Bölüm 6

Para Politikası

Bu bölümde öncelikle para politikasının amaçlarından bahsedilecek, ve para politikasının genel ve özel araçları incelenecektir. Daha sonra ara hedefler ve merkez bankalarının bu ara hedefleri nasıl seçtiği açıklanacaktır. Bu bağlamda, TCMB'nin temel politika aracı olarak kullandığı kısa vadeli faiz oranları ve ekonomiye etkileri de ele alınacaktır.

6.1 Para Politikasının Amaçları

- Fiyat istikrarı
- Ekonomik büyüme
- Faiz istikrarı
- İstihdam artışı
- Finansal piyasa istikrarı
- Döviz kuru istikrarı
- Uygun ödemeler dengesi pozisyonu

Para politikasının etkin bir şekilde uygulanabilmesi için öncelikle para politikasının amaçlarının belirlenmesi gerekmektedir. Para politikasının yukarıda sayılan

amaçlarından bazıları birbiriyle çelişebilir. Örneğin; merkez bankası faizlerin istikrarını sağlamak için faiz oranlarını düşürürse, bu ekonomik büyümeye, istihdam artışına sebep olabilir. Ancak, böyle bir politika beraberinde enflasyonu da getirir. Bu nedenle, amaçların birbiriyle çelişmemesi için merkez bankaları bu amaçlar arasında bir tercih yapmak durumunda kalabilir. Ülkemizde TCMB'nın öncelikli amacı, fiyat istikrarını sağlamaktır.

6.2 Para Politikası Araçları

Para politikasının amaçları belirlendikten sonra bu amaçlara ulaşmak için kullanılabilecek en uygun araçların seçilmesi gerekir. Para politikası araçları 'genel' araçlar ve 'özel' araçlar olarak ikiye ayrılır. Para politikasının genel araçları:

6.2.1 Para Politikasının Genel Araçları

1. Açık Piyasa İşlemleri
2. Reeskont kredileri
3. Zorunlu karşılık oranı

1. Açık Piyasa İşlemleri

Merkez Bankası'nın dolaşımdaki para miktarını azaltıp çoğaltmak için hazine bono ve tahvillerini alıp satması satması işlemleridir. Merkez Bankası'nın piyasadan bu gibi menkul kıymetleri alması, para tabanının azalmasına neden olacak, bu tür menkul kıymetleri satması ise para tabanını artıracaktır. Açık piyasa işlemleri defansif veya ofansif olabilir. Merkez Bankası, belli dönemlerde (bayram öncesi, yılbaşı öncesi vb.) para tabanında başka faktörlerin etkisiyle görülen değişiklikleri bertaraf etmek için açık piyasa işlemi gerçekleştiriyorsa buna defansif açık piyasa işlemi denir. Fakat, Merkez Bankası bir tehdit olmadığı halde para tabanını değiştirmek için açık piyasa işlemleri gerçekleştiriyorsa, buna ofansif veya dinamik açık piyasa işlemi adı verilir.

BY-NC-SA

Açık piyasa işlemlerinin avantajları:

- Etkili olması.
- Etkisinin tam olarak ölçülebilir olması.
- Kontrol edilebilir olması.
- Tersine çevrilebilir olması.
- Küçük alım-satımlar yoluyla gerçekleştirilebilmesi, para tabanı üzerinde küçük ayarlamalara izin vermesi.
- Hızlı olması.

2. Reeskont Oranı

Reeskont bankalarca iskonto edilmiş bir senedin merkez bankalarınca iskonto edilmesidir. Bankalar zor durumda kaldıklarında ellerindeki ticari senetleri vadeleri dolmadan merkez bankasına kırdırarak rezervlerini artırabilirler, yani bir anlamda merkez bankasından borç alırlar. Merkez Bankası'nın bankalara verdiği krediler karşılığında aldığı faiz oranı reeskont oranıdır.

Reeskont oranının para politikası aracı olarak kullanılmasının avantajları:

- Nihai karar verme mercii
- Banka hücumları önlemi

Reeskont oranının para politikası aracı olarak kullanılmasının dezavantajları:

- Maliyet Etkisi

Merkez bankasının reeskont oranını değiştirmesi, bankaların merkez bankasından borçlanma maliyetini ve dolayısıyla para arzını etkiler. TCMB reeskont oranını değiştirirse piyasa faizi ile reeskont oranı arasındaki fark da değişir, oynaklığı artar. Bu

BY-NC-SA

da reeskont kredilerinin miktarının oynaklığını artırır ve bundan dolayı da para arzının oynaklığı artar. Reeskont oranı, piyasa faiz oranından büyükse ne olur? Diyelim ki faizler %10, Merkez Bankası'nın faiz oranı %15. Bu durumda banka yapabiliyorsa başka kaynaklardan borçlanır. Eğer başka kaynaklardan da borçlanamazsa, bankalar daha az kredi verirler, bu daha az mevduat ve daha az para arzı demektir. Piyasa faiz oranı reeskont oranında büyükse, bankalar merkez bankasından düşük faizle kredi alıp piyasada daha yüksek faizden kredi olarak kullandırırlar.

- Bekleyiş ya da Beyan Etkisi:

Merkez bankası reeskont oranını değiştirdiğini ilan ettiğinde bu halka yanlış sinyaller verebilir. Buna anons etkisi denir. Merkez bankası reeskont oranını yükseltmişse, finansal çevreler faiz oranlarının artacağı beklentisi içine girebilirler. Borç verenler, faizlerin yükseleceği beklentisiyle daha az borç verme eğiliminde olabilirler. Bu durumda yatırımlar azalır. Merkez bankası reeskont oranının artacağını duyurursa, piyasa faiz oranı da artacak gibi bir beklenti oluşur.

- Reeskont kredileri merkez bankasının tamen kontrolü altında değildir. Merkez bankası, reeskont oranını düşürse bile bankalar borçlanmak istemeyebilirler.

- Açık piyasa işlemleri kadar etkili ve hızlı değildir.

Reeskont Kredileriyle İlgili Reform Önerileri

Monetarist iktisatçılara göre reeskont mekanizması gereksizdir. Para tabanının değiştirilmesi için açık piyasa işlemleri yeterlidir. Friedman, mevduata zorunlu devlet güvencesi olmasının banka hücumlarını önleyeceğini, reeskont kredilerine gerek olmadığını, reeskont mekanizmasının tamamen kaldırılması gerektiğini söylemiştir.

Zorunlu Karşılık Oranı

Zorunlu karşılık, bankaların mevduatlarının belli bir kısmını merkez bankasındaki rezerv hesaplarında tutmalarıdır. Bu orana da zorunlu karşılık oranı denir.

Açık piyasa işlemlerinin para politikası aracı olarak kullanılmasının avantajları:

BY-NC-SA

- Merkez bankası zorunlu karşılık oranında bir değişiklik yaparsa tüm bankalar eşit oranda etkilenir.
- Etkileri açık piyasa işlemleri kadar olmasa da etkilidir.

Açık piyasa işlemlerinin para politikası aracı olarak kullanılmasının dezavantajları:

- Zorunlu karşılık oranı esnek bir politika aracı değildir. Zorunlu karşılık oranında yapılan küçük bir değişiklik bile para arzını büyük oranda değiştirebilir. Çünkü zorunlu karşılık oranı mevduat çarpanı içinde yer alır.
- Bu oran sürekli değişirse bankalar için belirsizlik meydana getirir. Aşırı rezerve sahip olmayan bazı bankalar, portföylerindeki kıymetli evraklarını satmak durumunda kalabilir.

Örnek: TCMB, zorunlu karşılık oranını 2005-2009 yılları arasında nasıl değiştirmiştir?

Zorunlu karşılık oranı 2005'te %6 iken 2009'da %5'e düşmüş, 2010 yılı Nisan ayından itibaren tekrar artırılmıştır. Merkez bankasının zorunlu karşılık oranını artırmasının sebebi, özellikle sıcak para girişi ile yaşanan kredi genişlemesine karşı önlem almaktır. Merkez bankası, 17 Aralık 2010 tarihinde aldığı kararla zorunlu karşılık oranını mevduatların vade yapılarına göre farklılaştırmıştır. Bunun sebebi, bankacılık sisteminde borçların vadelerinin varlıkların vadesinden kısa olması ve bunun bankacılık sektöründen likidite ve faiz riskini artırmasıdır.

23 Mart 2011 tarihi itibariyle zorunlu karşılık oranları mevduatların vadelerine göre şu şekilde belirlenmiştir.[1]

- Vadesiz ihbarlı, mevduatlar, özel cari hesaplar, 1 aya kadar vadeli mevduatlar, katılma hesapları ve mevduat/katılım fonu dışındaki diğer yükümlülüklerde %15
- 1 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları (1 ay dâhil) %15

[1] Bu notların yazıldığı tarih itibariyle geçerli olan zorunlu karşılık oranları verilmiştir. TCMB'nin web sitesinden yeni zorunlu karşılık oranlarını bulabilirsiniz.

BY-NC-SA

- 3 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları ve özel fon havuzları (3 ay dâhil) %13
- 6 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları ve özel fon havuzları (6 ay dâhil) %9
- 1 yıla kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları ve özel fon havuzları %6
- 1 yıl ve 1 yıldan uzun vadeli mevduatlar/katılma hesapları ve özel fon havuzları ile birikimli mevduatlar/katılma hesapları %5

TCMB zorunlu karşılık oranlarını artırarak kredi genişlemesini önlemeye ve finansal istikrarı sağlamaya çalışmıştır.

6.2.2 Para Politikasının Özel Araçları

Para politikasının özel araçları her ülkede görülmeyen, ülkeden ülkeye farklı uygulamaları olan araçlardır. Bu araçlar şöyle listelenebilir:

- Farklılaştırılmış reeskont oranları (Her banka için getirdikleri senetlerin miktarına göre farklı oran uygulanması).
- Ticari banka kredilerinin miktar, vade ve faizlerinin merkez bankasınca belirlenmesi.
- Bazı finansal kurumlara belli miktarlarda hazine tahvil veya bonosu almaları zorunluluğu getirilmesi.
- Tüketici kredilerinin kontrol edilmesi.
- Finansal kurumların portföylerini düzenleyici uygulamalar.
- Merkez bankası'nın moral takviyesi yaparak beklentileri etkilemesi.

BY-NC-SA

6.3 Merkez Bankalarının Döviz Kuru Politikası Araçları

Merkez bankaları, yukarıda sayılan genel ve özel araçlara ek olarak, döviz kuru politikasını yürütebilmek için döviz alım ihaleleri gerçekleştirir ve döviz alım ihaleleriyle piyasa çıkan ilave likiditeyi sterilize etmek amacıyla yerli para alım ihaleleri yapar.

Merkez bankaları döviz piyasasına çeşitli müdahelelerde bulunurlar. Ülkede saf bir dalgalı kur sistemi uygulanıyorsa, merkez bankalarının kurlara herhangi bir müdahelesi olmaz. Ancak sabit kur sistemi veya yönetilen dalgalı kur sistemi uygulanıyorsa, merkez bankalarının piyasaya gerektiğinde müdahelesi önemlidir. Merkez bankası, yerli paranın değer kazanmasını, yani döviz kurunun düşmesini istiyorsa, piyasaya döviz satıp piyasadan yerli para çekmesi gerekir. Tam tersi durumda ise piyasadan döviz alıp, piyasaya yerli para sürerek, yerli paranın değerini düşürür.

Ülkemizde 2002 yılından beri dalgalı kur sistemi uygulanmaktadır. TCMB, öngörülemeyen şoklar nedeniyle veya döviz piyasasında aşırı dalgalanmalar görülmesi durumunda, dalgalı kur rejiminin işleyişini etkilememek kaydıyla önceden kamuoyuna duyurarak döviz alım ihaleleri düzenler. TCMB, 23 Ocak 2004 tarihinden beri günlük döviz alım ihalelerine başlamıştır. TCMB gerek gördüğünde günlük döviz alım ihalelerine ara vermekte ve döviz alımlarının miktarını değiştirmektedir.

Merkez bankaları döviz kurlarına müdahele ettiklerinde para arzı da etkilenir. Örneğin, TCMB doların Türk Lirası karşısında değer kazanmasını önlemek için piyasaya dolar sattığında, piyasadan Türk Lirası çeker. Türk Lirasının değer kaybetmesini istediği zaman ise piyasadan dolar alıp karşılığında piyasaya Türk Lirası verir. Bu durumda piyasadaki likidite artar. Merkez bankası, döviz alım veya satımı sonucunda piyasada likiditenin değişmesini istemiyorsa, açık piyasa işlemleri yoluyla ortaya çıkan ilave likiditeyi çekmelidir. Buna 'sterilizasyon' denir. Ülkemizde TCMB, döviz alım ihaleleriyle ortaya çıkan fazla likiditeyi sterlize etmek amacıyla Türk Lirası depo alım ihaleleri düzenler.

BY-NC-SA

6.4 Ara Hedefler

Merkez bankasının nihai olarak ulaşmayı istediği hedefi açıklayabilen değişkenlerdir.

- Faiz
- Döviz kuru
- Parasal büyüklükler (para arzı)

Ara hedefin özellikleri:

- Seçilen hedef kolay ölçülebilir olmalı. örneğin, para arzı bilgisi faiz hesaplamalarına göre daha geç gelebilir.
- Kontrol edilebilirlik: Merkez bankası para arzını tamamen kontrol edemez. Önceki bölümlerde bahsettiğimiz gibi merkez bankası reeskont kredilerini tamamen kontrol edemez, bunlara karşılık faizleri daha kolay kontrol edebilir. Merkez bankası, daha kolay kontrol edebileceği araçları seçmeli.
- Amaçlar üzerindeki tahmin edilen etkisi: Merkez bankası nihai amacıyla korelasyonu yüksek olan bir ara hedef seçmelidir.

6.4.1 Merkez Bankası Ara Hedefleri Nasıl Seçer?

Merkez bankası ulaşmak istediği hedefleri belirledikten sonra bunları en iyi şekilde gerçekleştirebileceği ara hedeflerini belirler[2]. Yukarıda üç önemli ara hedeften bahsettik: Döviz kuru, parasal büyüklük ve faiz oranı. Merkez bankaları koşullara bağlı olarak farklı parasal hedefleme stratejileri geliştirebilir. TCMB de değişik dönemlerde bu üç ara hedefi de kullanmıştır[3]. Şu an için enflasyon hedeflemesi kapsamında

[2]Merkez bankasının ara hedefleri nasıl seçeceği, bu ara hedeflerin ekonomiye etkileri 7. haftada IS-LM çerçevesinde ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

[3]Parasal hedefleme stratejileri ve Türkiye'deki uygulamaları 14. haftada ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

BY-NC-SA

TCMB kısa vadeli faiz oranını (politika faizi) ara hedef olarak kullanmaktadır. Burada önemli olan, merkez bankasının tek bir ara hedef seçmesi gerektiği, aynı anda iki hedef seçemeyeceğidir.

Merkez Bankası aynı anda hem para arzı hem de faiz hedefini seçebilir mi?

Keynesgil para talebi ve para arzı modelini kullanarak bunu şöyle açıklayabiliriz:

Merkez bankası, para arzı hedefini seçerse yani belli bir para arzı büyümesi hedeflerse, para arzının M'de olması gerekir. Faiz hedefini seçerse, faiz i, $i*$ da olmalı. Burada önemli olan para talebinin istikrarlı olup olmaması. Para talebi istikrarlı değilse, para talep eğrisi M_d sürekli olarak sağa ve sola kayacaktır. Bu da faizleri değiştirecektir.

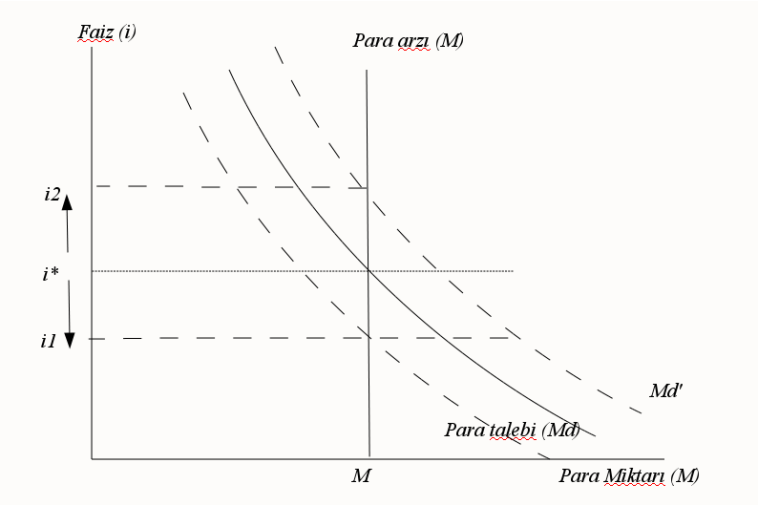
Sonuç: Merkez bankası para arzı hedefini seçerse faiz üzerindeki kontrolünü kaybeder.

Merkez bankası para arzını hedeflerse, para arzının değişmemesini M' de kalmasını istiyor demektir. Bu durumda para talebi istikrarsızsa, yani sürekli dalgalanma gösteriyorsa, faiz oranları da i_1 ve i_2 arasında dalgalanacak demektir. Para arzı sabitken para talebinin artması faizleri artırarak i_2' ye getirecek, para talebinin azalması ise faizleri i_1' e düşürecektir. Yani faizler hiçbir şekilde i^* düzeyinde kalamayacak ve faiz hedefi gerçekleşmeyecektir. Şekil 13.1'de, merkez bankasının para arzını hedef olarak seçmesi durumunda faizler üzerindeki kontrolünü kaybettiğini görüyoruz.

Sonuç: Merkez bankası faiz hedefini seçerse para arzı üzerindeki kontrolünü kaybeder.

Merkez bankası faiz hedefini seçerse, faizlerin değişmemesini i^*' da kalmasını istiyor demektir. Bu durumda, para talebi istikrarsızsa ve sürekli dalgalanıyorsa, faizlerin de değişmesi gerekecektir. Ancak, merkez bankası faiz hedefini seçtiği için faizlerdeki bu dalgalanmaya izin vermeyecek ve para arzını değiştirerek faizleri istediği düzeyde tutmaya çalışacaktır. Örneğin, şekil 13.2'de görüldüğü gibi, para talebi arttığında faizler $i'2$' ye yükselecek, fakat merkez bankası faizleri tekrar i^*

BY-NC-SA



Şekil 6.1: Merkez bankasının ara hedefleri seçmesi.

seviyesine çekmek için para arzını artıracaktır. Böylece faizler tekrar eski düzeyine gelecektir.

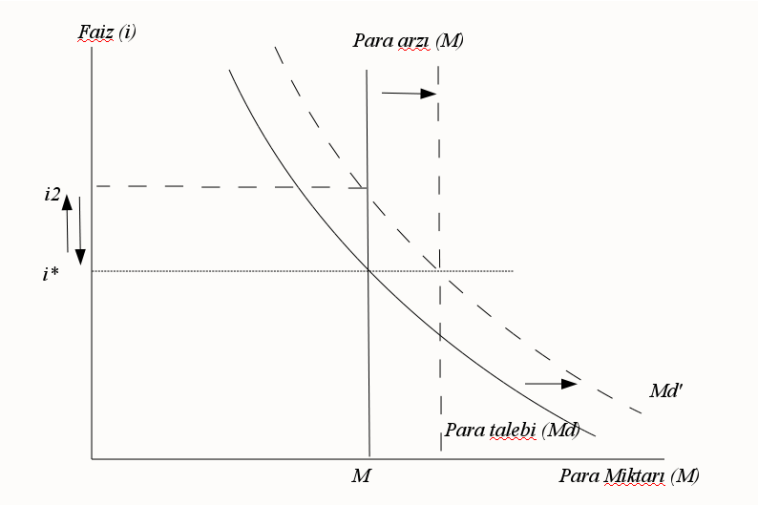
Merkez bankasının faizlerin değişmesini önlemek için para arzını değiştirmesi, merkez bankasının ara hedef olarak para arzını kullanamayacağını gösterir.

Kısa Vadeli Faiz Oranı (Politika Faizi)

Merkez bankalarının temel politika araçlarının başında kısa dönemli (günlük) faiz oranı, yani politika faizi gelmektedir. TCMB'nin fiyat istikrarı amacına yönelik olarak kullandığı temel politika aracı bir hafta vadeli repo ihale faiz oranıdır. Merkez bankası, ekonomideki son likidite kaynağı olarak bankalara ödünç para vermekte, ayrıca ekonominin gerekleri doğrultusunda ödünç para alabilmektedir. Merkez bankası, kısa dönem faiz oranına ilişkin kararını açıklarken hem gecelik borç verme hem de gecelik borç alma oranını açıklar. Buna **koridor sistemi** denir. TCMB 2002 yılında enflayon hedeflemesi stratejisini kabul ettiğinden beri koridor sistemini uyguluyor. Bu sistem AB'de de uygulanan sistemdir.

Borç verme faiz oranı, likiditeye ihtiyacı olan bankanın merkez bankasından borçlanmak için ödemesi gereken faiz oranı, borç alma faiz oranı da elinde likidite fazlası bulunan bankanın bunu merkez bankasına yatırarak elde edeceği faiz oranı-

BY-NC-SA



Şekil 6.2: Merkez bankasının ara hedefleri seçmesi.

dır. Borç alma faiz oranının borç verme faiz oranından yüksek olması gerekir, bu da ortaya bir koridor çıkarır. Bankalararası borçlanma piyasasında ortaya çıkan faiz oranı da bu koridorun içinde kalmalıdır. TCMB, Kasım 2010' dan beri geniş faiz koridoru uyguluyor. Bunun sebebi, politika faizinin tahmin edilebilirlik derecesinin azaltılması ve bankaların kısa vadeli fonlara bağımlılığını azaltarak kredi genişlemesine önlem almaktır.

Piyasanın kapalı olduğu saatlerde ekstra likiditeye ihtiyacı olan veya elindeki likidite fazlasını değerlendirmek isteyen bankalar ise piyasaların kapanış saatinden sonra TCMB'ye başvurabilir. Buna **geç likidite penceresi**, burada uygulanan faiz oranlarına da **geç likidite faiz oranları** denir. Geç likidite penceresi uygulamasında borç verme oranı daha yüksek, borç alma oranı ise daha düşük olarak belirlenir.

Bu faiz oranlarını para politikası kurulu her ay düzenlediği toplantılarla yönlendiriyor. Politika faizinin ekonomiyi nasıl etkilemesi beklenir?

Merkez bankası, enflasyonun artacağı endişesini taşıyorsa, politika faizini artırır. Ekonomide durgunluk tehlikesi görüyorsa, politika faizini düşürerek toplam talebi canlandırmaya çalışır.

politika faizi $\uparrow \rightarrow$ yatırımlar $\downarrow \rightarrow$ toplam harcamalar $\downarrow \rightarrow$ toplam talep$\downarrow \rightarrow$ enflasyon $\downarrow$

BY-NC-SA

Soru: 2009-2010 yılları arasında gecelik faiz oranları nasıl değişmiştir?

Okuma Listesi

- Mishkin (2009), Bölüm 15-16.
- Keyder (2008), s.59-104
- Özatay (2011), s.423-465.
- TCMB Döviz Alım-Satımına İlişkin Basın Duyuruları www.tcmb.gov.tr adresinden indirebilirsiniz.
- TCMB Açık Piyasa İşlemleri ve Zorunlu Karşılık Oranlarına İlişkin Basın Duyuruları www.tcmb.gov.tr adresinden indirebilirsiniz.

BY-NC-SA

UADMK Açık Lisans Bilgisi

İşbu belge, “Creative Commons Attribution-Non-Commercial ShareAlike 3.0 Unported” (CC BY-NC-SA 3.0) lisansı altında bir açık ders malzemesi olarak genel kullanıma sunulmuştur. Eserin ilk sahibinin belirtilmesi ve geçerli lisansın korunması koşuluyla özgürce kullanılabilir, çoğaltılabilir ve değiştirilebilir. Creative Commons örgütü ve “CC-BY-NC-SA” lisansı ile ilgili ayrıntılı bilgi “http://creativecommons.org” adresinde bulunmaktadır. Bu para teorisi ve politikası ders notları setinin tamamına “http://www.acikders.org.tr” adresinden ulaşılabilir.

A. Yasemin Yalta
Hacettepe Üniversitesi
Ekim 2011