacmi artar.

Para politikası uygulamalarının konut piyasası üzerinde de benzer bir etkisi vardır. Merkez bankasının reel faiz oranlarını düşürmesi konut kredisi faizlerini aşağıya çekecektir. Krediye ulaşımın kolaylaşmasına bağlı olarak konut piyasasında talep ve fiyatlar yükselecektir. Kısaca, merkez bankası faiz oranlarını aşağıya çektiğinde, hisse senedi ve konut fiyatları yukarıya doğru hareket edecektir. Hisse senedi ve emlak fiyatlarındaki artış, bireylerin servetlerini artıracaktır. Bu durum tüketim harcamalarını ve dolayısıyla toplam talebi ve üretimi artırır.

Hisse senedi fiyatlarının tüketim üzerindeki etkisine benzer bir etki de yatırım harcamaları için gerçekleşir. Hisse senedi fiyatlarının artışı, şirketlerin hisse ihraç ederek kaynak bulmasını kolaylaştırır. Şirketler az miktarda hisse senedi çıkararak çok miktarda yeni sermaye malı satın alabilecekleri için yatırım harcamaları yükselecektir.

* 1. **PARASAL AKTARIM MEKANİZMASINDA GECİKME SORUNU**

Merkez bankasının para politikasını yürütürken yaşadığı temel sorunlardan biri gecikme sorunudur. Merkez bankasının iki temel amacı fiyat istikrarını ve finansal istikrarı sağlamaktır. Banka bu amaçlara ulaşabilmek için öncelikle ekonomik gelişmeleri doğru teşhis etmeli ve sonra bunlara tepki vermelidir. Merkez bankasının kullandığı politika araçlarının ekonomi üzerinde ne kadar sürede etkili olmaya başlayacağının iyi bilinmesi gerekir.

Örneğin faiz kanalı, merkez bankasının sıkı para politikası ile reel faiz oranlarını yukarıya çekmesi durumunda, borçlanmanın daha pahalı hale geleceğini ve tüketim ve yatırım harcamalarında azalışa bağlı olarak toplam talebin düşeceğini öngörmektedir. Toplam talepteki bu düşüş sonuçta enflasyonu düşürecektir. Gerçekte ise merkez bankasının piyasa faiz oranlarını etkilemesi, piyasa faiz oranlarının tüketim ve yatırım harcamaları üzerinde etkili olması ve tüketim ve yatırım harcamalarının enflasyonu etkilemesi oldukça zaman alan bir süreçtir. Bu gecikme sorunu merkez bankalarının ekonomiyi etkileme yeteneklerini kısıtlamaktadır.

Para politikasının uygulanmasında *iç gecikme ve dış gecikme* olmak üzere iki tür gecikmeden söz edebiliriz. İç gecikme, izlenmekte olan para politikasında bir değişikliğe ihtiyaç duyulduğu an ile merkez bankasının para politikasındaki değişikliği uygulamaya başladığı an arasında geçen zamandır. İç gecikme aynı zamanda teşhis gecikmesini de içermektedir.

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 andan sonraki bütün gecikmeler dış gecikme olarak kabul edilir.

Merkez bankasının para politikası değişikliği öncelikle finansal piyasaları etkilemektedir. Aktarım kanalının bu ilk aşamasında para politikası değişikliklerinin varlık fiyatları veya faiz oranlarını kısa sürede etkilediği ve gecikmenin kısa olduğu söylenebilir. Ancak sürecin izleyen aşamaları için aynı şeyi söylemek kolay değildir. Bu süreçteki yavaşlığı daha iyi anlamak için para politikasının faiz oranlarını etkileyerek yatırımları artırmayı planladığını düşünelim.

Merkez bankası politika faiz oranı aracılığıyla piyasalardaki faiz oranlarını hızlı bir şekilde aşağıya çekebilir. Ancak firmalar yeni fabrikalar veya konutlar inşa etmeye hemen ertesi gün başlamayacaktır. Düşük faiz oranları öncelikle firmaların gelecek dönemde hangi yatırımları yapmayı planladıklarına dair projelerini şekillendirecektir. Bu projelerin hazırlanması ve uygulanması zaman alacaktır. Yükselen hisse senedi fiyatları veya banka kredilerindeki artışın etkisi de aynı şekilde gecikebilir.

Benzer bir örneği döviz kuru kanalı için de verebiliriz. Üretim yapmak için yurtdışından ara malı ithal eden bir firma düşünelim. Merkez bankasının politikalarına bağlı olarak yerli paranın değer kaybetmesi ithal edilen bu ara mallarının maliyetini artıracaktır. Bu durumda firma aynı nitelikteki ara mallarını yurtiçindeki üreticilerden sağlama yoluna gidebilir. Sonuçta, ülkenin ithalatını azalırken net ihracatı artabilir. Ancak firmanın yerli üreticiyi bulması ve onunla anlaşabilmesi için belli bir sürenin geçmesi gerekir. Dolayısıyla da ithalat, döviz kurundaki artış sonucu hemen azalmaz.

Dış gecikme uzun sürerse para politikasının hedef değişkenler üzerinde etkili olması uzun zamana yayılabilir ve hedeflenen amaca ulaşılması aksayabilir. Bu durum ise merkez bankasının politika amaçları ve daha özelde enflasyon üzerinde tam bir kontrol gücüne sahip olamamasına yol açmaktadır.

* 1. **MALİYE POLİTİKASI VE PARA POLİTİKASI ARASINDAKİ ETKİLEŞİM**

Ekonomide hızlı talep artışının yaşandığı dönemlerde, merkez bankasının daraltıcı para politikası uygulamak için faiz oranlarını yükseltmesi durumunda, toplam talebin azalarak ekonomi üzerindeki enflasyonist baskının azaltılabileceği düşünülmektedir. Para politikasından arzu edilen sonuçların alınması için maliye politikasının da para politikası ile uyumlu olması gerekir. Daraltıcı para politikası sonucunda faiz oranlarının belirgin biçimde yükseldiğini düşünelim. Ekonomide bütçe açığı varsa ve kamu borcu yüksek ise faiz oranındaki yükselme maliye politikasının işini daha da zorlaştıracaktır. Gerçekten, yükselen faiz oranları, bütçe açığının finansmanı için alınan borçların da maliyetini artıracak ve bütçe açığını daha da büyütecektir. Kamu borçları da artacak, borcun geri ödenmesi konusundaki şüpheler yaygınlaşabilecektir. Bu koşullar altında, risk artacağı için faizler daha da yükselebilecektir. Süreç içinde, merkez bankası sıkı para politikası yoluyla kısa vadeli faizleri artırmayı bıraksa bile, artan riskler nedeniyle devletin borçlanma faizleri artabilecek ve bu artış diğer önemli faizlere de sıçrayabilecektir. Bu koşullar altında, para politikasının faizleri belirleme gücü azalabilecek ve faizleri belirlemede maliye politikası önemli bir rol oynamaya başlayabilecektir. Bu olgu, parasal aktarım mekanizmasının düzgün işlememesi demektir. Parasal aktarım mekanizmalarının sağlıklı işleyebilmesi için maliye politikası ile para politikasının uyumlu olması gerekir.

**ÖDEV 8**

1. Nominal faiz oranının %12 ve beklenen enflasyonun %8 olduğu bir ekonomide beklenen reel getiri ne kadardır? Bu koşullar altında borç veren bir bireyin gerçekleşen enflasyon rakamlarının sırasıyla (a) %15, (b) %4 ve (c) %8 olması durumunda gerçekleşen reel getirisi ne kadar olacaktır? Gerçekleşen bu enflasyon rakamlarının hangileri borç alanın, hangileri borç verenin lehinedir?
2. Parasal aktarım mekanizmaları ne demektir?
3. Faiz oranındaki değişikliklerin tüketim ve yatırım talebi ve dolayısıyla üretim üzerindeki olası etkilerini anlatınız.
4. Faiz oranındaki değişiklikler toplam talep ve üretimi döviz kuru kanalıyla nasıl etkiler?
5. Banka kredilerindeki değişiklikler toplam talep ve üretimi nasıl etkiler?
6. Para politikaları bilanço kanalıyla toplam talep ve üretimi nasıl etkiler?
7. Para politikası uygulamalarında gecikme sorunu nedir ve kaç türlü gecikme vardır?
8. Uygulanan maliye politikalarını para politikalarının sonuçların nasıl etkiler?

**KONU 9**

**PARA POLİTİKASININ AMAÇLARI VE ARAÇLARI**

**GİRİŞ**

Para politikasının amaçlarının neler olması gerektiği çokça tartışılan konulardan bir tanesidir. Para politikasını merkez bankası uyguladığından, para politikasının amaçları merkez bankasının da amaçlarıdır. Bu dersin ilk bölümünde merkez bankasının amaçlarını, ikinci bölümde ise para politikasının araçlarını inceleyeceğiz.

* 1. **PARA POLİTİKASININ AMAÇLARI**

Para politikasın birden fazla amacı vardır. 1990’lardan başlayarak, fiyat istikrarının sağlanmasının birincil amaç olduğu görüşü ağırlık kazanmaya başladı. Bu görüşe göre, fiyat istikrarının varlığı diğer bir amaç olan finansal istikrarın sağlanmasını da beraberinde getiriyordu. Ne var ki, 2008-2009 küresel krizi fiyat istikrarının sağlanmasının tek başına finansal istikrarı sağlamaya yetmediğini ortaya koydu. Bu nedenle, kriz sonrasında, finansal istikrar da ağırlık kazanan bir para politikası amacı oldu. Para politikasının amaçları şöyle sıralanabilir: fiyat istikrarı, düşük işsizlik, ekonomik büyüme, finansal istikrar, faiz istikrarı ve döviz piyasalarında istikrar. Şimdi bu amaçları kısaca inceleyelim.

1. **Fiyat İstikrarı**

Fiyat istikrarı düşük oranlı ve istikrarlı enflasyon olarak tanımlanmakla birlikte hangi orandaki bir enflasyonun fiyat istikrarını gösterdiği konusunda görüş birliği olmadığı gibi görüşler zaman içinde değişmektedir. 2008-2009 krizine kadar gelişmiş ülkelerde enflasyon hedefleri genellikle % 2 dolayında tutuldu. Krizden sonra %2’lik enflasyonun düşük olduğu görüşü ortaya atıldı. Bu görüş değişikliğinin nedeni düşük reel faiz oranlarının krizden çıkışta oynayabileceği olumlu roldür. Kriz dönemlerinde iç talep azalır, üretim düşer ve işsizlik yükselir. Azalan talebi canlandırmak, üretimi artırmak ve işsizliği azaltmak için, uygulanacak genişlemeci maliye politikalarına ek olarak, para arzı artırılarak faizler düşürülmelidir.

Nominal faizler ancak sıfıra kadar düşürülebilir. Talep ise nominal faiz değişikliklerinden değil reel faiz değişikliklerinden etkilenir. Reel faiz düştükçe, diğer koşullar aynı kalmak üzere, toplam talep artar. Enflasyon % 2 düzeyindeyse %0 nominal faiz, eksi % 2 düzeyinde bir reel faiz demektir. Eksi %2 düzeyindeki bir reel faiz toplam talebi artırmak için yeterli olmayabilir. Oysa enflasyon örneğin % 4 düzeyinde olsa, % 0’lık nominal faiz oranı eksi % 4’lük bir reel faiz demektir. Daha düşük bir reel faiz krizin aşılmasında daha etkili olabilir.

1. **Yüksek İstihdam (Düşük İşsizlik)**

İşsizlik işsiz kalan insanların sefaletine yol açmakta; ayrıca, en önemli üretim faktörü olan işgücünün atıl tutulması nedeniyle bütün toplum için üretim ve refah kaybına neden olmaktadır.

1. **Ekonomik Büyüme**

Ekonomik büyüme, üretim ve dolayısıyla milli gelirdeki artıştır. Toplumsal refahı artırmanın tek yolu üretimin, yani milli gelirin artırılmasıdır. Bu nedenle de ekonomik büyüme tüm iktisat politikalarının olduğu gibi para politikasının da temel amaçlarına bir tanesidir.

1. **Finansal İstikrar**

Finansal krizler, finansal piyasaların fonların üretken yatırım fırsatı olanlara aktarma işlevini yerine getirmesini aksatmakta ve iktisadi faaliyetlerin daralmasına yol açmaktadır. İstikrarlı bir finansal sistemin kurulması, finansal krizleri ve ekonomik daralmayı önleyeceğinden, para politikasının amaçlarından bir tanesidir. Başlıca finansal istikrarsızlık göstergeleri şunlardır: açık döviz pozisyonu, vade uyuşmazlığı, sorunlu krediler, sermaye yetersizliği ve yetersiz likidite.

Açık döviz pozisyonu, finansal kesimin döviz cinsinden yükümlülüklerinin (borcunun), döviz cinsinden varlıklarından daha fazla olması durumudur. Finansal kesimin döviz borçları döviz cinsinden varlıklarından ne kadar fazlaysa, döviz pozisyon açığı o kadar yüksek demektir. Bu açık arttıkça finansal kurumların döviz kurundaki sıçramalara karşı kırılganlığı artar. Çünkü döviz borcunun yerli para değeri, döviz alacağının yerli para karşılığını aşar.

İkinci sorun, vade uyuşmazlığıdır. Bankaların varlıkları genellikle borçlarına göre daha uzun vadeli olur. Bu fark ne kadar çoksa istikrarsızlık o kadar ciddidir. Böyle bir durumda faizlerin artması ya da bankalardan fon çıkışı olması bankaları zor durumda bırakır. Faizlerdeki artış bankaların kârlılığını olumsuz etkilerken, fon çıkışı olması bankaların likidite yetersizliği ile karşı karşıya bırakabilir.

Üçüncü istikrarsızlık kaynağı sorunlu kredilerdir. Kredilerin bir kısmı geri dönmez. Geri dönmeyen krediler de kârlılığı olumsuz etkilediği gibi likidite sorunu yaratabilir.

Dördüncü sorun yetersiz sermaye sorunudur. Yukarıda sözünü ettiğimiz üç sorun banka kârlarını ve dolayısıyla özkaynaklarını azaltır; özkaynaklar eksiye düşebilir. Özkaynakların eksiye düşmesi bankanın varlıklarıyla yükümlülüklerini karşılayamaması, yani iflası, anlamına gelir. Güçlü bir sermaye yapısı bu sorunların yaratabileceği fon kayıplarının sermayeden karşılanmasını olanaklı kılar, yani bankayı batmaktan kurtarabilir. Ama sermaye yetersizse banka benzer sorunlar nedeniyle iflas edebilir.

Beşinci sorun likidite yetmezliğidir. Normal koşullarda bir mali kurum geçici nakit sıkışıklığını gidermek için başka bir mali kurumdan kısa vadeli borç alır. Finansal piyasalarda gerginliğin arttığı dönemlerde ise kimsenin kimseye güveni kalmayabilir ve kısa vadeli fon fazlası olan bir banka, bu fazlalığı kısa vadeli fon gereksinimi olan bir başka bankaya borç verip getiri elde etmek yerine kasasında tutabilir. Fon açığı olan bankaların bu açıkları karşılanmazsa likidite yetmezliği baş gösterebilir. Merkez bankasının bankaların likidite sıkışıklığını giderme sorumluluğu vardır. Buna merkez bankasının *son başvurma mercii* olması deniliyor. Merkez bankası, likidite açığını diğer bankalardan borçlanarak kapatamayan ama sermayesi sağlam olan bankalara likidite verir.

1. **Faiz İstikrarı**

Faiz oranlarının istikrarsız olması finansal istikrarsızlığa yol açtığı gibi reel kesimdeki belirsizlikleri artırmakta ve geleceğin planlanmasını güçleştirmektedir. Faiz oranındaki oynaklıklar tüketim ve yatırım talebini ve sonuçta toplam talebi düşürerek, üretimi ve ekonomik büyümeyi olumsuz etkilemektedir.

1. **Döviz Piyasalarında İstikrar**

Dış ticaret ve özellikle ülkeler arası sermaye hareketlerinin giderek artması döviz kurunun önemini de artırmıştır. Yerli paranın değerlenmesi yerli ürünlerin dış piyasalardaki rekabet gücünü azaltırken yerli paranın değer kaybetmesi enflasyonu artırıcı etki yapabilmektedir. Ayrıca, yerli paranın değerindeki değişiklikler hazinenin, firmaların ve şahısların varlık-yükümlülük dengesini de olumsuz etkileyerek ekonomik faaliyetleri daraltabilmektedir.

* 1. **TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASININ (TCMB) AMAÇLARI**

TCMB yasasında şöyle deniliyor: “Bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Banka, fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını kendisi belirler… Banka, fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler.” Yasa TCMB’nın temel amacını fiyat istikrarı olarak saptıyor ve ancak bu temel amaçla çelişmemek kaydıyla istihdam ve büyüme politikalarını destekleyebileceğini belirtiyor. Yasada Bankaya verilen temel görevler arasında: “Finansal sistemde istikrarı sağlayıcı ya da para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri almak” da sayılmaktadır.

Yasada Bankaya şu temel iki yetki de verilmiştir: “Banka, olağanüstü hallerde ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu’nun (TMSF) kaynaklarının ihtiyacı karşılamaması durumunda, belirleyeceği usul ve esaslara göre bu Fona avans vermeye yetkilidir.” “Banka, nihai kredi mercii olarak bankalara kredi verme işlerini yürütür.”

Yasa açık biçimde TCMB’ye finansal sistemin istikrarını sağlama görevi veriyor. TCMB, bankalar için nihai kredi verme merciidir. Acil fon gereksinimi olan bir banka bunu başka finansal kurumlardan sağlayamıyorsa ve ‘batmış’ değilse, bu madde TCMB’nin ona kredi açabileceğini belirtiyor. Batmış bankalar ise TMSF’nin görev alanına giriyor. Yasa, TCMB’ye gerekirse TMSF’ye avans (kredi) açma yetkisi veriyor.

* 1. **PARA POLİTİKASININ ARAÇLARI**

Merkez bankasının amaçlarına ulaşabilmesi için ekonomik birimlerin yatırım ve tüketim kararlarını etkileyebilmesi gerekir. Merkez Bankası ayrıca kredi almak ve kredi vermek, ücret ve kira sözleşmeleri imzalamak gibi uzun dönemli kararları da etkilemek ister. Merkez bankasının bu amaçlarına ulaşmak için kullanabileceği çeşitli para politikası araçları vardır. Para politikası araçları geleneksel ve geleneksel olmayan araçlar olarak iki başlık altında toplanabilir. Küresel krize kadar merkez bankaları daha çok geleneksel para politikası araçlarını kullanırken krizden sonra bunlara geleneksel olmayan para politikası araçları da eklendi. Merkez bankası bu araçları kullanarak likidite yönetimini gerçekleştirir ve yukarıda sayılan amaçlara ulaşmaya çalışır.

* 1. **Geleneksel Para Politikası Araçları**

Geleneksel para politikası araçları olarak adlandırılan ve merkez bankası tarafından normal zamanlarda daha çok kullanılan araçlar şunlardır: açık piyasa işlemleri, reeskont kredileri, zorunlu karşılıklar ve banka rezervlerine ödenen faiz oranı.

1. ***Açık Piyasa İşlemleri (APİ)***

Merkez bankası likidite yönetimini esas olarak açık piyasa işlemleri ile yapmaktadırlar. Açık piyasa işlemleri merkez bankasının piyasadan yerli para karşılığında menkul değer satın alması ya da piyasaya menkul değer satmasıdır. Piyasada geçici likidite sıkışıklığı varsa bu sıkışıklığı gidermek için merkez bankasının kullanacağı ana araç repo işlemidir. Merkez bankası geçici likidite ihtiyacı olan bankadan geçici olarak tahvil satın alarak karşılığında o bankaya bir fon aktarır. Bu ilk aşamada bankacılık sisteminin likiditesinin artırır. İşlemin ikinci aşamasında banka, sattığı tahvili merkez bankasından satın alır, dolaysıyla sisteme çıkan likidite tekrar merkez bankasına döner. Sonuçta, sistemin geçici likidite gereksinimi karşılanmış olur. Ters repo işlemi reponun tamamen tersi bir işlemdir. Burada amaç, sistemden geçici olarak likidite çekmektir. Bu nedenle, merkez bankası ilk aşamada ‘geri alma vaadiyle’ bankalara tahvil satar. Bunun karşılığında bankalar merkez bankasına fon aktarmış olurlar. Böylelikle sistemden bir süreliğine likidite çekilmiş olur. İşlemin ikinci aşamasında, ‘geri alma vaadi’ yerine getirilir. Yani, merkez bankası tahvilleri bankalardan geri satın alır. İlk aşamada sistemden çekilen likidite böylelikle tekrar sisteme dönmüş olur.

Merkez bankası sistemdeki likidite sıkışıklığının kalıcı olduğunu düşünüyorsa, bankalardan doğrudan tahvil alabilir. Tersi durumda, yani likidite bolluğu kalıcı ise doğrudan tahvil satabilir. Açık piyasa işlemlerinde genellikle hazinenin ihraç ettiği menkul değerler kullanılır.

TCMB açık piyasa işlemlerini ya BİST Repo-Ters Repo Pazarı’nda ya da kendi bünyesinde gerçekleştiriyor. Repo, ters repo, doğrudan alım ve doğrudan satım yapabiliyor. Ters repo ve doğrudan satım işlemi yapabilmesi için, portföyünde Hazine tahvili olması gerekir. Portföyünün yetersiz olduğu durumlarda likidite senedi de ihraç edebilir. Bunlar vadesi 91 günü aşmayan senetlerdir. Repo ve ters repo işlemlerindeki en uzun vade 91 günle sınırlıdır. Doğrudan satın alınacak tahvillerde ise vade sınırı yoktur. TCMB ayrıca Bankalararası Para Piyasası’nda bankalardan mevduat satın alıyor ya da bankalara kredi veriyor satıyor. Bunlara depo alımı ve satımı da deniliyor.

1. ***Reeskont Kredileri***

Reeskont kredisi merkez bankasınca bankalara verilmektedir. Amaç, bankaların geçici likidite ihtiyaçlarını karşılamaktır. Merkez bankası açtığı kredi karşılığında bankalardan teminat ister. Bu teminatlar, genellikle hazinenin ihraç ettiği tahviller ve kredi notu çok yüksek şirketlerin borçlanma senetleridir. Merkez bankası reeskont faizini ve teminat olarak istediği mali varlıkların çeşitlerini değiştirerek ekonominin likiditesini ayarlamaya çalışabilir. Reeskont kredisi kullanmanın kullanıcı açısından maliyetini reeskont faizi belirler. Daha önce de belirttiğimiz gibi, TCMB bankası bankalara 1990’lardan bu ana reeskont kredisi vermemektedir.

1. ***Zorunlu Karşılık Oranı***

Bankalar topladıkları mevduatın merkez bankasınca saptanan oranını merkez bankasında tutmak zorundadırlar. Bu oran ne kadar yüksekse finansal kurumlara yatırılan her birim mevduatın krediye ya da o bankaya kâr elde etme olanağı sağlayan benzeri bir varlık türüne dönüşen kısmı da o kadar az olacaktır. Daha düşük zorunlu karşılık oranları ise ekonomiye arz edilen kredi ve benzeri finansal ürünlerin artması anlamına gelir. Merkez bankasının bankalara rezervler için ödediği faiz kredi faizlerinden ve diğer varlıkların getirilerinden daha düşük olduğundan, zorunlu karşılık oranındaki her artış bankaların kârlılığını azaltır.

Merkez bankasına yatacak zorunlu karşılık tutarı hesaplandıktan bir süre ilgili banka tarafından merkez bankasına yatırılır. Bu nedenle, zorunlu karşılık oranı çok esnek bir para politikası aracı değildir. Karşılık oranı değiştirildiğinde, ekonominin likidite düzeyi hemen değişmez.

Zorunlu karşılık uygulamasının en önemli nedeni finansal istikrara katkıda bulunmaktır. Bu, iki şekilde olur. Birincisi, merkez bankasında toplanan zorunlu karşılıklar beklenmedik mevduat çekilişlerine karşı bir sigorta işlevi görür. Zorunlu karşılık uygulamasının olmadığı bir durumda bankalar, toplananı mevduatın daha büyük bir kısmını kâr getirmesi beklenen varlıklara dönüştürecektir. Finansal sistem beklenmedik mevduat çekilişlerine karşı bir bütün olarak daha riskli bir hale gelecektir. Oysa merkez bankasındaki zorunlu karşılıklar, böyle bir durumda bankaların imdadına yetişebilir. Ani bir mevduat çıkışı karşısında merkez bankası zorunlu karşılık oranını düşürür ve yeni düşük oran ile önceki yüksek oran arasındaki farktan doğan zorunlu karşılık miktarını bankalara geri verir.

İkincisi, zorunlu karşılık oranları artırılarak bankaların açabilecekleri kredi miktarı azaltılabilir. Çok hızlı kredi genişlemesi, finansal sistemin sağlığını olumsuz etkilediğinden, genellikle arzu edilmeyen bir şeydir. Hızlı kredi genişlemesi, riskli kredilerde artışa yol açar. Sonuçta geri dönmeyen kredi oranı artar. Geri dönmeyen bankaların sermayesini aşındırır. Ayrıca, kredi genişlemesiyle birlikte tüketim ve yatırım talebinin yükselmesi ithalatı ve dış açığı artırabilir. Bu tür hızlı kredi genişlemesini önlemek için zorunlu karşılık oranlarının yükseltilebilir.

1. ***Rezerv Faiz Oranı***

Bankalar tutmak zorunda oldukları zorunlu karşılıkların yanı sıra serbest rezerv de tutarlar. Rezervlerin küçük bir kısmı banka kasasında nakit olarak tutulurken çoğu merkez bankasına mevduat olarak yatırılır. Merkez bankası genellikle ticari bankaların mevduatlarına bir faiz öder. Banka rezervlerine ödenen faiz oranı bankalar arası piyasada oluşan faiz oranından daha düşük olduğundan, bankaların serbest rezerv tutmalarının alternatif bir maliyeti vardır. Merkez bankası banka mevduatlarına ödenen faiz oranını değiştirerek bankaların tutacakları serbest rezerv miktarını etkiler. Toplam serbest rezervlerin banka mevduatına oranı olan rezerv oranı para çarpanını ve dolayısıyla para arzını belirleyen değişkenlerden bir tanesidir.

* 1. **Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları**

Küresel kriz öncesinde temel politika araçlarının başında kısa vadeli faiz oranları geliyordu. Küresel krizden sonra, tek başına politika faizini kullanarak finansal istikrarı ve fiyat istikrarını sağlayamayacaklarını düşünen merkez bankaları başka politika araçlarını da kullanmaya yöneldiler. Geleneksel olmayan para politikası araçları arasında koridor sistemi ve politika faizi, makro sakıngan araçlar, iletişim politikası ve döviz kuru politikası sayılabilir.

1. ***Koridor Sistemi ve Politika Faizi***

Merkez bankası belirlediği kısa vadeli faizler ile kısa vadeli piyasa faizlerini, uzun vadeli sözleşmelerde geçerli olan koşulları ve tüketim, yatırım ve dış ticaret kararlarını etkilemeye çalışır. Merkez bankasınca belirlenen faizler bankalarla merkez bankası arasında yapılan işlemlerde, kısa vadeli piyasa faizi ise bankaların kendi aralarında yaptıkları işlemlerde geçerlidir. Kısa vadeli fon açığı olan bankalar bu açığı kısa vadeli fon fazlası olan bankalardan borçlanarak kapatırlar. Dolayısıyla, bankalar arası kısa vadeli fon piyasasında yapılan işlemlerde bir kısa vadeli piyasa faizi ortaya çıkar. Bankalar aynı işlemleri merkez bankasıyla yapmak isterlerse merkez bankasının belirlediği faiz oranları uygulanır. Merkez bankasının borç verirken aldığı faiz oranı(iv), borç alırken ödediği faiz oranından (ia) daha yüksektir (Şekil 9.1). Bu iki faiz oranı arasındaki fark faiz koridorunu oluşturmaktadır. Merkez bankası borçlanma ve borç verme faizinin yanı sıra bir de *politika faizi* açıklamaktadır. Politika faizi merkez bankasının piyasa faizi için belirlediği hedef faizdir. Merkez bankası piyasa faiz oranının faiz koridoru içinde kalmasını ve hedef faiz oranına olabildiğince yakın olmasını amaçlıyor.



Fon fazlası olan bir banka parasını merkez bankasının ilan ettiği borç alma faiz oranından (ia) daha düşük bir orandan fon ihtiyacı olan başka bir bankaya vermez. Bunun yerine parasını merkez bankasına yatırır ve karşılığında (ia) oranında faiz getirisi olur. Fon açığı olan bir banka ise merkez bankasının ilan ettiği borç verme faiz oranından (iv) daha yüksek bir faiz vermektense merkez bankasından (iv) faiz oranından borç almayı yeğler. Dolayısıyla, bankalar arasındaki ödünç işlemlerinde gerçekleşen kısa vadeli faiz oranı koridorun içinde kalır.

Kısa vadeli piyasa faiz oranının koridor içinde alt sınıra mı yoksa üst sınıra mı daha yakın olacağını merkez bankasının likidite politikası belirler. Finansal sistemde likidite fazlası varsa piyasa faizi merkez bankasının borç alma faizine yakın bir yerde gerçekleşir. Tersine, likidite açığı varsa piyasa faizi merkez bankasının borç verme faizine yakın olur.

Piyasa faizinin politika faizine yakın bir yerde gerçekleşmesi likidite yönetimi ile sağlanır. Kısa vadeli piyasa faizini politika faizine yakın tutmak için merkez bankası repo ihaleleri düzenler. Piyasaya kısa vadeli fon aktarmak için bankalardan hazine tahvili satın alır. Vade bitiminde işlemin tersi gerçekleşir; hazine tahvilleri bankalara, aktarılan fon da merkez bankasına geri döner.

TCMB 2002 yılı ortasından bu yana koridor sistemini kullanıyor. Borç verme, borç alma ve politika faiz oranları Para Politikası Kurulu’nun aylık toplantılarında saptanıyor ve izleyen aydaki toplantıya kadar uygulanıyor. Bu faizler TCMB bünyesindeki Bankalararası Para Piyasası ile Borsa İstanbul (BİST) Repo-Ters Repo Pazarı’nda geçerli olan faizlerdir.

Merkez bankasının mevduat almasının genellikle bir sınırı yoktur. Merkez bankası kısa vadeli kredi açarken karşılığında bankalardan teminat ister. Dolayısıyla, bir bankaya verilen mevduatın üst sınırını o bankanın merkez bankasına verebileceği teminat miktarı belirler.

Bir de bu piyasaların normal çalışma saatlerinin dışında fon alıp vermek isteyen bankalara uygulanan ‘geç likidite faiz oranları’ vardır. Bunlar cezai faiz oranlarıdır. Bu pencereden borç alan banka Merkez Bankasının borç verme faiz oranından yüksek bir oranla borçlanır. Borç veren banka ise Merkez Bankasının borç alma faiz oranından daha düşük bir faiz oranına razı olur.

1. ***Makro-sakıngan Araçlar***

Bazı merkez bankaları ülkelerinin finansal sistemlerinin düzenlenmesinden ve denetlenmesinden de sorumludur. Türkiye’de ise bu işin asıl sorumlusu Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumudur (BDDK). Düzenlemeden kastedilen, finansal sistemde risklerin oluşmasını engellemeyi amaçlayan kurallar konulmasıdır.

Makro-sakıngan önlemler bu türden önlemlerdir ve kısaca, bankaların işler iyiye giderken aşırı risk alma, işler kötüye giderken riskten aşırı kaçınma eğilimlerini frenlemeyi amaçlarlar. Ekonomiler hızla büyürken risk alma iştahı da fazla olur. Bu, kimi durumlarda aşırı risk almaya dönüşür. Ama ekonomiler kesintisiz büyümez. Hızlı büyüme dönemi bir süre sonra yerini düşük büyüme dönemine bırakır. Bu tür yavaş büyüme ya da küçülme dönemlerinde borçluların aldıkları borçları ödemeleri zorlaşır. Örneğin, şirketlerin sattıkları mal ve hizmet miktarı azalır, nakit akımları kötüleşebilir. Bu nedenle, hızlı büyüme dönemlerinde aşırı risk alınmasını engelleyici düzenlemeler gerekir.

Zorunlu karşılık oranlarının artırılarak hızlı kredi genişlemesinin frenlenmesi, makro-sakıngan önlemler arasında sayılabilir. Başka araçlar da vardır. Zorunlu karşılık oranını artırma yerine ya da onunla birlikte bankaların açtıkları her bir birimlik kredi başına daha fazla sermaye tutmaları istenebilir. Ya da mevcut sermayeleri ile açabilecekleri kredi miktarı azaltılabilir. Bu, sermaye karşılık (yeterlilik) oranları artırılarak yapılır.

1. ***İletişim Politikası***

Merkez bankasının yaptıkları kadar, ne yapacağı hakkında verdiği ipuçları da önemlidir. Bu nedenle merkez bankasının duyuruları, yöneticilerinin açıklamaları özel bir şekilde incelenir ve değerlendirilir. Açıklama ve konuşmaların nasıl yapılacağı ve zamanlaması iletişim politikasının alanına girer. Konuşmaların yapılacağı ortamlar da önemlidir ve bu ortamlar özellikle seçilir. Konuşmanın yapıldığı yer bile bir mesaj içerebilir. Dolayısıyla, iletişim politikasını da merkez bankasının politika aracı olarak kullanmak mümkündür. Örneğin, kısa vadeli faizi artırmaksızın faizlerin ileride artabileceğine dair bir açıklama yapmak, açıklamanın yapıldığı andan itibaren piyasa faizlerinin yükselmesine yol açabilir.

TCMB’nin en önemli iki iletişim aracı Para Politikası Kurulu toplantılarından sonra yayınlanan duyurular ve üç ayda bir yayınlanan Enflasyon Raporudur. Diğer önemli bir iletişim aracı yılda iki kez Finansal İstikrar Raporudur. Ayrıca, her ay son enflasyon verisini değerlendiren kısa bir rapor yayınlanıyor. Yine, TCMB her yılbaşından önce yeni yılda uygulanacak para ve döviz kuru politikası hakkında ayrıntılı bir rapor açıklıyor. Başkan ve diğer yöneticilerin konuşma ve açıklamaları da önemli iletişim araçlarıdır.

1. ***Döviz Kuru Politikası Araçları***

Merkez bankası uygulanan döviz kuru rejimine bağlı olarak döviz piyasasına müdahale edebilir. Yerli paranın değerli olduğunu ve bu durumun da ekonomi açısından istenilir olmadığını düşünen bir merkez bankası, yerli paranın değerini belli bir düzeyin üzerine çıkarmak istemiyorsa, yani döviz kurunun düşmesini istemiyorsa, döviz alarak döviz kurunu yukarıya çekmeye çalışır. Tersine, yerli paraya değer kazandırmak isteyen bir merkez bankası özellikle döviz talebinin arttığı ve döviz kuruna yukarı doğru baskı olduğu dönemlerde döviz piyasasında döviz satarak döviz arzını artırır. Böylelikle, yerli paranın değer kaybetmesinin önüne geçmek ister.

Merkez bankası ayrıca döviz rezervini artırmak için piyasadan döviz alabilir. Döviz rezervleri kötü günlere karşı sigorta işlevi görür. Döviz rezervi ne kadar fazla ise azalan döviz girişlerine ve artan döviz çıkışlarına karşı o ölçüde güvence var demektir.

Ancak, merkez bankasının döviz alım ve satım işlemlerinin ekonomideki yerli para arzını da etkiler. Merkez bankası piyasaya döviz sattığında piyasadan dövizin karşılığı kadar yerli para çekmiş olur; para tabanı azalır. Merkez bankası piyasadan döviz aldığında piyasaya aldığı dövizin karşılığı kadar para sürer; para tabanı artar. Merkez bankası para tabanındaki bu artışın enflasyonu yükselteceğinden korkuyorsa açık piyasa işlemleri ile sisteme çıkan likiditeyi çeker. Bu işleme ‘sterilizasyon’ denir. Sterilize edilen, sisteme çıkan yerli paradır.

**ÖDEV 9**

1. Para politikasının amaçları nelerdir?
2. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının amaçları yasa ile nasıl belirlenmiştir?
3. Para politikasının araçlarını sayınız.
4. Koridor sisteminde piyasada belirlenen kısa vadeli faiz oranı neden koridorun dışında gerçekleşemez?
5. Sterilizasyon ne demektir?

**KONU 10**

**MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞI VE PARA POLİTİKASI REJİMLERİ**

**GİRİŞ**

Merkez bankası bağımsızlığı da günümüzün çok tartışılan konuları arasındadır. Bu tartışmada ilk soru merkez bankasının ne ölçüde bağımsız olabileceği ya da olması gerektiğidir. İkinci soru, merkez bankasının amaçlarını ve bu amaçlara ulaşmak için kullanacağı araçları kimin saptayacağıdır. Merkez bankasının amaçlarını bir önceki konuda incelemiştik. Bu derste merkez bankasının bağımsızlığı ve para politikası rejimleri üzerinde duracağız.

* 1. **MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞI**

Merkez bankası bağımsızlığı ile anlatılmak istenen şey bankanın öncelikle hükümete karşı bağımsızlığıdır. Merkez bankası bağımsızlığının üç farklı bileşeni vardır: araç ve amaç bağımsızlığı, ekonomik bağımsızlık ve politik bağımsızlık. Bu kavramları sırasıyla ele alalım.

1. **Araç ve Amaç Bağımsızlığı**

Merkez bankası amacını kendisi belirliyorsa amaç bağımsızlığına sahiptir. Amaç hükümet tarafından belirleniyorsa o merkez bankasının amaç bağımsızlığı yoktur. Araç bağımsızlığı merkez bankasının amaçlarına ulaşmak için kullanacağı para politikası araçlarını seçmekte özgür olması anlamına geliyor. Amaç bağımsızlığının demokratik açıdan uygunluğu tartışmalıdır. Merkez bankasının amaç bağımsızlığına sahip değilken araç bağımsızlığının olması daha istenilir bir özellik olarak kabul edilebilir. Demokratik seçimlerle iş başına gelmiş parlamentonun yaptığı yasayla merkez bankası için bazı amaçlar saptanabilir. Bazı amaçların da hükümet tarafından saptanabileceği bu yasada yer alabilir. Araç bağımsızlığına sahip bir merkez bankası yasayla kendisine verilen hedefler doğrultusunda istediği aracı kullanabilir.

1. **Ekonomik Bağımsızlık**

Merkez bankasının ekonomik bağımsızlığı bankanın kamu kesimine kredi açmasının yasaklanması anlamına geldiği için, banka bütçe açıklarının finansmanında kullanılamaz.

1. **Politik Bağımsızlık**

Politik bağımsızlık MB başkanları ve üst düzey yöneticilerinin belli bir dönem için iş güvencesine sahip olmalarının ve hükümetlerin onları istediği anda görevden alamamasının yasa ile sağlanması anlamına gelmektedir. Politik bağımsızlık yasal güvenceye bağlanmadıkça araç bağımsızlığının bir anlamı kalmaz. Hükümet her istediğinde merkez bankası başkanını değiştirebiliyorsa, bankanın politik bağımsızlığından söz edilemez. Ayrıca, merkez bankası başkanının görev süresi çok kısaysa, başkan yeniden atanma baskısı hissedebiliri ve kararlarını ona göre alabilir.

1. **Türkiye’de Merkez Bankası Bağımsızlığı**

TCMB Kanunu’nda 2001 yılında yapılan değişiklikler sonrasında TCMB’nın görevi ile ilgili maddede şöyle deniliyor: “Bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Banka, fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı araçlarını doğrudan kendisi belirler.” Bu madde Merkez Bankasının temel amacını ‘fiyat istikrarı’ olarak saptıyor. Ayrıca, bu madde ile TCMB’ye araç bağımsızlığı kazandırılıyor. Aynı maddede şöyle deniyor: “Banka, fiyat istikrarını sağlamak amacıyla bu Kanun’da belirtilen para politikası araçlarını kullanmaya, uygun bulacağı diğer para politikası araçlarını da doğrudan belirlemeye ve uygulamaya yetkilidir”. Yetkilere ilişkin önemli bir hüküm de şudur: “Banka, Hükümetle birlikte enflasyon hedefini tespit eder, buna uyumlu olarak para politikasını belirler.”

TCMB yasasına göre banka amaç bağımsızlığına sahip değildir ama araç bağımsızlığına sahiptir. TCMB ekonomik bağımsızlığa da sahiptir. Yasa ile Merkez Bankasının Hazine’ye ve kamu kurumlarına kredi açmasına izin veren maddeler yürürlükten kaldırıldı. Yasa, TCMB’nin kamu kesimine kredi açarak parasal genişleme yaratmasını engelliyor. Para politikasını belirleyen ve uygulayan kişilerin atama ve görevden alınma usulleri de yeni yasada büyük ölçüde politik bağımsızlık kavramı ile örtüşüyor. Başkan beş yıllık bir dönem için Bakanlar Kurulu kararıyla atanıyor ve ancak yasada belirtilen yasaklara uymaması hâlinde görevden alınabiliyor. Benzer bir durum başkan yardımcıları için de geçerlidir.

* 1. **PARA POLİTİKASI REJİMLERİ**

1. **Parasal Kontrol**

Merkez bankalarının geçmişte uyguladıkları para politikası rejimlerinden bir tanesi parasal kontroldür. Parasal kontrol uygulamasının dayandığı mantık şudur: Para politikasının amacı fiyat istikrarının sağlamaktır. Fiyat istikrarının bozan yani yüksek enflasyona yol açan nedenlerinin başında parasal genişleme vardır. Dolayısıyla, enflasyonu önlemek için para arzını kontrol etmek gerekir.

Para arzının hangi düzeyde kontrol edileceğine karar verebilmek için para talebi bilinmelidir. Para talebini en fazla etkileyen iki değişken faiz oranı ve reel gelirdir. Dolayısıyla, parasal kontrol rejimlerinde merkez bankası, reel gelir ve reel faiz tahminleri veri iken oluşmasını istediği enflasyona karşılık gelen para talebi kadar para arz etmeye çalışır.

Parasal kontrolde iki amaç vardır: enflasyon bekleyişlerini şekillendirilmek ve hedef alınan enflasyonla uyumlu miktarda paranın sistemde dolaşmasını sağlamak. Merkez bankası enflasyon beklentisini şekillendirerek ileriye yönelik sözleşmelerde, ekonomik birimlere enflasyonun gelecekte alabileceği değerler hakkında bir fikir vermeyi amaçlar. Ekonomik birimlerin, merkez bankasının hedeflediği enflasyonu dikkate alarak ücret, borçlanma faizi, vadeli alış verişlerde geçerli olacak fiyatlar ve benzeri gelecek dönem fiyatlarını içeren sözleşmeleri yapmaları istenir. Bu başarıldığı ölçüde, enflasyonun merkez bankasının istediği düzeyde gerçekleşmesi sağlanmış olur.

Parasal kontrolde merkez bankası, enflasyon hedefiyle uyumlu miktarda paranın sistemde dolaşmasını sağlamaya çalışır. Böylelikle para talebi kadar para arzı yaratılmış olur ve arz fazlası ortaya çıkmaz. Para arzının para talebini aşması toplam talebi azdırabilir ve bir süre sonra enflasyon hedefi aşılabilir.

Parasal büyüklüklerin kontrolüne dayanan para politikası uygulaması 1990’lara gelindiğinde çoğu ülkede terk edilmeye başlandı. Çünkü parasal kontrol için hangi parasal büyüklüğün esas alınacağı açık değildi. Sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve mali yenilikler sonucunda sürekli olarak yeni mali araçlar ortaya çıkmaktaydı. Enflasyonla ilişkili olduğu düşünülen, bu nedenle de kontrol edilmeye çalışılan parasal büyüklüğün enflasyonla ilişkisi bu yenilikler nedeniyle zamanla zayıflayabiliyordu. Hangi parasal büyüklüğün ne kadar enflasyon yaratabileceği net değildi. Öte yandan, parasal büyüklüklerin artış hızına sınırlamalar getirilerek enflasyon beklentilerini şekillendirmek de kolay değildi.

1. **Döviz Kuruna Dayalı Rejimler**

Döviz kuruna dayalı rejimlerin bir kısmı parasal kontrol ya da enflasyon hedeflemesi rejimlerini tamamlayıcı olarak uygulanmaktadır. Üç farklı döviz kuru rejiminden söz edebiliriz: para kurulları, sabit döviz kuru rejimi ve dalgalı döviz kuru rejimi.

1. ***Para Kurulları***

Para kurulunun en belirgin özelliği, para arzının merkez bankasının döviz rezervine bağlanmasıdır. Para arzı döviz rezervi artarken artar, döviz rezervi azalırken azalır. Para kurulu uygulanan bir ülkede, döviz karşılığı dışında, yani ‘karşılıksız’ para basılmadığından, yüksek enflasyonların arkasındaki temel nedenin ortadan kaldırılacağı düşünülür.

Para kurulunun sağlaması gereken üç önemli koşul vardır. Birincisi, çapa olarak seçilen kuvvetli bir para birimine karşı yerli paranın değeri sabit kalmalıdır. İkincisi, ekonomik birimlerin istedikleri zaman yerli para verip çapa olarak seçilen para biriminden almaları ya da tersini yapmaları kısıtlanmamalıdır. Üçüncüsü, para kurulunun tüm yükümlülüklerini o sabit döviz kurundan karşılayacak kadar döviz rezervi olmalıdır.

Para kurulunda, sisteme karşılıksız para çıkarılmadığı için sabit döviz kurunun sürdürülebileceği; bu sayede döviz kurunun gelecekte alabileceği değerlere ilişkin belirsizliğin ortadan kalkacağı ve ekonomik birimlerin geleceğe ilişkin daha iyi planlama yapabilecekleri düşünülüyor. Para kurulunun bu avantajlarına karşın en büyük sakıncası, merkez bankasının son başvuru mercii olmak işlevini yitirmesidir. Çünkü merkez bankasının basabileceği para miktarı kendisine gelen dövizle sınırlıdır. Para kurulu uygulamasında, bankalar zor duruma düşseler bile döviz varlıkları yoksa merkez bankasından yerli para cinsinden likidite alamazlar.

Para kurulunun bir başka sakıncası şudur: Bir kriz sırasında yoğun yabancı sermaye çıkışı olduğunda, döviz rezervleri azalır. Çünkü merkez bankası kendisine getirilen yerli parayı dövize çevirmek zorundadır. Ama döviz rezervinin azalması aynı zamanda ekonomideki yerli para miktarının azalması demektir. Döviz talep edenler karşılığını yerli para ile öderler ve talep edilen döviz karşılığı kadar yerli para sistemden çekilerek merkez bankasına gelmiş olur. Bu durumda kredi hacmi daralır, faizler yükselir.

Para kurulu uygulamasında yüksek enflasyon, yüksek risk algılaması, yüksek faiz ve güven eksikliğinin hâkim olduğu ortamdan bir an önce çıkmak için, piyasalara para politikasının bir daha o sonuçlara yol açacak şekilde kullanılmayacağının güvencesi verilmeye çalışılmaktadır. Ama bu yapılırken önemli bir makroekonomi politikası aracından, yani para politikasından vazgeçilmiş oluyor. Bu kadar uç noktaya gitmeden uygulanabilecek bir başka alternatif vardır: Sabit döviz kuru rejimi.

1. ***Sabit Döviz Kuru Rejimleri***

Sabit kur rejimleri iki türlü uygulanmaktadır: Birincisinde ülke parası gelişmiş bir ülkenin parasına bağlanır ve döviz kuru sabit tutulur. Buna saf sabit kur sistemi de denmektedir. İkincisinde, döviz kurunun günlük değeri önceden açıklanır. Merkez Bankasına düşen görev kuru bu düzeyde tutmaktır. Döviz talebi arttığında döviz satarak artan döviz talebini karşılar. Döviz talebi düşerse döviz alarak arz fazlasını emer. Döviz kurunun günlük değerinin önceden açıklanması biçimindeki sabit kur sistemi genellikle enflasyonun, paranın bağlandığı ülkenin enflasyonundan yüksek olacağının beklendiği ülkelerde uygulanmaktadır. Kurun iki ülkenin enflasyon farkı kadar ve önceden açıklanan biçimde yükselmesine izin verilmektedir. Döviz kurunun sözgelimi bir yıl boyunca alacağı değer yılbaşında (önceden) açıklanmış ve böylece döviz kuru hakkındaki belirsizlik ortadan kaldırılmış oluyor. Ayrıca, yerli paranın reel olarak değer kaybetmesinin ya da değerlenmesinin önüne geçilmeye çalışılıyor.

Türkiye 2000 yılı başında sabit döviz kuru uygulamaya başladı. Bu uygulama Şubat 2001’de patlak veren krizle sona erdi.

Sabit döviz kuru rejimi genellikle inatçı ve yüksek enflasyonla boğuşan ülkelerin geçmişle bağlarını koparmak için başvurdukları bir rejimdir. Ancak, sabit döviz kuru uygulamasının tek nedeni enflasyonla mücadele değildir. Döviz kurunu sabit tutarak önemli bir makroekonomik değişken hakkındaki belirsizliğin ortadan kaldırılması amaçlanır. Aynı zamanda yurtiçi faiz oranlarının yurtdışı faiz oranlarına yakınsaması istenir. Sabit döviz kuru rejiminden beklenen yararların sağlanabilmesi için öncelikle bu rejimin sürdürülebileceği güveninin yaratılabilmesi gerekir. Güven yaratılmadan bu rejimin uygulanması mümkün değildir. Örneğin, insanlar belirlenen döviz kurunun korunabileceğine inanmıyor ve döviz kurunun daha yüksek olacağını düşünüyorlarsa bir an önce gidip düşük kurdan döviz alırlar. Böylece döviz talebi artar. Merkez bankası kuru sabit tutmak için döviz satmak zorunda kalır. Sonuçta merkez bankasının sınırlı döviz rezervi erir ve sabit döviz kuru sistemi çöker.

1. ***Dalgalı Döviz Kuru Rejimleri***

Dalgalı döviz kuru rejimleri saf dalgalı ya da yönetilen dalgalı olabilir. Saf dalgalı kur rejimi uygulayan merkez bankası döviz kuruna müdahale etmez. Döviz kuru döviz piyasasında belirlenir. Döviz talebi arzından fazlaysa döviz kuru artar, azsa da düşer. Saf dalgalı döviz kuru rejimi uygulamada pek gözlenmez. Safa yakın dalgalı kur rejiminden söz edebilir. Bu rejimde merkez bankası döviz piyasasına çok seyrek müdahale eder. Yönetilen dalgalı kur rejiminde merkez bankası döviz piyasasına sıklıkla müdahale eder.

1. **Enflasyon Hedeflemesi**

Parasal kontrol rejiminin gözden düşmesi yeni para politikası rejimi arayışlarına yol açtı. Enflasyon hedeflemesi rejimi bu arayışlar sonucunda ortaya çıktı. Enflasyon hedeflemesinde merkez bankasına yasayla fiyat istikrarını sağlama görevi verilmekte ve fiyat istikrarını sağlamak bankanın temel amacı olmaktadır. Merkez bankasının kamu kesimine kredi açması yasaklanmakta ve temel amacı doğrultusunda istediği politika aracını serbestçe kullanılmasına izin verilmektedir. Enflasyon hedefleri hükümet, merkez bankası ya da bu ikisince birlikte belirlenip kamuoyuna açıklanmaktadır.

Merkez bankası temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını, saptanan enflasyon hedefi ile beklenen enflasyon arasındaki farka göre belirlemektedir. Ancak, uygulamada merkez bankası, faiz kararı alırken yalnızca saptanan enflasyon hedefi ile beklenen enflasyon arasındaki farkı değil ama mevcut üretim düzeyi ile üretimin potansiyel düzeyi arasındaki farkı da dikkate almaktadır. Bu yaklaşım fiyat istikrarı ile finansal istikrarı birlikte hedeflemekte olup özellikle küresel kriz sonrasında ağırlık kazanmıştır.

Enflasyon hedefi yılın başında saptanmaktadır. Merkez bankası enflasyon ile üretimi temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranı ile etkilemeye çalışmaktadır. Kısa vadeli faiz oranındaki değişikliğin diğer ekonomik değişkenleri hangi kanallardan ve nasıl etkilediğini daha önce görmüştük (Konu 8). Bu değişikliğin toplam talebi ve üretimi istenilen yönde değiştirmesi beklenmektedir.

1990’ların sonlarından itibaren küresel krize kadar olan dönemde, tüm dünyada enflasyonun artık bir sorun olmaktan çıktığı düşünülüyordu. Merkez bankalarının uyguladıkları para politikalarının, elbette disiplinli maliye politikalarının da katkılarıyla, bu sonucu doğurduğu kanısı yaygındı. Enflasyon hedeflemesi uygulamasının saygınlığı yüksekti. 2008-2009 yıllarında yaşanan küresel kriz, fiyat istikrarına rağmen oluştu. Dolayısıyla, fiyat istikrarını sağlamanın otomatik olarak finansal istikrarı sağlamaya yetmeyeceği görüldü. Finansal istikrarın sağlanması amacı da ağırlık kazandı. Finansal istikrar bağlamında kredi hacmindeki değişiklikler de yakından izlenir oldu. Çünkü kredi hacmindeki değişikliklerin toplam talep, fiyatlar ve üretim üzerinde önemli etkiler vardır. Bu nedenle, finansal istikrarı sağlamayı amaçlayan bir para politikası için, kısa vadeli faize ek olarak, kredi hacmi üzerine etkili olacak zorunlu karşılık oranları ve benzeri araçların da devreye sokulması gerekebilir.

1. **Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi**

TCMB 2001 yılında bağımsız bir kurum hâline geldikten sonra, 2002 başında ‘örtük enflasyon hedeflemesi’ rejimi uygulamaya başladı. Bu uygulama 2005’in sonuna kadar sürdü. Uygulanan örtük enflasyon hedeflemesinde enflasyon hedefi yılbaşında kamuoyuna açıklanıyordu. TCMB’nin temel politika aracı olan gecelik faiz oranı, enflasyon tahminleri ile hedef arasındaki farka göre değiştiriliyordu. Banka politika faizine ilişkin aldığı her kararın gerekçelerini kamuoyuna bir duyuruyla açıklıyordu. Bakanlar Kurulu ile TBMM Bütçe ve Plan Komisyonu’na yılda iki kez sunum yaparak hesap veriyordu.

2006 yılı başında açık enflasyon hedeflemesine geçildi. Enflasyon hedeflemesi rejimi hâlen yürürlülüktedir. Tüketici enflasyonu hedefleri üç yıllık bir vade için yıllık olarak açıklanmaktadır. Hedefler nokta hedeflerdir.

**ÖDEV 10**

1. Merkez bankasının bağımsızlığı düşüncesi nereden kaynaklanmıştır ve kaç tür bağımsızlık kavramı vardır?
2. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası bağımsız mıdır?
3. Parasal kontrol rejimi hangi gerekçeye dayanıyordu ve neden terk edildi?
4. Para kurullarının temel özelliği nedir ve uygulamada nasıl bir sakınca doğurmuştur?
5. Sabit döviz kuru rejimlerinin enflasyonun kontrolü dışındaki amacı nedir?
6. Enflasyon hedeflemesi ne demektir, 2008-2009 küresel krizi enflasyon hedeflemesi uygulamaların nasıl etkilemiştir?