

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İSLAM İKTİSADI VE FİNANSİ ANABİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**İSLAM İKTİSADI BAĞLAMINDA MERKEZ
BANKACILIĞI VE PARA POLİTİKASI**

FERDA GÜVENİLİR

2501151559

TEZ DANIŞMANI

PROF. DR. AHMET İNCEKARA

İSTANBUL, 2017



YÜKSEK LİSANS
TEZ ONAYI

ÖĞRENCİNİN;

Adı ve Soyadı : FERDA GÜVENİLİR

Numarası : 2501151559

Anabilim Dalı /
Anasanat Dalı / Programı : İSLAM İKTİSADI VE FINANSI

Danışmanı : PROF.DR.AHMET İNCEKARA

Tez Savunma Tarihi : 01/06/2017

Saati : 10:30

Tez Başlığı : İSLAM İKTİSADI BAĞLAMINDA MERKEZ BANKACILIĞI VE PARA POLİTİKASI

TEZ SAVUNMA SINAVI, İÜ Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 36. Maddesi uyarınca yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin **KABULÜNE** OYBİRLİĞİ / OYÇOKLUĞUYLA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATI (KABUL / RED / DÜZELTME)
1-PROF.DR. AHMET İNCEKARA		Kabul
2- PROF.DR.ERİŞAH ARICAN		KABUL
3- DOÇ.DR.HALİL TUNALI		KABUL

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATI (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- PROF.DR.CEM SAATÇIOĞLU		
2- DOÇ.DR.BAŞAK TANINMIŞ YÜCEMEMİŞ		

ÖZ

İSLAM İKTİSADI BAĞLAMINDA MERKEZ BANKACILIĞI VE PARA POLİTİKASI

Ferda GÜVENİLİR

Bu çalışmada İslam iktisadının özellikle son yüzyılda ekonomik birimler arasında öne çıkan merkez bankasına bakışı ve İslam iktisadı bağlamında para politikasının ne olduğu, nasıl uygulandığı ve uygulanabileceği üzerine araştırma yapılmıştır. Konvansiyonel sistemin para politikasına dair fikirlerinin ve uygulamalarının çoğunlukla İslam iktisadının temel aldığı değerler çerçevesinde yasak olan faiz üzerine kurulması sebebiyle İslam iktisadı bağlamında para politikası kamuoyunda ilgi çekmektedir. İslam iktisadı bağlamında merkez bankacılığı ve para politikasının ilgi çekmesine karşılık İslami finanstaki gelişmeye oranla gelişimi oldukça sınırlı kalmıştır. Bu alandaki çalışmaların az olması, uygulama sahasının da birkaç ülke ile sınırlı kalması neticesinde ve konvansiyonel sistemde para politikasında faize oldukça etkin rol verilmesi nedeniyle İslam iktisadı bağlamında para politikasının yürütülmesine dair soru işaretleri oluşmuştur. Çalışma süresince İslam iktisadının son yüzyıldaki finans alanındaki literatür zenginliğine bakıldığı zaman aynı literatür zenginliği para politikası için geçerli olmadığı görülmüştür. Özellikle 2008 krizi sonucunda konvansiyonel sistemin kusursuz olmadığı ve finansal yapıda istikrarsızlıkları tetiklediği düşüncesi alternatif politikalar için arayışları beraberinde getirmiştir. Son 20 yılda İslam iktisadı ve para politikası alanında çalışmaların arttığı görülmüştür. Alanın kendine özgü politika araçları geliştirmesi ve uygulaması ile İslam iktisadı bağlamında merkez bankacılığının ve para politikası uygulamalarının yürütülebildiği sonucuna varılmıştır. Ancak daha iyi bir biçimde yürütülebilmesi için hem daha fazla çabaya hem de birincil ve ikincil piyasaların gelişebilmesi için zaman ihtiyaç olduğu sonucuna varılmıştır. Para politikası araçlarına ve finansal enstrümanlara geniş yer verilerek sonuç açık bir biçimde ortaya konmuştur.

Anahtar Sözcükler: İslami Finans, İslam Ekonomisi, İslami Para Politikası, İslami Makroekonomi Politikası, Merkez Bankacılığı.



ABSTRACT

CENTRAL BANKING AND MONETARY POLICY IN THE CONTEXT OF ISLAMIC ECONOMICS

Ferda GÜVENİLİR

In this study, the perspective of Islamic economics about the central banking have been featured last decades and what is the monetary policy, how can be applied in the context of Islamic economics are investigated. The conventional approach in considering ideology and application the monetary policy tools, operations and applications stand on the interest which is banned in Islamic economics according to its values so that the central banking and monetary policy is challenging issue. Though the issue is intriguing, the academic studies about the issue are shortfailing comparing with the Islamic finance. Particularly after the 2008 crisis, the fragility of the financial system became visible and the issue is that the conventional system is not perfectly drive the economy brings the necessity of searching alternative ways. The researches about the monetary policy in the context of Islamic economics have been increased during the last twenty years. As a conclusion of this study, the development and implementation of specific policy tools in the field has shown that the central banking and monetary policy in the context of Islamic economics is applicable. However, in order to be able to operate in a better way, both the endeavor and the time required for the development of primary and secondary markets are needed.

Keywords: Islamic Finance, Islamic Monetary Policy, Islamic Macroeconomic Policies, Islamic Central Banking.

ÖNSÖZ

İslam iktisadının özellikle son yüzyılda ekonomik birimler arasında öne çıkan merkez bankasına bakışı ve İslam iktisadı bağlamında para politikasının ne olduğu, nasıl uygulandığı ve uygulanabileceği üzerine araştırma yapılmıştır. Günümüzde merkez bankacılığı ve para politikası İslami değerler çerçevesinde yasak olan faiz oranları ve faizli enstrümanlar etrafında şekillenmektedir. Bu nedenle İslam iktisadı bağlamında para politikasına dair çalışmaların ihmal edildiği görülmüştür. İslam iktisat düşüncesinin konuya dair fikri alt yapısı olmadığından değil İslami değerler ile para politikasının bir araya gelemeyeceği düşüncesindendir. Nitekim çalışma sonucunda, İslam iktisadının merkez bankacılığı ve para politikasının hem konvansiyonel sisteme ait araçların sisteme uygun hale getirilmesi ile hem de sistemin kendine has araçlar kullanması ile yürütülebilirliği görülmektedir.

İlgi çekici bir konu olmasına rağmen literatürde konu ile ilgili derinliğe sahip kaynak sayısının sınırlı olduğu görülmüştür. Bu nedenle böyle bir çalışmanın literatüre katkı anlamında etkin olacağı düşünülmektedir. Döviz alım satım işlemleri İslami kurallar çerçevesinde farklı hususiyetler içermesi nedeniyle para politikası kapsamında döviz kurlarına dair kısım ele alınmamıştır. İslam iktisadı bağlamında merkez bankacılığının ve para politikası uygulamalarının yürütülebildiği sonucuna varılmışsa da etkinliğinin artması için hem daha fazla çabaya hem de birincil ve ikincil piyasaların gelişebilmesi için zamana ihtiyaç olduğu sonucuna varılmıştır.

Çalışmanın hazırlanma aşamasında ilgisini, yardımını ve çok kıymetli zamanını esirgemeyen, nezaketi ve vizyonu ile akademik yaşamı sevmeme neden olan tez danışman hocam Prof. Dr. Ahmet İncekara'ya teşekkür ederim. Mesafeleri yakınlaştırarak her yardım istediğimde mutlaka bir şekilde yardımcı olmaya çalışan Prof. Dr. Mehmet Asutay'a, tez çalışmamda ve diğer tüm konularda yardımını esirgemeyen Prof. Dr. Servet Bayındır'a teşekkür ederim. Yaşamım boyunca maddi manevi hiçbir fedakârlıktan kaçınmayan anne ve babama, özellikle akademik çalışmalarında beni bütün kalbiyle her zaman destekleyen ve teşvik eden kız kardeşim Emine Çelik'e teşekkür ederim. Bu çalışmada ve hayatımın her safhasında maddi manevi hiçbir desteği ve yardımı esirgemeyen, varlığı ile varlığıma mana veren pek kıymetli babama sonsuz teşekkürler.

İÇİNDEKİLER

ÖZ	iii
ABSTRACT.....	V
ÖNSÖZ	vii
İÇİNDEKİLER	viii
TABLolar LİSTESİ.....	xiii
KISALTMALAR LİSTESİ	xiii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KONVANSİYONEL SİSTEMDE MERKEZ BANKACILIĞI VE PARA POLİTİKASI

1.1.PARA TALEBİ.....	4
1.1.1.Paracı Yaklaşım	4
1.1.1.1.Klasik Miktar Teorisi	5
1.1.1.1.1.Fisher Yaklaşımı	6
1.1.1.1.2.Cambridge Yaklaşımı	7
1.1.1.2.Milton Friedman ve Modern Miktar Teorisi.....	9
1.1.2.Keynesyen Yaklaşım	12
1.1.2.1.İşlem Sebebiyle Likidite Tercihi	13
1.1.2.2.İhtiyat Sebebiyle Likidite Tercihi	14
1.1.2.3.Spekülasyon Sebebiyle Likidite Tercihi	14
1.1.2.4.Finans Sebebiyle Likidite Tercihi	15
1.1.3.Post Keynesyen Para Talebi.....	15
1.2.Para Arzı	16
1.2.1.Para Arzı ve Mevduat Çarpanı.....	18
1.2.2.Parasal Çarpan ve Para Miktarı Tanımlamaları	21
1.2.3.Parasal Taban ve Para Arzı	23
1.2.4.Para Arzının Dışsallığı ve İçselliği Üzerine Yaklaşımlar	24
1.3.Merkez Bankacılığı.....	27
1.3.1.Merkez Bankalarının Tarihsel Süreci	27
1.4.Para Politikası Amaçları.....	30

1.4.1.Fiyat İstikrarı.....	30
1.4.2.Tam İstihdam	32
1.4.3.Faiz oranlarında İstikrar	32
1.4.4.Ekonomik Büyüme	32
1.4.5.Finansal Piyasalarda İstikrar	33
1.4.6.Ödemeler Dengesi.....	33
1.5.Para Politikası Stratejileri	34
1.5.1.Ara Hedefe Dayalı Stratejiler.....	35
1.5.1.1.Parasal Hedefleme.....	36
1.5.1.2.Döviz Kuru Çapası Hedeflemesi.....	37
1.5.2.Operasyonel Hedefler	38
1.5.2.1. Faiz Oranı.....	38
1.5.2.2.Merkez Bankası Bilanço Büyüklükleri	39
1.5.3.Doğrudan Enflasyon Hedeflemesi	39
1.6.Para Politikası Araçları	40
1.6.1.Para Politikasının Genel Araçları.....	40
1.6.1.1.Açık Piyasa İşlemleri	41
1.6.1.2.Zorunlu Karşılık Oranı (R_p).....	43
1.6.1.3.Reeskont Politikası.....	45
1.6.1.4.Genel Disponibilite Oranları	47
1.6.2.Para Politikasının Özel Kontrol Araçları	48
1.6.2.1.İkna Etme	48
1.6.2.2.Selektif Kontroller.....	49
1.6.2.3.Boş Konuşma	50
1.6.2.4.İthalat Depozito Zorunluluğu	50

İKİNCİ BÖLÜM

İSLAM İKTİSADI BAĞLAMINDA PARA TALEBİ, BANKACILIK VE PARA ARZI

2.1.İSLAM İKTİSADI BAĞLAMINDA PARA TALEBİ.....	51
2.1.1.Para Talebine Teorik Yaklaşım.....	51
2.1.2.Para Talebi Üzerine Ampirik Çalışmalar	58

2.2. İSLAMİ BANKACILIK SİSTEMİNDE KAYNAK TEMİNİ VE FİNANSMAN YÖNTEMLERİ.....	63
2.2.1.Kaynak Temini.....	63
2.2.2.Finansman Yöntemleri.....	64
2.2.2.1.Karz’el Hasen.....	64
2.2.2.2.Mudaraba	65
2.2.2.3.Murabaha	65
2.2.2.4.Muşarake.....	65
2.2.2.5.İcara.....	66
2.2.2.6.İstisna	66
2.2.2.7.Selem.....	66
2.2.2.8.Teverruk.....	67
2.3.PARA ARZI VE İSLAMİ FİNANS BAĞLAMINDA PARASAL GENİŞLEME	67

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İSLAM İKTİSADI BAĞLAMINDA MERKEZ BANKASI VE PARA POLİTİKASI

3.1. İSLAM İKTİSADI BAĞLAMINDA MERKEZ BANKASI	70
3.1.1.İslam İktisadi Hayatının İlk Mali Kurumu: Beytülmal	70
3.1.2.Merkez Bankasının Görevleri	72
3.2. İSLAM İKTİSADINDA PARA POLİTİKASI AMAÇLARI	75
3.2.1.Geniş Tabanlı Ekonomik Refah İle Tam İstihdam ve Optimum Ekonomik Büyüme	76
3.2.2.Sosyo-Ekonomik Adalet ve Eşit Gelir Dağılımı	77
3.2.3.Fiyat İstikrarı.....	78
3.2.3.1.Endeksleme	80
3.2.3.2.İşsizlik ve Enflasyon	80
3.2.4.Tasarrufların Etkin Dağılımı	82
3.2.5.Finansal Sistemin Etkin Çalışması.....	83
3.3.İSLAM İKTİSADI BAĞLAMINDA PARA POLİTİKASI STRATEJİSİNİN OLUŞTURULMASI.....	83
3.3.1.Parasal Hedefleme	86
3.3.2.Para Politikası Kapsamında Faiz Oranlarına Alternatif Olarak ‘‘Getiri Oranı’’	88

3.3.2.1. Getiri Oranının Üstünlükleri	90
3.3.2.2. Getiri Oranı Üzerine Teorik Çalışmalar	92
3.3.3. Gösterge Oranı Olarak Gayri Safi Yurtiçi Hasılanın Kullanılması	93
3.4. İSLAM İKTİSADI BAĞLAMINDA PARA POLİTİKASI ARAÇLARI	94
3.4.1. Rezerv Oranı	94
3.4.2. Kar Zarar Paylaşım Oranı	98
3.4.3. İslam İktisadi Bağlamında Selektif Kontrol Araçları	99
3.4.3.1. Finansal Kurumların Portföylerinin Düzenlenmesi	99
3.4.3.2. Kredi Tavanları	100
3.4.3.3. Merkez Bankasının Ticari Bankaların Mevduatlarını Kontrolü	101
3.4.3.4. Vadesiz Mevduatlardan Kamuya Pay Ayırımı	103
3.4.4. Açık Piyasa İşlemleri	103
3.4.4.1. İslam İktisadi Bağlamında Bankal Ararası Piyasa (İnterbank Piyasası)	106
3.4.4.1.1. Hükümet Yatırım Sertifikaları	108
3.4.4.1.2. Bankalararası Emtia Murabahası (Commodity Murabahah)	109
3.4.4.1.3. Bankalararası Mudaraba Yatırımı	110
3.4.4.1.4. Bankalararası Vekâlet Yatırımı	111
3.4.4.2. Açık Piyasa İşlemlerine Uyumlu Finansal Enstrümanları	111
3.4.4.2.1. Devlet Katılım Kâğıtları (National Participation Paper)	112
3.4.4.2.1.1. Devlet Katılım Kâğıtları (NNP) İçin Getiri Endeksi	113
3.4.4.2.2. Öz Sermaye Tabanlı Devlet Senetleri (Equity Based Government Securities)	115
3.4.4.2.3. Öz Sermaye Tabanlı Merkez Bankası Senetleri (Equity Based Central Bank Securities)	117
3.4.4.2.4. Merkez Bankası Müşarake Sertifikası CMC (Central Bank Musharaka Certificates)	118
3.4.4.2.5. Sukuk	120
3.4.4.2.5.1. İcra Sukuk	123
3.4.4.2.5.2. Müşaraka Sukuk	124
3.4.4.2.5.3. Mudaraba Sukuk	125
3.4.4.2.5.4. Murabaha Sukuk	125
3.4.4.2.5.5. İstisna Sukuk	126
3.4.4.2.5.6. Selem Sukuk	127

3.4.4.2.5.7.Melez Sukuk	127
3.4.4.2.6.Merkez Bankası İcara Sertifikası	127
3.4.4.2.7.Hükümet Yatırım Senetleri (Government Investment Issue).....	128
3.4.4.2.8.Malezya İslami Hazine Bonosu	129
3.4.4.2.9.Vadeli Mevduat Sertifikaları (Islamic Negotiable Instruments= INI)	129
3.4.4.2.9.1.İslami Borç Sertifikası(NIDC)	130
3.4.4.2.9.2..İslami Vadeli Mevduat Sertifikası (INID)	130
3.4.4.2.10.Satım ve Geri Alım Anlaşmaları(Sale and Buyback Agreement).....	130
SONUÇ	132
KAYNAKÇA	136

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1.1. : Basitleştirilmiş Bankacılık Kesimi Bilançosu.....	21
Tablo 3.1. : Sukuk, Bono ve Hisse Senetlerinin Karşılaştırılması.....	122



KISALTMALAR LİSTESİ

AAOIFI: İslami Finans Kurumları Muhasebe ve Denetim Organizasyon

BDDK: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu

DİBS: Devlet İçi Borçlanma Senedi

FED: Federal Rezerv Sistemi

GSYİH: Gayri Safi Yurt İçi Hâsıla

IMF: Uluslararası Para Fonu

SPV: Special Purpose Vehicle- Özel Amaçlı Şirketler

VDMK: Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler

VKŞ: Varlık Yönetim Şirketleri

SBBA: Satım Geri Alım Anlaşmaları

IIMM: İslami İnterbank Para Piyasası

CMP: Malezya Emtia Murabaha Programı

IIFS: İslami Hizmetler Veren Kurumlar

IFSB: İslami Finansal Hizmetler Kurulu

LME: Londra Metal Borsası

INID: İslami Vadeli Mevduat Sertifikası

GIC: Hükümet Yatırım Sertifikaları

GII: Hükümet Yatırım Bonoları

NIDC: İslami Borç Sertifikası

INI: Vadeli Mevduat Sertifikaları

CMC: Merkez Bankası Müşarake Sertifikası

NPP: Devlet Katılım Kâğıtları

GİRİŞ

Merkez bankası, bankacılık ve finansal sistemin başındaki kurum olarak ekonomi ile ilgili birimler arasında önem açısından ilk sıralarda gelmektedir. Özellikle son yüzyılda finansallaşmanın hızlanmasıyla ve bankacılık sisteminin ekonomi içerisindeki rolünün artmasıyla birlikte merkez bankasının önemi pekiştirmiştir. Maliye politikası ile para politikası ekonomi politikasının iki ana koludur. Devletler toplumun refah ve kalkınmasını sağlamak amacıyla ekonomi politikasının iki kolu olan maliye ve para politikalarını birbirleriyle uyum içerisinde yürütmektedirler. Günümüzde, ülkelerin para politikalarının belirleyicisi ve uygulayıcısı Merkez bankaları olarak karşımıza çıkmaktadır. Fiyat istikrarı, ekonomik büyüme, adil gelir dağılımı, tam istihdam, finansal piyasalarda ve reel sektörde istikrar gibi ekonomik hedeflere ulaşmak için Merkez bankası tarafından para politikası stratejisi oluşturularak etkin bir biçimde uygulanmaktadır. Merkez bankası para politikasını uygularken ülkenin ekonomik dinamiklerini analiz ederek buna uygun araçlar kullanmaktadır. Her ülkenin merkez bankasının kendine özgü para politikası araçları olabildiği gibi ülkelerin ortak kullandıkları para politikası araçları da mevcuttur. Merkez bankaları parasal anlamda uygulanacak politikalarda, oluşturulacak stratejilerde ve kullanılacak araçlarda belirleyicidirler.

Merkez bankaları toplumun ve ekonominin dinamiklerini göz önünde bulundurarak kullandıkları araçlar üzerinde değişiklikler yapabildikleri gibi yeni araçlarda geliştirebilmektedirler. 1960'lı yıllardan başlayarak dünyada İslami finansın yaygınlaşması sonucunda zamanın getirdikleri ile İslami bankaların ihtiyaçları değişerek artmıştır. Bugün dünyanın birçok yerinde İslami Bankacılık hizmeti veren kurum bulunmaktadır. İslami finansın hızla büyümesine rağmen bankacılık sektörünün lokomotif konumunda olan merkez bankacılığına dair çalışmalar sınırlı kalmıştır. Ekonomi politik kapsamında dünyada Merkez bankacılığı ve politikaları daha etkin hale gelirken durumun muhatabı olan İslam iktisadı ve finansı alanının para politikası alanında çalışmaları ve ihtiyaçları greceli artmıştır.

İslam iktisadı merkez bankacılığı ve para politikası alanındaki çalışmalar konvansiyonel sistemin para politikasını faiz yasağı üzerine inşa etmesi sebebiyle

geride kalmıştır. Bugün para politikasının faiz oranlarının hedef olarak politika aracı olarak veya faizli finansal enstrümanların kullanılması ile faizsiz bir para politikası düşünülemez hale gelmiştir. Bunun sonucunda da İslami bankacılık ve para politikasının bir araya gelmesi dahi ironi kabul edilmektedir. Bu kabule karşın İslami bankaların merkez bankacılığı noktasında faizsiz para politikası aracı olarak kullanılabilecek finansal enstrümanlara ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Özellikle son yirmi yılda bu ihtiyaç şekillenerek İslami kurallara uygun finansal enstrümanları doğurmuştur.

İslam iktisadı ve finansı ile ilgilenenler, akademisyenler, bankacılık sektörü çalışanları İslam iktisadının para ile ilişkilerini para politikası anlamında ele almaya başlamışlardır. Esasında İslami kuralların temel alındığı toplumların paraya ilişkin yaklaşımları konvansiyonel sistemden farklıdır. Bunun sonucunda da toplumun refahını ve kalkınmasını temin için ekonomi politikalarından olan para politikasının İslam toplumlarında farklı dinamiklerinin olduğu ortaya çıkmıştır. Para talebi üzerine yapılan teorik ve ampirik çalışmalar göstermiştir ki, İslam iktisadının ortaya koyduğu para politikasının, para arzı ve para talebini dengeye getirmede faiz oranları olmazsa olmaz değildir. İslam iktisadı bağlamında para talebinin istikrarlı bir yapıda olması politika stratejisi oluşturmada, uygulamada ve sonuç oluşturmada parasal otoriteye hem yardımcı olmaktadır hem de başarı seviyesini yükseltmektedir.

İslam İktisadı Bağlamında Merkez bankacılığı ve Para Politikası isimli bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır:

Birinci bölümde konuya dair genel bir bakış niteliğinde merkez bankacılığı ve para politikası denilince kamuoyunda akla ilk gelen konvansiyonel anlamda merkez bankacılığı ve para politikası ele alınmıştır. Bu anlamda ilk olarak para talebine ilişkin teoriler ve para arzı ele alınmıştır. Daha sonra merkez bankası, görevleri ve fonksiyonları ile tarihsel gelişim sürecinden bahsedilmiştir. Konvansiyonel anlamda para politikası çerçevesinde ise para politikasının amaçları, stratejisi ve araçları üzerinde durulmuştur.

İkinci bölümde İslam iktisadı bağlamında para talebi, bankacılık ve para arzı; konvansiyonel sistemden farklı olarak nasıl ortaya konulmaktadır üzerinde

durulmuştur. İlk öncelikle para talebine ilişkin İslam iktisatçıları tarafından konvansiyonel para talebi teorilerinin yeniden yorumlanması ile ortaya çıkan teoriler anlatılmıştır. Ardından İslami finansın uygulandığı ülkelerde para talebine dair ampirik çalışmaların bulgularına yer verilmiştir. Daha sonra para talebinin denge muhatabı olan para arzı ele alınmak üzere İslami bankacılığın bilançosunu oluşturan kaynakların ve yükümlülüklerin nasıl oluştuğunun ortaya konması adına İslami bankacılığa özgü kaynak temini ve finansman modellerinden kısaca bahsedilmiştir. Daha sonra İslami bankacılık ile parasal genişleme üzerine literatürdeki kritikler ele alınmıştır.

Üçüncü ve son bölümde ise ilk olarak İslam iktisadı bağlamında merkez bankası ile ilgili görüşlerine yer verilmiştir. Para politikasının amaçları ve bu minvalde oluşturulabilecek para politikası stratejisinin nasıl olabileceği sorusuna cevap olması için parasal hedefleme, getiri oranları ve büyüme oranları üzerinde durulmuştur. Üçüncü bölümün son kısmında ise İslam iktisadının kullanabileceği para politikası araçları ele alınmıştır. Bu kısmın içerisindeki açık piyasa işlemlerinde kullanılması mümkün finansal enstrümanlara yer verilmiştir.

Tez, sonuç bölümü ile tamamlanmaktadır. Sonuç bölümünde ise tez boyunca ortaya konan bilgiler dahilinde genel bir değerlendirme yapılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

KONVANSİYONEL SİSTEMDE MERKEZ BANKACILIĞI VE PARA POLİTİKASI

1.1.PARA TALEBİ

Para talebi yirminci yüzyılın başlarından itibaren iktisatçılar tarafından ilgi gören bir konu olmuştur. Şüphesiz bu ilginin nedeni para talebinin anlaşılması ile birlikte para arzı, büyüme, enflasyon, deflasyon ve ödemeler bilançosu gibi önemli makro değişkenler üzerinde fikir yürütülebilme olanağıdır (İncekara, Tatoğlu ve Tunalı, 2010: 7).

Para talebi; belli bir zaman diliminde ekonomide ki bireylerin, kurum ve kuruluşların ellerinde bulundurmak istedikleri toplam para miktarı şeklinde tanımlanmaktadır. Ayrı ayrı bütün bireyler ve kuruluşlar ellerinde bulundurmak istedikleri para miktarını belirli nedenlerden dolayı değiştirmektedirler. Her bir bireyin ve kuruluşun para talebini bir önceki zaman dilimine göre değiştirmesi ekonomideki toplam para talebi miktarını değiştirmektedir. Dolayısı ile bireylerin ve kuruluşların para taleplerini neleri dikkate alarak değiştirdiklerini belirlemek toplam para talebini anlamak açısından önemlidir (Yurt, 2005: 92).

Para talebini etkileyen faktörlerin ve dolayısı ile para talebinin belirlenmesi Merkez bankacılığı açısından oldukça önemlidir. Para talebinin belirlenmesi ile birlikte para arzı şekillendirilebilir. Belli bir enflasyon ve reel büyüme hedefi doğrultusunda ve para talebi dengesinde, para arzını şekillendirmek Merkez bankasını belirlenen ekonomik amaçlarla hedefine ulaşmasında daha etkin kılacaktır (Günel 2010: 437). Para talebi üzerine teoriler, paracı yaklaşım ve Keynesyen yaklaşım olarak iki ana gruptan oluşmaktadır.

1.1.1.Paracı Yaklaşım

Paracı yaklaşım genel olarak para talebi teorisi paranın dolaşım hızı üzerine kurmuşlardır. Bu yaklaşımın en belirgin özelliği enflasyonun parasal bir olgu olarak görülmesidir. Enflasyonun ortaya çıkmasının nedeni de para arzının artışı olarak ele

alınmaktadır. Para arzındaki artış ekonominin tam kapasite çalışması durumunda yaşanmış ise kısa dönemde üretimde artışa neden olacaktır ancak uzun dönemde fiyatlar genel düzeyinde artışa yani enflasyona neden olacaktır. Paracı yaklaşımı benimseyen iktisatçıların çoğu faiz ile para talebi ve arzı ilişkisini belirleyici görmemişlerdir. Para arzının harcamalar artırması nedeniyle fiyatlar genel düzeyinde artışa neden olacağı üzerinde duruşlardır (İncekara, Tatoğlu ve Tunalı, 2010: 8). Paracı yaklaşım çerçevesinde para talebini klasik miktar teorisi ve modern miktar teorisi olarak iki ana gruba ayırmak mümkündür.

1.1.1.1.Klasik Miktar Teorisi

Miktar teorisi, toplam gelirin nominal değerinin nasıl belirlendiğini anlamlandırmak için klasik iktisatçılar tarafından ortaya konulmuş bir teoridir. Miktar teorisi ile birlikte belirli bir toplam gelir miktarı için ne kadar para tutulduğunu anladığımız için miktar teorisini bir para talebi teorisi olarak ele almak mümkündür. Miktar teorisinin en önemli özelliği para talebi faiz oranlarına duyarsızdır. Miktar teorisinde Fisher yaklaşımı ve Cambridge yaklaşımı olmak üzere iki yaklaşım vardır(Günel, 2010: 439).

1.1.1.1.1.Fisher Yaklaşımı

20. yüzyılın başlarında Irving Fisher tarafından geliştirilen miktar teorisi, veri bir nominal gelir miktarı için ne kadar para talebi olduğunu açıklamaktadır. Y, bir dönemdeki reel harcama miktarını (T, toplam harcamalar Y, milli gelire eşittir); P ortalama fiyat düzeyi; dolayısı ile P.Y nominal geliri veya nominal harcama miktarını ifade etmektedir. M, ekonomideki toplam para miktarını; V, paranın dolaşım hızını (ekonomide üretilen toplam nihai mal ve hizmetleri satın almak için harcanan paranın kaç defa kullanıldığını) simgelemektedir. Yani belli bir dönemde yapılan harcamaların nominal değeri P.Y (nominal milli gelir), paranın miktarı ile paranın dolaşım hızının çarpımına eşittir.

$$M.V = P.Y$$

Somutlaştıracak olur isek: nominal gelirin 100 birim olduğu bir ekonomide para miktarı 50 birim ise paranın dolaşım hızı 2 birim olacaktır. Para piyasası

dengedeysen ekonomideki para miktarı ile insanların ellerinde tutmak istedikleri para miktarı birbirine eşit olacaktır. Dolayısıyla para arzı para talebine eşit olacağından eşitliği şu şekilde yazmak mümkündür(Günel 2010: 440).

$$M^d = 1/V \cdot P \cdot Y$$

Fisher'ın miktar teorisine göre paranın dolaşım hızı (V) kısa dönemde sabittir. $k = 1/V$ sabit katsayı ile göstermek mümkündür:

$$k = 1/V \text{ ise } M^d = k \cdot P \cdot Y$$

Uzun dönemde paranın dolaşım hızı kurumsal etkenler tarafından belirlenmektedir. Kredi kartı gibi teknolojik gelişmeler paranın dolaşım hızını değiştirmektedir. Örneğin bir ekonomide kredi kartı kullanımı artacak olur ise paranın dolaşım hızı artmış olur. İnsanlar daha az para tutarlar yalnız paranın dolaşım hızı artmış olur. Kurumsal etkenlerin değişmesi kısa dönemde mümkün olmadığından Fisher miktar teorisinde, paranın dolaşım hızı V sabittir. Veri bir nominal gelir düzeyinden oluşan işlem düzeyi insanların talep ettiği para miktarını belirleyeceğinden paranın talep miktarı ile faiz oranı arasında bir bağ yoktur. Fisher'ın miktar teorisinin temel taşlarından biri paranın sadece mübadele aracı olarak ele alınmasıdır. Dolayısı ile para talebi, nominal gelir düzeyinden (P.Y) ve bu gelir düzeyinin yarattığı işlem hacminden etkilenmektedir(Günel 2010: 440).

Dolaşım hızının da sabit kabul edilmesi nedeni ile nominal gelir arttıkça para talebi de artmaktadır. Para arzındaki artışlar para talebini aştığı zaman fiyatlar genel düzeyinde artış meydana gelecektir. Para arzındaki artışlar nasıl arzı genişleyen bir malın fiyatı düşer ise paranın alım gücü düşeceğinden fiyatlar üzerinde enflasyonist bir etki oluşturacaktır (Orhan ve Erdoğan, 2015: 137). Klasik iktisatçılar kısa dönemde paranın dolaşım hızı(V) ve Milli gelir(Y) değişkenlerini sabit kabul ettiğinden para arzında yaşanan artışlar aynı oranda fiyatlar üzerinde de artışlara neden olmaktadır.

Fisher yaklaşımının varsayımları şu şekildedir (Orhan ve Erdoğan, 2015: 137):

- Rasyonel bireyler için fayda maksimizasyonu temel hedeftir.

- Gelirin tamamı harcanmaktadır dolayısı ile harcamalar ile gelir eş anlı bir yapı izlemektedir.
- Para arzındaki olası değışiklikler reel satın alma gücünü değil sadece ücretler ve fiyatları etkilediğinden fiyat esnekliği söz konusudur.
- Kısa dönemde paranın gelir dolanım hızı sabit kabul edilmektedir.
- Para talebi faiz oranlarına karşı duyarsızdır dolayısıyla para talebinin faiz esnekliği sıfırdır. Bunun nedeni paranın dolanım hızının sabit ve faize duyarsız kabul edilmesidir.

1.1.1.1.2.Cambridge Yaklaşımı

Klasik miktar teorisinin birey davranışları açısından yorumlanmış hali olarak değerlendirilen Cambridge yaklaşımı hem klasik miktar teorisi ile modern miktar teorisi arasında hem de klasik miktar teorisi ile Keynesyen para talebi arasında geçişler barındırmaktadır. Cambridge yaklaşımında para talebini etkileyen iki temel faktör vardır. Bunlardan birincisi Fisher'ın miktar teorisinde üzerinde durduğu mübadele amaçlı para talebidir. İkincisi ise servet saklamanın bir türü olarak para tutma talebidir. Fisher'ın miktar teorisinde birey ve kurumlar tarafından para sadece mübadele amaçlı talep edilirken Cambridge yaklaşımında para servet saklama aracı olarak da talep edilmektedir. Yani Fisher da bireyler mecburiyet sebebiyle para tutmak zorundalarken Cambridge yaklaşımında bireylerin para tutma arzuları neticesinde para talepleri söz konusudur. Para talebinde mecburiyet yerine bireylerin arzularından davranışsal durumlarından söz edilmektedir (Paya, 2013: 80).

Fisher teorisinde de ele alındığı üzere mübadele amaçlı para talebi Cambridge yaklaşımında da gelirin bir fonksiyonu olarak açıklanmaktadır. Mübadele amaçlı para talebi gelire doğru orantılı ve belirlenen dönemde ki mübadele hacmine göre değişmektedir. Servet saklama amaçlı para talebi ise bireylerin servet düzeylerine göre değişmektedir. Servet düzeylerinin artması ile bireyler daha fazla para talep etmektedirler(Orhan ve Erdoğan, 2015: 138).

Cambridge yaklaşımında para talebi şu şekilde gösterilmektedir(İncekara, Tatoğlu ve Tunalı, 2010: 9):

$$M^d = k \cdot P \cdot w$$

M^d , nominal para talebini ;P servet unsurlarının piyasadaki ortalama fiyat düzeylerini; w, servetin reel değerini; k ise (P.w) nominal servetin para olarak tutulmak istenilen oranını göstermektedir. k kurumsal faktörlere bağlı olarak değiştiğinden kısa dönemde sabittir çünkü kısa dönemde kurumsal faktörler değişmez. Buradan k'nın faiz gibi diğer değişkenlerden de etkilenmediğini söylemek mümkündür. Kısa dönemde para talebi faiz oranlarına duyarsızdır. Fakat Mishkin k'nın kısa dönemli dalgalanmalar içerisinde olabileceğini öne sürmüştür.

Fisher'ın miktar teorisi ve Cambridge yaklaşımının öncülerinden Pigou'nun teorisi arasındaki farkları şu şekilde belirginleştirmek mümkündür (Orhan ve Erdoğan, 2015: 138):

- Fisher'ın miktar teorisi mübadele üzerine kurulduğundan para talebi ile harcamalar arasında bağ kurulmuştur. Pigou'nun teorisinde para talebinin fonksiyonu olarak servet ön plana çıktığından servet ile para talebi arasında bağ kurulmuştur. Harcamalar akım bir değişken iken servet stok bir değişkendir.
- Fisher paranın dolanım hızına odaklanırken Pigou bireylerin servetlerinin ne kadarlık kısmını para olarak tutmak istediklerine odaklanmıştır.
- Fisher'ın teorisine göre para arzı ekonomide ki işlem hacminden ve paranın dolaşım hızından bağımsızdır. Diğer taraftan Pigou'nun teorisinde k ve w para arzından etkilenmektedir. Para arzının artması durumunda paranın marjinal faydası azalacağından bireylerin para talebi azalacak ellerinde daha az para tutmak istemeleri sonucu k azalacaktır. Diğer taraftan para arzının artması servetin artmasına da sebep olabilir. Ancak bu açık piyasa işlemleriyle oluşturulan parasal genişlemeyle mümkün değil, altın arzının artmasıyla mümkündür. Çünkü açık piyasa işlemleri reel serveti etkilemez altın arzının artması reel serveti etkiler. Para arzının fiyatları her zaman etkileyeceği yönündeki Fisher'ın görüşün her koşulda gerçekleşmeyeceği sonucuna ulaşılmaktadır. k ve w'nin değişim oranları para arzının fiyatları ne kadar değiştireceğini belirlemektedir.

- Fisher para talebini makro düzeyde ele alıp incelerken Pigou para talebini mikro talep teorisi bağlamında ele alarak incelemiştir.

1.1.1.2.Milton Friedman ve Modern Miktar Teorisi

Temeli 1940'lara dayanan modern miktar teorisi Milton Friedman tarafından geliştirilmiştir. Milton Friedman ve takipçilerinin büyük buhrandan sonra üstünlük kuran Keynesyen yaklaşımın eksiklikleri ortaya koymaları kabul görmelerinde etkili olmuştur. Monetarist yaklaşım klasik miktar teorisinin devamı veya yeniden yorumlanması şeklinde nitelendirilmiş olsa da klasik yaklaşımdan farklılık gösterdiği yönleri vardır. Klasik yaklaşımda para miktarı fiyatlar genel düzeyi üzerinde belirleyici rol üstlenirken paracı yaklaşımda para miktarı kısa vadede ekonomideki değişimlerin başlıca belirleyicisidir(İncekara, Tatoğlu ve Tunalı, 2010: 11).

Friedman parayı dayanıklı tüketim malı türünden bir mal olarak kabul etmektedir ve marjinal fayda kavramı bağlamında analiz etmektedir. Parayı çeşitli faydalar sağlayan aktif olarak ele almıştır. Para talebinin ise para sahiplerinin artı bir dolar için temin ettikleri faydanın, elde tutulan diğer aktiflerin bir eksik olmaları durumundan feragat edilen faydaya eşitleninceye kadar artacağını savunmuştur. (Öçal, Çolak, Togay ve Eser, 1997: 456). Paracı yaklaşımda bireylerin ellerinde tutmak istedikleri para miktarını diğer alternatif varlıkların nispi getirileri etkileyicidir.

Friedman'nın teorisini oluştururken sorunları bireyler çerçevesinde ele alarak mikro temeller üzerine inşa etmiş ve elde ettiği sonuçların tüm ekonomiye uyarlanması uygun olduğunu savunmuştur. Ampirik olarak para talebinin faiz oranlarına duyarsız olduğunu kanıtlamıştır. Para talebinin gelir elastikiyetini 1.8 bularak lüks mal grubundan sayılması gerektiğini savunmuştur(İncekara, Tatoğlu ve Tunalı, 2010: 13).

Bireylerin paraya çevirebilecekleri maksimum miktar servetleri kadar olacaktır. Friedman para talebini bütçe kısıtı kapsamında değerlendirmiştir. Bundan dolayı para tutma ve fayda maksimizasyonu bütçe çerçevesinde ele alınmıştır. Klasik teoride olduğu gibi Friedman nominal para talebi üzerinde değil reel para talebi üzerinde

durmuştur. Çünkü Paranın satın alma gücüne odaklanılmıştır (Günel, 2010: 440) Ancak Modern miktar teorisine göre nominal para miktarı arz tarafından belirlenir. Reel para miktarı ve paranın gelir dolaşım hızı talep tarafından belirlenmektedir. Arz ve talep edilen para miktarları arasında zamanlama ve miktar açısından tam bir uyum söz konusudur. Friedman'nın teorisi kapalı ekonomi koşullarında değerlendirilmiş olsa dahi açık ekonomi koşullarında sonuç farklı değildir. Ayrıca para aldanması durum dâhilinde değildir para stokunun artması ile beklentiler değişip harcamaları artıracaktır. (İncekara, Tatoğlu ve Tunalı, 2010: 11).

Modern Miktar Teorisinin hipotezleri şunlardır (İncekara, Tatoğlu ve Tunalı, 2010: 11):

- Paranın sağladığı fayda yüksek derecede likit olmasıdır.
- Parada diğer tüketim malları gibi azalan marjinal fayda kuralına tabidir. Diğer reel varlıklar ve finansal varlıklar ile azalan marjinal ikame prensibi gereğince değiştirilmesi mümkündür.
- Elde para bulundurmanın alternatif maliyeti ise diğer varlıkların getirileridir.
- Bireylerin maksimum bulundurabilecekleri para miktarı servetleridir.

Modern miktar teorisinin para talebi denklemi şu şekilde yazılmaktadır (Özatay, 2013: 39):

$$M^d/P = f(Y^p, i, i_e, \pi)$$

M^d/P : reel para talebi

Y^p : sürekli (kalıcı) gelir (+)

i : faiz oranı (tahvil getirisi) (-)

i_e : hisse senedi getiri (-)

π : enflasyon (-)

Reel para talebinin kalıcı gelire göre kısmi türevi pozitif iken, faiz getirisine, hisse senedi getirisine ve enflasyona göre kısmi türevleri negatif işaretlidir.

Para talebini etkileyen faktörleri şu şekilde sıralamak mümkündür:

- Servet
- Faiz oranları
- Fiyat düzeyi
- Beklenen enflasyon oranı
- Kurumsal Faktörler
- Bireylerin zevk ve tercihleri

Bireylerin para taleplerini etkileyen başlıca en önemli unsur sahip oldukları servettir. Sahip olunan servet arttıkça bireylerin harcamaları ve yaptıkları işlem hacmi arttığından daha fazla para talep ederler. Bireyler servetlerini sadece para olarak değil tahvil, hisse senedi ve dayanıklı tüketim malları şeklinde de stoklayabilirler. Beşeri ve beşeri olmayan servet olmak üzere serveti iki ana gruba ayrılmıştır. Servetin beşeri kısmının oranı fazla ise bireylerin likidite ihtiyaçları artar çünkü beşer sermayenin nakde çevrilmesi kolay değildir. Bu yüzden servetin içerisindeki beşer sermaye arttıkça talep edilen para miktarı artar(Orhan ve Erdoğan, 2015: 188).

Friedman bireyin ömrü boyunca elde edeceği serveti, sürekli gelirinin bugünkü değerini hesaplayarak para talebi fonksiyonuna kalıcı veya sürekli gelir olarak dâhil etmektedir. Sürekli gelirin bugünkü değeri, bireyin ömrü boyunca elde etmesi muhtemel kazançlarının ortalamasıdır. Sürekli gelirin zamanla artarak yukarı yönlü bir eğilimi takip etmesi beklenilmektedir. Çünkü eğilim etrafındaki dalgalanmalar geçici değişiklikler ortalamayı fazla etkilememektedir. Bundan dolayıdır ki sürekli gelir aynı zamanda kalıcı gelir olarak da adlandırılmaktadır. Reel para talebi ile sürekli gelir arasında aynı yönlü bir değişkenlik söz konusudur. Sürekli gelir arttıkça reel para talebi de artmaktadır(Özatay, 2013: 39).

Friedman'a göre faiz oranlarındaki değişikliklerin para talebine etkisi yok denilecek kadar azdır. Para arzında gelişen artışlar harcamaların artmasına neden olurken atıl para tutulmasına sebep olmaz. Friedman' a göre dayanıklı tüketim malları ile finansal ürünlerin ikamesi yüksektir yani dayanıklı tüketim mallarının

likiditesi finansal ürünlere yakındır. Bu nedenle faiz oranlarından daha ziyade gelirden ki değişimler para talebi üzerinde etkilidir.

Fiyatlar arttıkça para talebi artar çünkü bireyler aynı işlemi sürdürmek için daha fazla paraya ihtiyaç duyacaklardır. Beklenen enflasyon oranları arttıkça ellerinde tuttıkları varlıkları enflasyondan daha az etkilenen varlıklarla değiştireceklerdir. Enflasyonun nominal faiz oranlarını aşması durumunda paranın satın alma gücü azalacağından daha fazla paraya ihtiyaç duyularak para talebi artacaktır.

Kurumsal faktörler harcama alışkanlıklarını değiştireceğinden para talebini etkilememesi söz konusu değildir. Bireylerin zevk ve tercihlerinin değişmesi para talebini etkilemektedir çünkü Friedman parayı mal olarak tanımlamıştır.

1.1.2.Keynesyen Yaklaşım

Keynesyen yaklaşımın temel özelliklerini şu şekilde sıralamak mümkündür (Keyder, 2002: 313):

- Ekonomi de tam rekabet söz konusu değildir ve fiyatlar genellikle firmalar tarafından belirlenmektedir.
- Ekonominin dengesi eksik istihdam koşullarında sağlanabilmektedir.
- Ücretler ve fiyatlar tam esnek olmadığından ekonomide denge bozulduğunda piyasalar tekrar dengeye müdahalesiz ulaşamamaktadırlar.
- Faiz yolu özellikle parasal aktarım kanalı olarak çok önemlidir.
- Keynes teorisinde sadece iki tip yatırım aracına yer vermiştir: tahvil(hisse senedi olması da mümkündür) ve para.
- Ekonomide istikrarı sağlamak amacı ile para ve maliye politikalarını kullanmak mümkünse de para politikalarının etkinliğinin az olduğu savunulmaktadır.
- Para arzında yaşanan bir gelişme nominal geliri etkilediği gibi nominal gelirden yaşanan gelişmeler de para arzını etkilemektedir. Yani gelir ve para arzı birbirlerinden karşılıklı olarak etkilenmektedirler.

Keynesyen yaklaşımda sürekli enflasyonun nedeni para arzının sürekli artması olduğu savunulmuştur. Tüketim, yatırım, kamu harcaması veya ihracat artışı da enflasyonu artırıcıdır ancak bu artışlarla para arzı artışı birlikte olmadıkça fiyatlar denge düzeyine tekrar gelmektedir.

Keynes para talebini likidite tercihi olarak kavramsallaştırdığından Keynesyen yaklaşımda para talebi yerine likidite tercihi kullanılmaktadır. Miktar teorilerinde olduğu gibi paranın mübadele aracı olarak tutulması gerekliliği üzerinde durmuş bunun ötesinde bireyler nedene para tutmak isterler sorusuna da yanıt aramıştır. Bu nedenle Keynes likidite tercihini yayınladığı genel teori de üç sebebe dayandırırken daha sonraki yıllarda yayınladığı makalelerde dördüncü bir sebebi de dâhil etmiştir. Keynes'e göre dört sebeple likidite tercih edilmektedir: işlem sebebiyle, ihtiyat sebebiyle, spekülasyon sebebiyle ve finans sebebiyle (İncekara, Tatoğlu ve Tunalı, 2010: 17).

Keynesyen para talebi şu şekilde ifade edilmektedir:

$$M^d = kY + L(r)$$

k = işlem ve ihtiyat sebebiyle para tutma eğilimi

Y = nominal gelir

L = spekülasyon sebebiyle para tutma eğilimi

r = faiz oranı

kY işlem ve ihtiyat sebebiyle talep edilen para miktarını gösterirken $L(r)$ spekülasyon sebebiyle talep edilen para miktarını göstermektedir.

1.1.2.1. İşlem Sebebiyle Likidite Tercihi

Paranın alış veriş amaçlı elde tutulma ihtiyacına klasik yaklaşımda olduğu gibi Keynes de kayıtsız kalmamıştır. Gelirler ve harcamalar arasında oluşan zaman farklılıklarından dolayı bireyler gelirleri düzeyinde belli bir miktar parayı likit olarak tutmayı tercih etmektedirler (Paya, 2013: 83).

İstihdam, nominal gelir, toplam çıktı, fiyatlar ve ücretler de yaşanan artışlar para talebini de artırmaktadır. İşlem sebebiyle tutulan paranın faize duyarlılığı klasik yaklaşımda ki gibi zayıftır. Miktar teorisinde olduğu gibi para arzı artmadığı halde milli gelir artış ise paranın dolaşım hızı artış anlamına gelmektedir(İncekara, 2010: 18). İşlem sebebiyle para talebi spekülasyon ve ihtiyat sebebiyle para talebine oranla daha fazla artmaktadır.

1.1.2.2.İhtiyat Sebebiyle Likidite Tercihi

Keynes'e göre bireyler düşünülmemiş giderler nedeniyle ve gelecekte parayla ilgili yaşanabilecek bir sıkıntının aşılabilmesi için belli bir miktar birikimlerini likit olarak bulundurmaktadırlar. İhtiyat sebebiyle para talebi de işlem sebebiyle para talebi gibi gelirin fonksiyonudur. Ancak ihtiyat sebebiyle para talebi arasındaki ilişki, işlem sebebiyle para talebi arasındaki ilişki kadar kuvvetli bir bağa sahip değildir. Faize duyarlılığı ise işlem sebebiyle para talebinden farklılık göstermektedir. Faiz oranlarının ve finansal piyasaların istikrarsız olduğu ortamlarda ihtiyat sebebiyle talep edilen para miktarı daha fazla olmaktadır(İncekara, Tatoğlu ve Tunali, 2010: 19).

1.1.2.3.Spekülasyon Sebebiyle Likidite Tercihi

Cambridge yaklaşımında olduğu gibi Keynes bireylerin servet biriktirme amacı ile para talebinde bulunabilecekleri üzerinde durmuş ve bunu spekülasyon sebebiyle para talebi bağlamında kavramsallaştırmıştır. Özellikle spekülasyon sebebiyle para talebi noktasında faiz oranları Keynes likidite tercihi kuramında belirleyici değişkenlerin başındadır. Spekülasyon sebebiyle para talebi faiz oranlarının fonksiyonu konumundadır. Keynes'e göre spekülasyon sebebiyle para talebi faiz oranları üzerinde değişim beklentisi oluşmuş ise para talebi de artmakta veya azalmaktadır. Gelecekteki faiz oranları belirsiz değilse spekülasyon sebebiyle para talebi sıfırdır. Klasik yaklaşımdan çok farklı olarak Keynes teorisinde beklentilerin yeri büyüktür. Keynes'e göre faiz oranlarındaki belirsizliğin sebebi bireylerin ve firmaların beklentilerinin değişkenliğidir. Cari faiz oranları ile gelecekteki faiz oranları arasında fark var ise para talebinin değişmesi söz konusudur. Faiz oranları ile ilgili bir diğer önemli nokta da Keynes'in kısa dönem ve uzun dönem faiz

oranlarını ayırmasıdır. Uzun dönemli faiz oranlarındaki değişmelerin kısa dönem faiz oranlarındaki değişmelere oranla önemi büyüktür(İncekara, Tatoğlu ve Tunalı, 2010: 19-20).

1.1.2.4.Finans Sebebiyle Likidite Tercihi

Keynes genel teoride likidite tercihinin sebeplerini üç ana başlık altında topladıktan birkaç yıl sonraki makalesinde likidite tercihlerine dördüncüsü olan finans sebebiyle para talebini eklemiştir. Burada finanstan kast olunan aslında kredi talebidir. Firmaların veya bireylerin yatırım planlamaları neticesinde kredi taleplerinin para talebine etkisi ele alınmıştır. Keynes’e göre yatırımlar artarsa finans sebebiyle para talebi de artar ve bankalar kredi miktarlarını artırmazlarsa faiz oranları artar. (İncekara, Tatoğlu ve Tunalı, 2010: 12-22).

1.1.3.Post Keynesyen Para Talebi

Baumol ve Tobin Keynesyen iktisadi düşünceye sahip ve Keynes’in para talebini açıklamaya yönelik likidite tercihi teorisine büyük katkıları olan iktisatçılardır. Baumol ve Tobin birbirlerinden bağımsız işlem sebebiyle para talebi üzerine Keynes likidite tercihi teorisine yeni anlamalar kazandırmışlar ve para talebi teorisini bir ileri noktaya taşımışlardır. İşlem sebebiyle para talebi ve faiz oranları üzerinde çalışmalar yapmışlardır. Bireylerin işlem talebiyle tuttıkları para miktarını daha verimli bir şekilde kullanılabileceği üzerinde durmuşlardır (Paya, 2013: 88).

Bireylerin ve firmaların işlem amacı ile gelirlerinin bir kısmını nakit şekilde tuttıkları düşünülmektedir. İşlem sebebiyle nakit tutulan bu paranın hepsi bir anda harcanmamakta gerektiğçe harcanmaktadır. Baumol ve Tobinin para talebi yaklaşımında bireyin veya firmanın işlem sebebiyle tuttuğu parayı finansal bir varlık yolu ile değerlendirmesi söz konusudur. Teori çerçevesinde çok kısa dönemlerde finansal varlık alım satımı yaparak getiri elde edilebilmektedir. Birey veya firma elde tuttuğu para ile tahvil alma seçeneğine de sahiptir. Tahvil alarak faiz geliri elde edecek olan firma parasını nakit tutması durumunda bu faiz getirisinden mahrum kalmaktadır. Dolayısıyla işlem sebebiyle nakit para bulundurma alternatif maliyeti oluşmaktadır. Ancak işlem sebebiyle tuttuğu paranın hepsi veya büyük bölümü ile tahvil alımının yapılması durumunda ise likidite gereksinimi

duyulduğunda tahvilin satılıp likide çevrilmesinden dolayı işlem maliyeti doğmaktadır. Dolayısıyla burada bir ödünleşim mekanizmasından söz etmek mümkündür. Yani bireyin veya firmanın işlem sebebiyle nakit tuttuğu para miktarı arttıkça faiz getirisi azalmakta nakit tutulan miktar azaldıkça da tahvil bozdurma işlem maliyeti artmaktadır (Özatay, 2013:36).

Bireyin veya firmanın maliyeti şu şekilde ifade edilmektedir(Özatay, 2013:38):

$$TM = PzN + iPY/ N$$

Toplam maliyet sıfıra eşitlenerek bu işlemi kaç defa yaptığını belirten N'ye göre türevi alınır ise optimal para talebi elde edilecektir.

$$M^d/ P = \sqrt{Yz}/\sqrt{2i}$$

$$M^d = \text{para talebi}$$

$$P = \text{fiyatlar genel düzeyi}$$

$$Y = \text{gelir}$$

$$z = \text{işlem maliyeti (tahvil alım satım maliyeti)}$$

$$i = \text{faiz oranı}$$

1.2. Para Arzı

Parasal büyüklükler ile enflasyon arasındaki bağın zayıfladığına dair çalışmalar son yıllarda artmıştır. Her ne kadar son yıllarda parasal büyüklükler, fiyat istikrarı noktasında popülaritesini yitirdiği görülse de iktisat tarihi boyunca elde edilen verilere göre Friedman'ın da ifade ettiği gibi ‘enflasyon her yerde ve her zaman parasal bir olgudur ve yalnızca para arzındaki artışın reel üretimden fazla olması ile ortaya çıkar’. Kullanılan para politikası stratejisinden bağımsız olarak para arzı kontrolü önemini muhafaza etmektedir (Önder, 2005: 45). Para arzının istikrar politikası bağlamında etkinliğinin rolü iki noktada belirginleşmektedir. Birincisi para arzındaki değişimler ile toplam harcamalardaki değişimler arasındaki bağ kuvvetli

ve güvenilir olması durumunda. İkincisi ise, para otoritesinin para arzı üzerindeki etkisinin kuvvetli ve belirleyici olması durumunda (Parasız, 2012: 53).

Para politikası bağlamında Merkez Bankasının bilançosundaki banka ve banka dışı olan kesime yükümlülüklerinin ve varlıklarının değiştirilmesi suretiyle ekonomik faaliyetler etkilenebilmektedir. Merkez bankası para politikası araçları ile yükümlülüklerini değiştirerek ekonominin likiditesini ayarlayabilmektedir. Merkez bankasının ekonominin likiditesini hangi kanallar yolu ile ayarladığını bilançosundaki aktiflere bakarak anlayabilmek mümkündür. Etkin bir para politikası için Merkez Bankasının bilanço büyüklüğü ve bileşimi üzerindeki kontrolünün derecesi önemli rol üstlenmektedir (Önder, 2005: 45).

Para arzının belirlenmesi sürecinde dört aktör etkindir (Günel, 2010: 281):

- Merkez Bankası: Bankacılık sisteminin denetleyicisi, para politikasının yürütülmesinden sorumlu ve para basımının ve dolaşıma sunumunun tek yetkilisi Merkez Bankasıdır. Kısacası para arzının en önemli belirleyicisi Merkez Bankasıdır.
- Bankalar (Mevduat Kurumları): ekonomide ki bireylerden, firmalardan mevduat toplayan ve kredi veren mali aracı kurumlar, katılım, kalkınma, yatırım bankaları, sosyal güvenlik kurumları, kredi kooperatifleri, sigorta şirketleri, faktöring şirketleri vb. kurumların hepsidir.
- Mevduat Sahipleri: bankalarda mevduat bulunduran bireyler ve firmalardır. Mevduat sahipleri paralarını bankalara yatırarak para arzı belirlenmesi sürecine katılmış olurlar.
- Bankalardan Borç Alan Kesim: Mevduat toplayan kurumlardan borç alan birey ve firmalardır veya mevduat kurumlarınca satın alınan tahvilleri çıkaran firmalar ve kuruluşlardır.

Para arzının belirlenmesinde bu dört aktörün davranışı belirleyici konumdadır. Genel olarak Merkez Bankası para yaratımında, mevduat toplayan kurumlar kaydi para yaratımında, mevduat sahipleri nakit ya da mevduat tercihlerinde ve borç alan kesimde kredi taleplerinde para arzı sürecini etkilemektedirler (Eroğlu, 2014: 5).

1.2.1.Para Arzı ve Mevduat arpanı

Günümüzde asli ve kaydi para olmak üzere ekonomide iki çeşit para bulunmaktadır. Asli para ufaklık ve banknotlardan oluşan fiziki yapıya sahip ölçülmesi mümkün ve ekonomideki etkileri kolaylıkla görülebilen bir büyüklüktür. Asli para yalnızca Merkez bankaları tarafından üretilmektedir. Merkez Bankası tarafından basılan banknotlar, faiz karşılığında bankalara kredi olarak verilebileceği gibi döviz ve altın karşılığında piyasaya da sürülebilir. Bireyler çalışarak bu parayı temin edebilirler. Ayrıca bireyler ve firmalar yani banka dışı kesim bankalardan kredi alarak veya döviz ve altın bozdurarak parayı kullanmış olurlar. Böylelikle Merkez bankası ekonomik sisteme asli parayı sürmüş olur. (Paya, 2013: 23)

Kaydi paranın Merkez bankası ve ticari bankalar olmak üzere iki tane üreticisi bulunmaktadır. Kaydi para bankaların, bankacılık dışı kesimden topladıkları mevduatların ve Merkez bankası kanalıyla ellerinde bulundurdıkları mevduatların toplamına dayanarak zorunlu karşılıklara bağlı olarak ürettikleri mevduat ve kredilerin toplamıdır. Kaydi para; mevduat parası, banka parası, ikincil para ve kredi para gibi isimlerle de tanımlanmaktadır. Günümüzde kredi kartlarının sıklıkla kullanılmasıyla bu para elektronik para olarak ta tanımlanmaktadır. (Akdiş, 2011: 153)

Bireyler veya firmalar paralarını nakit (C)veya bankalarda mevduat (D) halinde bulundurmaktadırlar. Dolayısıyla kaydi para oluşumu bireylerin davranışlarına ve mevduat kredi çarpanına göre değişmektedir. Kaydi para yaratılması süreci şu şekilde işlemektedir(Önder, 2005: 49):

- 1- İlk olarak sisteme bir miktar para girişı gerçekleşir. Sisteme para girişı Merkez bankası işlemleri ile bankaya mevduat yatırılması ile gerçekleşmektedir. Para ilk defa bir bankaya yatırılarak sisteme mevduat (D) olarak girmiş olur.
- 2- Mevduatın yatırıldığı banka Merkez bankası tarafından mevduat için belirlenen bir oranda karşılık (zorunlu karşılık = rd) ayırarak kalan miktarı kredi olarak kullanır.

- 3- Birey veya firma bankadan krediyi aldıktan sonra bu kredi ile mal ve hizmet satın alarak harcama yapmış olur.
- 4- Mal veya hizmeti satarak para kazanan birey veya firma, bu parayı aynı banka veya başka bankaya mevduat olarak yatırır.
- 5- Banka kendisine dönen mevduat için Merkez bankası tarafından belirlenen oranda karşılık ayırdıktan sonra kalan miktarı tekrar birey veya firmaya kredi olarak verir.

Kaydi para yaratma işlemi 3. ve 5. aşamanın tekrar tekrar gerçekleşmesi ile devam eder. Bu döngünün gerçekleşmesinin her seferinde Merkez bankasına zorunlu karşılık ayrıldığı için yaratılan mevduat giderek azalmaktadır. Dolayısıyla basit mevduat çoğaltanı:

$md = 1/rd$ iken oluşturulan mevduat hacmi $DD = D \cdot (1/rd)$ eşittir. (Önder, 2005: 50).

Yukarıda bahsettiğimiz kaydi para yaratma süreci tamamen gerçeği yansıtmamaktadır. Çünkü bankalar sadece Merkez bankası için rezerv ayırmamaktadır. Bankalar hem Merkez bankasında hem de kasalarında bir miktar (atıl) serbest rezerv (ER) bulundurmaktadırlar. Ayrıca bankadan çıkan her mevduat tekrar bankaya geri dönmemektedir. Bunun yanı sıra sistemde tek bir munzam karşılık oranı bulunmamaktadır. Vadeli ve vadesiz mevduatlara farklı zorunlu karşılık oranları belirlenmektedir. Atıl rezervleri vadesiz mevduatın bir kısmı olarak ele alırsak,

$ER = e \cdot DD$ toplam yaratılan kaydi para $md = 1/(rd + e)$ ile belirlenecektir (Eroğlu, 2014: 8-9).

Bireylerin ve firmaların nakit tercihleri farklılık gösterdiği için bankadan çekilen mevduatın tekrar bankaya dönmesi değişkendir. Bireylerin ve firmaların ellerinde tutmak istedikleri miktarın oranını c kabul edersek da yaratılan kaydi para miktarı bu oranda değişmektedir: $C = c \cdot DD$

Bireylerin nakit taleplerine göre mevduat çarpanı:

$$md = 1 / (rd + e + c) \text{ halini alacaktır.}$$

Merkez bankasının vadeli ve vadesiz mevduat için belirlediği zorunlu karşılık oranının farklı olması durumunda ise banka tarafından her iki mevduat türünden farklı oranlarda rezerv karşılığı ayrılmaktadır. $t = TD/DD$; vadeli mevduatın mevduat toplamına oranının vadeli mevduat zorunlu karşılık oranı (rt) ile çarpımı bankanın vadeli mevduat için Merkez bankasında tutmakta olduğu zorunlu rezerv miktarını belirleyecektir. Son hali ile mevduat çarpanı şu şekilde ifade edilmektedir (Eroğlu, 2014: 9):

$$md = 1 / (rd + rt.t + e + c)$$

Bunun sonucunda kaydi para miktarı şu şekilde ifade edilmektedir:

$$DD = md = 1 / (rd + rt.t + e + c) . D$$

1.2.2.Parasal arpan ve Para Miktarı Tanımlamaları

Mevduat çarpanının form lleştirilmesinin benzer yöntemi ile parasal çarpanı da elde etmek mümkündür. Elde edilen parasal ile Merkez Bankasının bilançosundan hareketle parasal taban ile para arzı arasındaki ilişki daha kolay analiz edilebilmektedir. Ancak bunun için ilk öncelikle Merkez Bankasının bilanço yapısı ve parasal büyüklüklerin tanımlanması durumu daha anlamlı kılacaktır.

TABLO 1.1. BASİTLEŞTİRİLMİŞ BANKACILIK KESİMİ BİLANÇOSU

Merkez Bankası Bilançosu	
• Net Dış Varlıklar • Kamu Sektörü Kredileri • D�BS Portföyü • Bankacılık Sektörü Kredileri • Açık Piyasa İŞlemleri • Reeskont Kredileri • Net Diğ�r Kalemler	• Emisyon • Serbest Mevduat • Zorunlu Karşılıklar = Para Tabanı = Rezerv Para
Bankacılık Sektörü Bilançosu	
• Kasa • MB'ndaki Serbest Mevduat • MB'ndaki Zorunlu Karşılıklar • Ticari Krediler	• Vadesiz Mevduat • Vadeli Mevduat • MB'ndan Alınan Krediler • Açık Piyasa İŞlemleri • Reeskont Kredileri
Konsolide Bilanço (NetleŐt. Mer. Ban. ve bankalar bilançosu)	
• Net Dış Varlıklar • Kamu Sektörü Kredileri • D�BS Portföyü • Net Diğ�r Kalemler • Ticari Krediler	• Doladımdaki Para (Emisyon-Kasa) • Vadesiz Mevduat • Vadeli Mevduat = Para Arzı

( nder, 2005: 48)

 ncesinde herhangi bir tasarrufta bulunulmadan merkez bankası yükümlülüğü gereğ  varlıklarını fonlamak adına ekonomiye emisyon enjekte etmektedir. Merkez bankası emisyonu ve nezdinde bulunan zorunlu karŐılıkları ve diğ r mevduatları kullanarak kendi bünyesinde kaydı para oluşturarak ekonominin likiditesini

ayarlayabilmektedir. Emisyon, zorunlu karşılıklar ve serbest mevduatların hepsinin toplamı rezerv parayı vermektedir. Rezerv paraya merkez bankası parasının bileşenleri olan kamu mevduatı ve açık piyasa işlemlerinin eklenmesi ile parasal taban tanımlaması elde edilmektedir. Belirtmek gerekir ki parasal büyüklüklerin tanımlarında ülkelerin mali yapılarına ve yasal düzenlemelerine göre farklılıklar oluşmaktadır (Paya, 2013: 26).

Yukarıda bankacılık sisteminin ve Merkez bankasının konsolide bilançosunda geniş tanımlı para arzı yer almaktadır. Görüldüğü üzere bu bilançosunun aktifindeki doğal olarak değişme pasifini etkilemektedir. Buradan sonuçla Merkez bankası kendi bilançosunu değiştirerek konsolide bilançoyu da değiştirmektedir. Ve dolayısıyla Merkez bankası kendi bilançosunu değiştirerek konsolide bilançonun yapısını ve para arzını değiştirmektedir(Önder, 2005: 48).

Piyasadaki mal ve hizmetlerin satın alabilecek mübadele aracı konumunda paranın tam likit haline para miktarının en dar kapsamlısı olan M1 olarak tanımlanmaktadır. Mübadele aracı konumundaki M1 para miktarı dolaşımdaki para ve vadesiz mevduattan oluşmaktadır. M1 para miktarında emisyon değil dolaşımdaki para dahil edilmiştir çünkü bankalar aracı kurumlardır. Bankaların parayı harcama gibi bir amaçları yoktur. M1 para tanımı harcama eğilimlerini yansıtabilecek bir tanımdır. Bu nedenle ekonomide M1'in artmasının ardından milli gelirde artış beklenilmektedir. M1'in artması için para arzının genişlemesi gerekmektedir bu nedenle M1 deki artış Merkez Bankası politikası sonucu olabileceği gibi birey ve firmalarının harcamalarını artırmaları sebebi ile de olabilmektedir (Paya, 2013: 27-28).

$M1 = \text{Dolaşımdaki Para} + \text{Vadesiz Mevduat}$

$\text{Dolaşımdaki Para} = \text{Emisyon} + \text{Ufaklık Para} - \text{Bankalardaki Para}$

Paranın harcama yapma özelliğini taşıyan M1 para miktarına paranın değer saklama özelliğini içeren miktarların toplanması ile M2 para miktarı tanımı elde edilmektedir. M1 para miktarına tasarruf hesapları niteliğinde vadeli mevduat hesaplarının toplanması ile M2 para miktarı elde edilir. M2 para tanımı Friedman ve

Scwartz tarafından önerilmiş bir para tanımıdır. Paranın mübadele amacı ile talep edildiğini savunan iktisatçılar likiditesi görece az vadeli mevduatları, satın alma gücünü erteleyen araçlar olarak nitelendirmişlerdir. Sonuç olarak mübadele için talep edilen para ile kısa vadeli harcamalar vadesiz mevduatlarla uzun vadeye yayılan harcamalar ise vadeli hesaplarla karşılanmaktadır (Paya, 2013: 28-29).

$$M2 = M1 + \text{vadeli mevduatlar}$$

M1 ve M2'ye göre likiditesi daha az Repo, ihraç edilen menkul değerler ve para piyasası fonlarının toplanılması ile daha geniş para arzı tanımı elde edilmektedir.

$$M3 = M2 + \text{Repo} + \text{Para Piyasası Fonları} + \text{Menkul Değerler.}$$

1.2.3.Parasal Taban ve Para Arzı

Merkez bankası bilançosundan elde ettiğimiz parasal taban ile para arzı arasındaki ilişkiyi kuran parasal çarpanı, mevduat çarpanı gibi elde etmek mümkündür (Önder, 2005: 51-52).

$$B = C + R$$

$$B = \text{parasal taban}$$

$$C = \text{dolaşımdaki para}$$

$$R = RR + ER$$

$$R = \text{bankalardaki Mevduat}$$

$$RR = \text{zorunlu Karşılık}$$

$$ER = \text{serbest Rezerv}$$

$$R = e. DD + rd. DD + rt.t.DD$$

$$B = c. DD + e. DD + rd. DD + rt.t.DD$$

$$DD = B / (rd + rt.t + c + e)$$

$$M1 \text{ için para çarpanı;}$$

$$M1 = DD. (1 + c)$$

$$M1 = [(1 + c) / (rd + rt.t + c + e)] . B$$

M1 para miktarı tanımını için parasal çarpan,

$$md = [(1 + c) / (rd + rt.t + c + e)]$$

M2 para miktarı tanımını için parasal çarpan,

$$md = [(1 + c + t) / (rd + rt.t + c + e)] \text{ şeklinde ifade edilmektedir.}$$

m'yi para çarpanı olarak kabul edersek parasal taban ile para arzı arasındaki ilişki şu şekilde olacaktır:

$$M = m. MB$$

Merkez bankası, döviz ve altın karşılığında ve aynı zamanda bankalara ve kamu kesimine açık piyasa işlemleri yolu ile kredi vererek kaydi para oluşturarak baz parayı ya da parasal tabanı meydana getirmektedir. Para çarpanı yoluyla da para arzı belirlenmektedir. Para arzı çarpanının belirleyici değişkenlerinin Merkez bankası tarafından isabetli tahmini para politikasının başarısını artırmaktadır. Zorunlu karşılık oranları, nakit tutma oranı ve serbest rezerv tutma oranı para arzı ile ters yönlü ilişki içerisindedir (Afşar, 2013: 33).

- Zorunlu karşılık oranları (rd)↑ise, Para Çarpanı (m)↓
- Zorunlu Karşılık oranları (rd)↓ise, Para Çarpanı (m)↑
- Serbest Rezerv Oranı (e)↑ise, Para Çarpanı (m)↓
- Serbest Rezerv Oranı (e)↓ise, Para Çarpanı (m)↑
- Nakit Tutma Oranı (c)↑ise, Para Çarpanı (m)↓
- Nakit Tutma Oranı (c)↓ise, Para Çarpanı (m)↑

1.2.4. Para Arzının Dışsallığı ve İçsellığı Üzerine Yaklaşımlar

Para arzının Merkez bankası tarafından belirlenmesi sonuç olarak da kontrolünün Merkez bankasının elinde olması para arzının dışsal(egzojen) olduğu anlamına gelmektedir. Para arzının dışsallığı söz konusu olması, para arzının para

talebi ve faiz oranlarından bağımsız olduğunu belirtmektedir. Para arzının yalnızca Merkez bankası tarafından belirlenemeyeceğini başka içsel değişkenler tarafından da etkileneceği savunanlar ise para arzının içsel(endojen) olduğunu iddia etmişlerdir (Afşar, 2013: 34).

Günümüzde neredeyse bütün ders kitaplarında, para arzının dışsal olduğu ve tamamen merkez bankası kontrolünde belirlendiği monetarist bir yaklaşım üzerinde durulmaktadır. Bu yaklaşıma göre, para arzı ve fiyatlar gene düzeyi arasında sebep-sonuç ilişkisi bulunmaktadır. Para arzındaki artışlar fiyatlar genel düzeyinde artışlara neden olmaktadır. Para tabanındaki değişmeler parasal çarpan yolu ile para arzında değişmelere neden olmaktadır. Parasal çarpandaki (e)atıl mevduat oranı ve (c)nakit mevduat oranı Merkez bankası tarafından güçlü bir şekilde tahmin edilebilirse para arzı Merkez bankası tarafından kontrol edilebilen dışsal bir değişken haline gelmektedir (Amanov, 2017: 4).

Monetarist, Klasik ve Neo-Klasik yaklaşımlarda para arzı otorite tarafından kontrol edilebilen makro değişkenlerden bağımsız dışsal bir değişkendir. Diğer taraftan Post-Keynezyen yaklaşımlarda ise para arzı; büyüme, bireylerin, firmaların ve bankaların davranışları sonucunda ekonominin iç dinamiklerinden hareketle ortaya çıkan içsel bir değişkendir (Akdiş, 2011: 197). Bir yandan da para arzının içselliği ve dışsallığı üzerine tartışmaların temeli para emisyonunun tanımlamalarına dayanmaktadır.

Paranın mal para, temsili para, kaydi para, olma durumlarına göre ve ekonomideki kredi gibi işlevlerine göre para arzı içsel veya dışsal bir dinamik kazanmaktadır. Paranın içselliğini savunan iktisatçılardan Moore göre paranın metal para olması durumunda para arzının dışsallığından söz etmek mümkündür. Para arzının içselliği teorilerinin hareket noktası para arzındaki büyümenin kaynağı piyasadaki kredi miktarının talep baskısı ile değişmesidir (Günel, 2010: 314-316).

Para arzının içsel bir değişken olduğunu savunan iktisatçılara göre reel sektörün fon talebinin değişmesi finansal piyasalar üzerinde etkin rol üstlenmektedir. Reel sektörün fon talebine göre paranın niteliği ve kapsamı değişmektedir. Para arzının içselliğini savunan iktisatçılar piyasadaki kredi artışının sadece ek satın alma

gücünü değil aynı zamanda yükümlülükleri de artırdığını savunarak kaydi paranın aşırı artışının mümkün olmayacağını belirtmektedirler. Mal para ve temsili para için durum aynı değildir. Onların artışı bir yükümlülüğe neden olmayabilir. Paranın temsili veya mal para olarak ele alınması durumunda para arzının dışsal olduğu savunulmuştur. Ekonominin üretim gibi iç dinamiklerinin sonucunda bankalardan kredi talebi artması ile bankaların kaydi para yaratması artmaktadır. Dolayısıyla kaydi para içsel bir değişken demek mümkündür. (Akdiş, 2011: 197)

Para arzının belirlenmesinde Merkez bankasının, bankacılık kesiminin, mevduat sahiplerinin ve bankalardan borçlananlar etkin rol üstlenmektedirler. Merkez bankası ekonomide ki para otoritesi konumunda olsa da para arzının tek belirleyicisi değildir. Bu noktadan hareketle para arzının tamamen dışsal olması mümkün değildir.

$$md = [(1 + c + t) / (rd + rt.t + c + e)]$$

Parasal çarpanı hareketle Merkez bankası tarafından (c) emisyon değişkeninin, (rd, rt) mevduat münzam karşılık oranlarının değişmesi ile para arzı değişmektedir. Bireyler ve firmalar (mevduat sahipleri) nakit mevduat (c) oranlarını değiştirerek ve bankacılık kesimi (e) atıl rezerv oranını değiştirerek rezerv oranlarını etkilemekte ve para arzı değişmektedir. Dolayısı ile para arzı bütün belirleyici aktörler tarafından değiştirilebilmektedir (Paya, 2013: 112). Bu nedenle para arzı hem dışsal hem içseldir.

Para arzının dışsal bir değişken olduğunu savunan paracı iktisatçılar para arzının belirleyicileri tarafından etkilendiğini kabul etmekle birlikte kontrolünün Merkez bankası elinde olduğunu savunmaktadırlar. Para çarpanı değişkenlerinin tahmin edilebilir ölçüde değişmekte olduğunu ve bu bağlamda para arzının Merkez bankası kontrolünde dışsal bir değişken olduğunu savunmaktadırlar. Ancak altının çizilmesi gereken nokta, para çarpanında ki değişkenler faiz oranları tarafından etkilenmemektedirler. Dolayısıyla para arzı, içsellik savında bulunan iktisatçıların görüşlerinin aksine faiz oranlarından bağımsızdır. Paracı dışsallık savında bulunan iktisatçıların yaklaşımına göre, faiz dışında başka nedenlerle parasal çarpandaki ve

parasal tabandaki değişmeler para arzının değişmesine neden olacaktır. (Afşar, 2013: 34-35)

Her ne kadar makro iktisat ders kitaplarında para arzı tamamen dışsal bir değişken gibi bahsedilse de özellikle son yıllarda para arzının içselliği üzerine görüşler ağırlık kazanmaktadır. Parasal çarpandaki değişkenlerin Merkez bankası tarafından tahmin edilebilirliği ülkelerin ekonomik yapılarına ve durumlarına göre farklılıklar göstereceği açıktır. Ekonomik istikrara ve piyasaların derinliği ve işleyiş durumuna göre veriler üzerinde analiz yeteneği değişmektedir. Bu nedenle para arzı hem dışsal hem içsel nitelik gösterebilmektedir.

1.3.Merkez Bankacılığı

Bankaların bankası olarak tanımlanan merkez bankası bir ülkedeki para ve paraya ait politikalardan sorumlu kurum olarak karşımıza çıkmaktadır. Günümüzde merkez bankası; fiyat istikrarı, tam istihdam, ekonomik büyüme, ödemeler dengesi, finansal piyasalarda istikrarı sağlama amaçlarını hedeflemektedir. Ancak, elbette merkez bankalarının yürüttükleri politikaları ve kurumsal yapılarını, içinde bulundukları ülkenin siyasi ve toplumsal gelişmelerinden, ekonomik hayatlarının şartlarından ve bunların ortaya çıkardığı ekonomi politikalarının bütününden ayrı düşünmek mümkün değildir. Son yıllarda merkez bankaları artık sadece içerisinde bulundukları ülkelerin toplumsal, siyasi ve ekonomik yapılarıyla şekillenmemektedir. Küreselleşme ile birlikte merkez bankalarının yapılarının ve politikalarının şekillenmesinde uluslararası piyasalar ve dış ekonomiler önemli rol üstlenmektedirler. Bu anlamda Merkez bankalarını ve politikalarını ele aldığımızda zaman içerisinde hem yetki anlamında hem de görev anlamında büyük değişmeler yaşayarak bugünkü halini aldığını görmekteyiz (tcmb yayınları, dünden bugüne Türkiye cumhuriyet merkez bankası).

1.3.1.Merkez Bankalarının Tarihsel Süreci

Tarihsel süreçte merkez bankalarının ilk kurulma amaçları, görevleri, yapıları ve yetkileriyle bugüne büyük değişimlerle geldiğini görmekteyiz. İlk kurulan merkez bankalarının yapıları bugünkü merkez bankalarının yapısından farklı olduğu

görülmektedir. Genellikle ilk kurulan merkez bankaları özel ticari bankalardır, ancak zaman içerisinde diğer ticari bankalar arasında aldığı konum itibari ile Merkez bankası statüsüne ulaşmıştır. İlk önce ticari banka olan merkez bankalarının merkez bankası olma sürecinde hükümetler tarafından ödemelerde aksaklık yaşanmamasını istemelerinin ve fiyat istikrarının etkili olduğu görülmektedir. Zaman içerisinde merkez bankalarının hem yapısal olarak hem de uyguladıkları politikalar bakımından bir adaptasyon süreci geçirdikleri açıktır. Örnek vermek gerekirse, işsizliğin yüksek olduğu yıllarda tam istihdam hedeflemesi ön plana çıkarken, enflasyonla mücadelenin önem kazandığı yıllarda fiyat istikrarı hedeflemesi ön plana çıkmıştır. Nitekim günümüzde birincil hedef fiyat istikrarını sağlamak olmuştur. Değişen ekonomik şartlar merkez bankasının hedeflerinde şartlara uygun adaptasyona neden olmuştur (Oktar, Tokucu ve Kaya, 2013: 59-60).

Tarihte ilk kurulan merkez bankası olarak kabul edilen özel ticari bir banka olan Riksbank 1668 yılında İsveç'te kurulmuştur. Amacı bugünkü merkez bankalarının amacından oldukça farklı olarak savaş finansmanını sağlamaktı (Turna, 2014: 42). Riksbank kamu hesabına borç verme hakkına sahipti ve aynı zamanda ticari işlemler için takas odası niteliğinde çalışmıştı. Riksbank'ın ardından 1694'te yine savaş finansmanı amacı ile kurulan İngiltere Merkez bankası (Bank of England) kamu hesabına borç verme ve satın alma hakkına sahip ticari bir bankaydı. Ayrıca bugün merkez bankalarını diğer bankalardan ayıran en önemli özellik olan banknot çıkarma tekeline sahipti. Bu ayrıcalık neticesinde diğer ticari bankaların güveninin artması ile rezervlerini BOE da tutmaları, BOE'nin sistemin nakit rezervlerin kontrol etmesine olanak sağlamıştır. BOE merkez bankacılığının tarihsel sürecinde önemli kılan bir diğer unsur ise para politikası araçlarında iskonto politikasını tarihte ilk defa ve başarılı bir şekilde uygulaması sonucu diğer merkez bankalarına örnek teşkil etmesidir. 1800 yılında Napolyon tarafından Fransa Merkez bankası kurulmuştur (Oktar, Tokucu ve Kaya, 2013: 59-60). Amerikan merkez bankası FED'in yapısı diğerlerinden farklılık göstermektedir. Amerikan ekonomisinin en temel kurumlarının başında gelen FED 12 ayrı bölgeden Federal Rezerv bankasından oluşmaktadır. Ülkede birçok ticari bankanın olması ve federal yapıya sahip olması nedeniyle tek bir merkez bankası tarafından parasal yönetimin sağlanmasına olumsuz

yaklaşılmıştır. Amerikan merkez bankası olarak tanımlanan FED daha esnek, daha güvenli, daha istikrarlı para ve finansal sistem oluşturmak için 1913 yılında Amerikan Kongresi tarafından kurulmuş ve zaman içerisinde değişen ihtiyaçlar ve şartlar neticesinde ABD ve dünya ekonomisindeki yeri büyümüştür (Turna, 2014: 43). Ayrıca, 1813 yılında Bank-ı Osmanii Şahane, 1930'da Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 1957'de Alman Merkez bankası ve 1994'te Avrupa Merkez Bankası kurulmuştur.

Ülkelere ve para politikası amaçlarına göre değişkenlik arz etmekle birlikte Merkez bankalarının temel amaçlarını şu şekilde sıralamak mümkündür(Günel, 2010: 76):

- Ticari bankalar gibi merkez bankalarının kar elde etme amaçları bulunmamaktadır.
- Merkez bankaları devlet sermayesi ve özel sermaye ile kurulabilmektedirler ancak kamu yararına hizmet etmekle yükümlü kuruluşlardır.
- Merkez bankası devletin ve bankaların bankası konumundadır.
- Merkez bankalarının halka kredi açmaları mümkün değildir.

Merkez bankalarını ekonomideki bütün kurum ve kuruluşlardan ayıran ilk akla gelen en temel özellik ulusal parayı basma yetkisidir. Ancak burada bahsedilen paranın sadece banknot para olmadığına altının çizmekte fayda vardır. Mal ve hizmetlerin alışverişinde mübadele aracı olarak kullanılan para, mal ve hizmetlerin değerinin tespitinde kullanılan birim para ve değer saklama aracı olarak kullanılabilen bütün paraları kapsamaktadır. Ulusal parayı basma yetkisi dolayısıyla merkez bankaları borç almak zorunda değildirler, borç senedi yerine direkt para da basabilirler. Para basmanın ekonomik maliyetinin olduğu açıktır ancak para basma yetkisi oldukça büyük ve önemli bir yetki olduğu da açıktır (Eğilmez, 2015: 142). Para basma yetkisi ile birlikte Merkez bankalarının genel olarak başka görev ve fonksiyonları da mevcuttur (Günel, 2010: 76):

- Ülkenin parasını basmak.
- Devletin bankacılığını yapmak.

- Devletin izlediği ekonomi politikası çerçevesinde ekonominin ihtiyaçlarına göre para ve kredi politikalarını belirlemek ve uygulamak.
- Bankaların nakit rezervlerini muhafaza ederek gerektiğinde son borç mercii olarak bankaların ihtiyaçları neticesinde likidite sağlamak.
- Bankalar arasında meydana gelen alacak ve borçların takas ve mahsuplaşması noktasında takas odası görevi görmek.
- Ülkenin uluslararası altın ve döviz rezervlerini muhafaza etmek.
- Ülkenin döviz gelir ve giderlerinin hesabını tutmak.
- Ülkenin altın ve döviz rezervlerinin idaresini yapmak.
- Uluslararası ödemelerde aracı olarak hizmet sunmak.

1.4.Para Politikası Amaçları

Para politikası, paranın miktarını ve maliyetini, firmaların ve bireylerin beklentilerini etkileyerek nihai amaçlara erişmek için oluşturulan stratejilerin ve bu stratejiler doğrultusundaki uygulamaların tümüdür(Önder, 2005: 4). Ekonomi de para politikasının uygulayıcısı olarak Merkez bankası, piyasaları yönlendirme işlevi ve içerisinde bulunan şartlara göre politika üretme görevi bulunmaktadır. Sistematikleştirmek gerekirse genel olarak para politikasının dört bileşeninden bahsetmek mümkündür. Bunlar; nihai amaç, ara hedef, araçlar ve uygulamadır(Eroğlu, 2014: 1). Fiyat istikrarının sağlanması ve korunması, tam istihdam, ekonomik büyüme, faiz oranlarında istikrar, finansal piyasalarda istikrar ve ödemeler dengesi olarak nihai amaçlar sıralanmaktadır (Orhan ve Erdoğan, 2015: 66). Özellikle son yıllarda Merkez bankalarının orta vadede nihai hedefleri arasında fiyat istikrarı diğer hedeflere oranla ön planda tutularak, fiyat istikrarı tek nihai hedef olarak belirlenmektedir. Bunda enflasyonun ekonomi ve toplum üzerindeki yıkıcı etkisi büyüktür.

1.4.1.Fiyat İstikrarı

Fiyat istikrarı, maliye politikaları da dâhil olmak üzere ekonomi politikalarının başlıca amaçlarından ve politikasının en temel hedefidir. Ekonomideki enflasyonist ve deflasyonist eğilimleri gidermede veya kontrol altına almakta para

politikaları oldukça önemlidir. Fiyat istikrarı, bireylerin, firmaların genel olarak ekonomideki bütün aktörlerin yatırım, tüketim ve tasarruf kararlarını alırken fiyat düzeyindeki değişimleri göz önünde bulundurmaya gerek duymadıkları seviyedeki düşük enflasyon olarak tanımlanmaktadır(Orhan ve Erdoğan, 2015: 66).

Dünya genelinde fiyat istikrarı kapsamında kabul gören enflasyon oranı %1 ve %3 arasındadır. Bununla birlikte fiyat istikrarından kast olunan sadece düşük enflasyon değildir aynı zamanda düşük enflasyon oranının sürdürülebilir olması gerekmektedir. Fiyat seviyelerindeki dalgalanmalar yatırım ve tüketim kararlarının sağlıklı bir şekilde yapılmasını engeller ve tasarruflar verimli yatırımlara dönüşemez. Yatırımların etkin üretime dönüşmemesi sonucunda işsizlik oranları artarken ekonomik büyüme azalmaktadır. Bir başka açıdan tasarruflar üretken yatırımlar yerine finans kesiminde toplanır. Finansal yatırımlarda enflasyon nedeniyle risk primleri yükseldiğinden tasarruf sahipleri daha fazla getiri beklentisinde olmaktadır. Bunun sonucunda da faiz oranlarında artış meydana gelerek yatırım maliyetleri artırmaktadır. Enflasyon uzun vadede yüksek getiri sağlayan üretken yatırımların yapılmasını engellemektedir. Enflasyon nedeniyle gereksiz mal stoklamaları ile verimsiz harcamalar artmaktadır. Ayrıca enflasyondan korunmak için finansal varlıklara yapılan yatırımların ani kararlar ile değiştirilmesi ve ülkenin spekülasyonlar için uygun ortam oluşturması nedeniyle finansal piyasalarda da istikrarsızlık oluşmaktadır. Paranın alım gücünün ve güvenilirliğinin azalması nedeniyle para ikamesi durumu yaşanmaktadır ve ülke senyoraj gelirinden mahrum kalırken ikame paranın sahibi olan ülke bedelsiz olarak senyoraj geliri elde etmektedir. Sonuç olarak, fiyat istikrarının sağlanamaması durumunda ekonomik kalkınmanın gerçekleştirilememesi, gelir dağılımında adaletsizliğin yaşanması ve toplumsal sorunlar artmaktadır. Bunun neticesinde para politikasının en temel amacı fiyat istikrarının sağlanması olmaktadır (Önder, 2005: 7-8).

Sonuç olarak, para politikası ile fiyat istikrarı arasında güçlü bir ilişki olduğu açıktır. Genellikle ekonomilerde yüksek enflasyonun yaşanmasının başlıca sebeplerinden bir tanesi bütçe açıklarının para basılarak finanse edilmesidir. Enflasyonun yüksek değil de iki haneli seviyelerde olduğu ülkelerde ise düşük faizlerle üretim potansiyelin üzerine çıkarılmak istenmektedir. Para politikasının

enflasyon üzerindeki bu etkilerinden dolayı Merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlamada irade göstermesi gerekmektedir (Özatay, 2013: 299).

1.4.2.Tam İstihdam

Ekonomide işsizlik oranının yüksek olması sadece atıl kapasitenin yüksek olduğu anlamına gelmemektedir. Aynı zamanda işgücü kapasitesinin kullanılmaması nedeni ile üretiminde azalma yaşanmasına neden olmaktadır. Üretimin azalması ekonomik büyümenin azalmasına ve hem işsizlik hem ekonomik küçülme nedeni ile toplumsal refahın kaybolmasına sebep olmaktadır. Para politikaları kapsamında üretimi artırmak ve dolayısıyla işsizliği azaltmak için uygulanan genişlemeci politikalar genellikle olumlu karşılanmamaktadır. Çünkü genellikle genişlemeci para politikalarının toplumsal refah kayıplarına ve maliyet enflasyonuna neden olduğu savunulmaktadır. Ayrıca literatürde para politikasının istihdam üzerindeki etkileri konusunda görüş birliği yoktur(Orhan ve Erdoğan, 2015: 68).

1.4.3.Faiz oranlarında İstikrar

Makro düzeyden mikro düzeye konvansiyonel sistem içerisinde borçlu alacaklı ilişkisi faiz oranlarına göre şekillendiğinden faiz oranlarının istikrarı büyük önem taşımaktadır. Faiz oranlarında yaşanan dalgalanmalar borçlu alacaklı ilişkilerini bozarak geleceğe dönük verimlilik hesaplarında sapmalara sebep olmaktadır. Bu nedenle faiz oranlarındaki iniş ve çıkışlar ekonominin bütün kesimlerini az veya çok etkilemektedir. Ekonomik dalgalanmaları aza indirmek için Merkez bankasının faiz oranlarında istikrarı sağlayacak stratejiler geliştirmekte ve uygulamaktadır (Paya, 2013: 170-171). Ayrıca, ekonomilerin birbirlerine entegre halde olmaları nedeniyle faiz oranlarındaki yükselişler ve iniş çıkışlar spekülasyon için uygun zemin oluşturarak ekonomilerin kırılganlıklarını artırmaktadır.

1.4.4.Ekonomik Büyüme

Ekonomide büyümede istikrarın sağlanabilmesi için ve sürdürülebilir hale getirilmesi için istihdamın artırılması gerekmektedir. Ekonomik büyümede istikrar üretimin artması dolayısıyla atıl kapasitenin ekonomiye katılması ve üretim faktörlerinin verimli hale gelmesi ile mümkündür. Elverişli finansman ortamının oluşturulmasının da ekonomik büyüme üzerinde katkısı muhakkaktır. Tasarrufların

üretime yönlendirilmesi ekonomik büyümeyi getirmektedir. Parasal genişlemenin makul bir düzeyde tutulması yatırımlar için uygun koşulların sağlanmasına olanak tanımaktadır. Sonuç olarak para politikaları ile ekonomik büyümeyi tetiklemek veya etkilemek faiz oranlarının makul seviyelere gelmesine yol açarak ya da makul düzeyde parasal genişlemenin temini ile mümkündür(Orhan ve Erdoğan, 2015: 68-69).

1.4.5.Finansal Piyasalarda İstikrar

Enflasyonun yüksek ve istikrarsız olduğu ekonomilerde finansman kısa vadeli varlıklara dayanmaktadır. Özellikle finansal piyasaların lokomotifi olan bankaların bilançolarında aktif pasif vade uyumsuzluklarına yol açmaktadır. Bankalar kısa vadeli mevduatlara karşılık uzun vadeli plasmanlara sahiptir. Bunun sonucunda da finansal sistemin risk yapısı bozulmaktadır. Nakit sıkışıklıklarına zamanında müdahale edilememesi durumunda finansal krizlerin oluşması ve domino etkisi ile bir anda tüm finansal piyasalara yansması kaçınılmaz hale gelmektedir. Eklemek gerekir ki, merkez bankası finansal istikrarın sağlanması ve sürdürülmesinde etkin rol üstlenmektedir. Merkez bankası son kredi başvuru merciidir ve gerektiğinde zamanlama hatası yapmadan ihtiyaç olan müdahaleyi yapması oldukça önemlidir. Son kredi başvuru mercii olarak Merkez bankası piyasalardaki, nakit darboğazlarının aşılmasını sağlayarak panik havasını yatıştırmakta ve finansal krizlerin önüne geçmede etkin rol üstlenmektedir (Paya, 2013: 174).

1.4.6.Ödemeler Dengesi

Küreselleşme ile birlikte ekonomilerin birbirlerine entegre olması sonucu uluslararası sermaye hareketlerinin kolaylaşması ve artması aynı zaman ticaretin artması ile ödemeler dengesinin ekonomi politikaları arasında önemi oldukça artmıştır. Para politikası noktasında ise faiz oranları ile para arzının döviz kuru üzerindeki etkisi ile ödemeler dengesi arasında bağlantı ortaya çıkmaktadır. Para arzının artması ile döviz kuru arasında ters yönlü bir ilişki mevcuttur. Döviz kurunun yükselmesi ile ihracat artarken ithalat azalmaktadır. Bu nedenle para politikası stratejileri geliştirilirken ve uygulanılırken parasal otoritenin ödemeler dengesini göz önünde bulundurması ekonominin istikrarı için zorunluluktur. Faiz oranlarının

düzeyi sermaye hareketlerinin yönünü belirlerken ve ödemeler dengesinde değişikliğe neden olmaktadır(Orhan ve Erdoğan, 2015: 70).

1.5.Para Politikası Stratejileri

Merkez bankaları nihai hedeflerine ulaşmak için uygulamayı planladığı stratejilerini kamuoyu ile paylaşarak beklentileri yönlendirmektedir. Bu nedenle planlanan stratejinin tutarlı bir biçimde uygulanması gerekmektedir. Ara hedefleme ve doğrudan enflasyon hedeflemesi olmak üzere iki tür para politikası stratejisinden vardır (Önder, 2005:36). Para politikası stratejisi kapsamında genellikle iki yol izlemektedir: birinci yol; merkez bankaları nihai hedefe ulaşmak için para politikası araçları ile operasyonel hedefler yolu ile ara hedeflere ardından da nihai hedefe ulaşmayı amaçlamaktadır. İkinci yol ise merkez bankaları nihai hedefe ulaşmak için belirlenmiş ara hedefler olmaksızın para politikası araçları ile operasyonel hedefleri etkileyerek nihai hedeflere ulaşmayı amaçlamaktadırlar(Paya, 2013: 176-177).

Parasal otorite olarak Merkez bankaları nihai amaçlarına ulaşmak için ara hedefler, araçlar ve uygulama yollarından oluşan stratejiler izlemektedir. Merkez bankasının nihai hedeflere direk ulaşma imkânı yoktur. Merkez bankasının para politikası araçları nihai hedefler ile doğrudan bağlantı içerisinde değildir. Bu nedenle Merkez bankaları nihai hedefler ile bağlantısı olan para politikası araçları tarafından etkilenebilen ara hedefler belirleyerek para politikası stratejisini belirlemektedir. Para politikasının nihai amaçları olarak fiyat istikrarı, tam istihdam, iktisadi büyüme, faiz oranlarında istikrar, finansal piyasalarda istikrar ve ödemeler dengesi gibi ülkelere ve Merkez bankası yönetimlerine göre değişebilen pek çok hedef sayılmakta ise de fiyat istikrarı en ön sırayı almaktadır. Bu nedenle para politikası stratejisi fiyat istikrarı çerçevesinde oluşturulmaktadır(Önder, 2005:33). Para politikası stratejisi oluşturulurken nihai hedef doğrultusunda iki hedeften daha söz etmek mümkündür; ara hedef ve ara hedefi etkilemekte olan operasyonel hedeftir.

En genel ifadesiyle ara hedefler, para politikası araçlarıyla nihai hedefler arasında köprü görevi görmektedirler. Merkez bankalarının kullanmakta olduğu para politikası araçları ile nihai hedefler arasında doğrudan bir ilişki olmaması

gerekçesiyle ara hedefler kullanılmaktadırlar. Para politikası araçları, nihai hedeflerle yakından ilişkili değilken ara hedefler nihai hedeflerle yakından ilişkilidir. Dolayısıyla ara hedeflerin nihai hedefleri etkileme potansiyeli, para politikası araçlarına göre daha yüksek olmasına rağmen ara hedefler doğrudan merkez bankasının kontrolünde olan değişkenler değildir (Atkan, Utkulu ve Togay, 1998).

1.5.1.Ara Hedefe Dayalı Stratejiler

Merkez bankaları para politikasının nihai hedefine ulaşması için ara hedef değişkenini belirlerken üç ana ölçüte göre hareket etmektedir (Önder, 2005: 34):

1)Nihai hedefle istikrarlı bir ilişki içerisinde olma: nihai hedef ile belirlenen ara hedef arasında zamana ve şartlara göre değişmeyen, her zaman var olan bir ilişki olmalıdır. Ara hedefin nihai hedefi ne oranda etkilemekte olduğuna dair bilgiye sahip olunmalıdır. Ara hedefin nihai hedefi etkileme düzeyinde değişimler olmakta ise belirlenen ara hedefin nihai hedefle istikrarlı bir ilişki içerisinde olduğunu söylemek mümkün değildir.

2)Aktarım mekanizmasında belirleyici olma: belirlenen ara hedef değişkenin diğer değişkenlere göre nihai hedefi etkilemede üstün olmasıdır.

3)Merkez bankası tarafından kontrol edilebilir olması: belirlenen ara hedefin nihai hedefi etkilemede veya belirlemede potansiyeli yüksek olsa da Merkez bankası tarafından kontrolü mümkün değilse veya zayıfsa ara hedef olarak kullanılabilir bir değişken değildir. Örneklendirmek gerekirse enflasyonla döviz kuru arasında istikrarlı ve güçlü bir ilişki mevcuttur. Ancak son birkaç on yılda sermaye hareketlerinin oldukça artması ile Merkez bankalarının kurları kontrol etmedeki becerileri zayıflamıştır.

Ara hedefler kapsamında son yıllarda parasal hedefleme, kur çapası ve merkez bankası bilançosu hedeflemeleri ön plana çıkmaktadır. Ara hedefler iktisadi yaklaşımlarla eşleştirilerek şu şekilde sıralanmaktadır: para arzı miktarı-Milton Friedman; döviz kuru- Buiter (yeni Keynesçi); kredi miktarı(merkez bankası bilançosu)- Ben Friedman; faiz oranları- Harrod; hisse senedi fiyatları veya getiri oranları- Tobin; Kamu kesimi borçlanma ihtiyacı- Lawson; fiskal kaldıraç, tam istihdam- Musgrave; bütçe açığı- Word, Neild; iç kredi genişlemesi- IMF; nominal

gelir- Meade; para miktarı- Muntord. Para politikalarının üretilme süreçleri ve uygulamaları ülkelerin ekonomik yapılarına göre belirlendiğinden kişiselleşmektedir. Ayrıca ara hedefler literatürde bitişik hedefler olarak isimlendirildiği gibi hedeflemelerin tanımlamaları iktisadi yaklaşımlara göre değişiklikler göstermektedir. Paracı yaklaşıma göre para miktarı ara hedef olarak tanımlanırken Keynesyen yaklaşıma göre para miktarı gösterge büyüklük olarak tanımlanmaktadır(Paya, 2013: 180-181).

1.5.1.1.Parasal Hedefleme

Para politikasının nihai hedefinin fiyat istikrarı olması durumunda, hedefe ulaşmak için ara hedef anlamında parasal büyüklüklerin seçilmesi stratejisi parasal hedefleme olarak tanımlanmaktadır. Parasal hedefleme 1970'lerden itibaren paracı iktisatçıların enflasyonun parasal bir olgu olduğu savını temel alan enflasyonun para stokundaki artışın kontrol edilmesi ile engellenebileceği düşüncesiyle ara hedef olarak para stokunun seçilmesidir. Parasal hedeflemede kritik nokta merkez bankası tarafından seçilecek parasal büyüklüğün ne olması gerektiğinin kararıdır (Tokel, 2011: 39). Bu nedenle merkez bankası parasal büyüklüğü seçerken ekonometrik çalışmalarla enflasyonla ilişkisi en kuvvetli ve istikrarlı olan büyüklüğü seçmelidir. Seçilen parasal büyüklüğün enflasyon üzerindeki etkisi yüksek seviyede olmalıdır aynı zamanda merkez bankası tarafından kontrol edilebilir olmalıdır. Para politikası en basit anlatımı ile miktar teorisine dayanarak paranın dolaşım hızının istikrarlı olması ile enflasyonun parasal büyüklükler ile kontrol edilmesidir (Önder, 2005: 39).

$$\%M \approx \%P + \%Y - \%V$$

Ara hedef olarak parasal büyüklüklerin hedeflenmesi halinde para politikasının başarılı olması, hedeflenen büyüklüklere olan talep ile enflasyon arasındaki ilişkinin gücüne bağlıdır. Mevduata alternatif repo, yatırım fonları gibi farklı imkânların oluşması ve kredi kartları gibi alternatif paraların üretilmesi ile finansal araçların hızla gelişmesi ve standart bir para tanımının yapılmasının güçleştirmektedir. Bunun sonucunda günümüz konvansiyonel sistemde enflasyon ile parasal büyüklükler arasındaki bağı oldukça zayıflamıştır. Dolayısıyla parasal büyüklüklerin hedeflenmesine dayalı para politikası stratejilerinin başarı oranı azalmıştır. Özellikle

parasal hedeflemeye dayanan stratejilerde para talebi ile enflasyon arasındaki ilişkinin kritik bir rolü vardır (Kara ve Orak, 2008: 4).

1.5.1.2.Döviz Kuru Çapası Hedeflemesi

Para politikasının uygulanmasında döviz kuru hedeflemesi altın standardı sistemine kadar uzanarak para politika stratejileri arasında öne çıkan uygulamalardandır. Günümüzde para politikası stratejisi olarak döviz kuru hedeflemesi, ülkenin para birimini enflasyonu düşük olan güçlü ekonomiye sahip bir ülkenin para birimine bağlaması şeklinde genel anlamda tanımlanabilir. Kurun bağlanıldığı ülke çapa ülke olarak adlandırılmaktadır. Ülkenin para birimi birden fazla düşük enflasyona ve güçlü ekonomik yapıya sahip ülkenin para birimlerinin olduğu bir sepet oluşturularak bağlanması ile de kur çapası hedeflemesi gerçekleştirilmektedir. Döviz kuru hedeflemesinde bir başka alternatif yolda kur sabitlemesi yapılmadan ülkenin para biriminin yabancı para birimine karşı değerinin piyasa koşullarında serbest belirlenmesine müsaade ederek dalgalanmasıdır (Karaca, 2010: 26-27).

Ekonomilerin entegre olması, hızla artan uluslararası sermaye akımları ve döviz kurlarını spekülasyon ataklarına karşı savunulmasının zor hale getirmiştir. Sonuç olarak, nihai hedef olan fiyat istikrarına ulaşılmasında sabit döviz kuru rejimi etkinliğini kaybetmiştir. Döviz kuru hedeflemesi ile ilgili bir diğer önemli nokta ise, döviz kuru hedeflemesi yapan ülkelerin yerel faiz oranları para birimi çapa olarak seçilen ülkedeki gelişmelerce belirlenmektedir. Bunun sonucunda da döviz kuru hedeflemesi merkez bankalarının bağımsız para politikası uygulama becerisini ortadan kaldırmakla beraber bu ülkelerde dışsal şokları aza indireyecek esnek bir politika aracı bulunmamaktadır (Kara ve Orak, 2008: 4).

Döviz kuru hedeflemesi özellikle küçük dışa açık ekonomilerde reel ekonomiyi doğrudan etkilemesi sebebiyle para politikalarının uygulanmasında hedef, gösterge ve araç olarak kullanılabilmekte ise de 1990 yıllardan itibaren kurlar üzerine spekülasyon ataklarının artmasıyla birlikte döviz kuru çapası hedeflemesi uygulaması oldukça azalmıştır (Önder, 2005: 39-41).

1.5.2. Operasyonel Hedefler

Merkez bankaları para politikası araçları ile ara hedefleri direkt olarak etkileyememektedir. Para politikası araçlarının kullanımı ile direkt etkilenilebilen değişkenler operasyonel hedefler olarak tanımlanmaktadır. Sonuç olarak operasyonel hedefler para politikası araçları ile ara hedefler arasında yer alarak bağlantı noktası olmaktadır (Atkan, Utkulu ve Togay, 1998). Merkez bankasının günlük politika araçları ile etkileyebileceği operasyonel değişkenler şu özelliklere sahip olmalıdır (Paya, 2013: 177):

- Politika araçları ile doğrudan kontrol edilebilir olmalıdır.
- Kısa sürede ölçülebilmelidir.
- Ara hedeflerle sağlam ve direkt bir ilişkisi olmalıdır.

Operasyonel hedefler parasal aktarım mekanizmasında ilk başta yer alarak Merkez bankası tarafından kontrol edilebilmektedir. Merkez bankaları operasyonel hedef olarak genellikle faiz oranlarını veya baz parayı kullanmaktadır. Diğer bir ifade ile fiyat veya miktar hedeflemesi söz konusudur (Paya, 2013: 178)

Operasyonel hedefin ara hedef üzerindeki etkisinin belirlenebilir olması oldukça önemlidir. Ara hedef olarak faiz oranının seçilmesi halinde operasyonel hedefin de faiz oranı olması, faiz oranlarının birbirleriyle yakından ilişkili olması nedeniyle para politikasının başarısını artırmaktadır. Benzer şekilde ara hedef olarak parasal hedeflemenin seçilmesi halinde operasyonel hedef olarak parasal taban gibi bir toplamın olması nihai hedefe ulaşmak için etkin olmaktadır (Tokel, 2011: 40).

1.5.2.1. Faiz Oranı

Faiz oranlarının yükselmesi ile para talebi azalmaktadır, para talebi ile faiz oranları arasında ter yönlü bir ilişki söz konusudur. Para talebinin tahmin edilebilir ve belirlenebilir olması sonucunda merkez bankası para talebi tahmini sonucuna göre gecelik faiz oranlarını operasyonel hedef olarak kullanmaktadır. Merkez bankası gecelik faiz oranlarıyla uyumlu olan borçlanılmış ve borçlanılmamış rezerv miktarını belirlemektedir. Para talebi istikrarlı değilse ve merkez bankası para talebinde meydana gelebilecek bir değişikliği tahmin edemezse ara hedefine ulaşmakta başarısız olmaktadır. Finansal varlıkların göreceli risk durumları, vadeleri,

pazarlanabilir olmaları, ekonomideki aktörlerin nakit yönetim becerileri ve gelecekteki gelir gibi faktörlerden herhangi birinin değişmesi sonucu para talebi değişmekte olduğundan Merkez bankasının para talebi belirlemesindeki becerisi oldukça önemlidir (Tokel, 2011: 42).

Sonuç olarak Merkez bankasının operasyonel hedef olarak gecelik faiz oranlarını seçmesi durumunda talep edilebilecek para miktarı piyasa tarafından belirlenmektedir. Dolayısıyla Merkez bankasının bilançosu endojen(içsel) bir duruma gelmektedir (Paya, 2013: 178).

1.5.2.2.Merkez Bankası Bilanço Büyüklükleri

Bilindiği üzere Merkez bankasının rezervleri ve parasal tabanı etkileme gücü yüksek olduğundan merkez bankası bu parasal büyüklükleri kullanarak ekonomik faaliyetlere yön verebilmektedir. Para politikası bağlamında ekonomi canlandırılmak için genişlemeci bir politika yürütülmek isteniliyor ise, Merkez bankası açık piyasada menkul kıymet satın alarak, rezervler ve parasal tabanda bir artış gerçekleştirilmektedir. Merkez bankası bilanço büyüklükleri ile sürdürülen genişlemeci para politikası neticesinde, bankalar tarafından verilen kredilerde ve menkul kıymet alımlarında artış olmaktadır. Para arzının artması ile kısa dönem faiz oranları düşmektedir. Faiz oranlarının düşmesi ile ekonomik faaliyetlerde canlanma olur ve merkez bankasının genişlemeci para politikası hedefine ulaşmaktadır. Aksi durumda, merkez bankası enflasyon ile mücadele amacı ile para arzını azaltarak daraltıcı bir para politikası sürdürmek ister ise bankacılık sisteminin rezervlerini açık piyasa işlemleri gibi politika araçları ile azaltır. Sistemde rezervlerin azalması sonucu faiz oranlarının yükselmesine neden olmaktadır(Tokel, 2011: 43).

Merkez bankasının operasyonel hedef olarak merkez bankası bilanço büyüklüklerini seçmesi durumunda, bu büyüklükler tarafından belirlenmekte olduğundan parasal büyüklükler egzojen(dışsal) olmaktadır (Paya: 2013: 178).

1.5.3.Doğrudan Enflasyon Hedeflemesi

1970’li yıllarda petrol fiyatlarının artması ile dünya genelinde ekonomilerde enflasyon sorunu meydana gelmiştir. Bundan sonraki dönemlerde de Merkez bankalarının nihai hedef enflasyonla mücadele kapsamında fiyat istikrarı olmuştur.

Yüksek enflasyonun yaşandığı yıllar süresince düşük büyümenin de yaşanması stagflasyon dönemini meydana getirmiştir. Stagflasyon dönemi boyunca ve sonrasında yapılan çalışmalarda enflasyonla mücadelede parasal otoritenin söylemlerinde kararlı olmaları ve taahhütlerine bağlı kalmaları etkin performans gösterilmesine neden olarak doğrudan enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanması yönündeki görüşlerin gücünü artırmıştır(Kara ve Orak, 2008: 3).

Para politikası stratejisi olarak doğrudan enflasyon hedeflemesinin belirlenmesi durumunda fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi amacı ile belli bir dönem için hesaplanan sayısal bir enflasyon hedefi ya da aralığı belirlenerek kamuoyu ile paylaşılır. Enflasyon hedeflemesinde ara hedef ya da hedefler seçilmesi gerekliliği söz konusu olmadığından para politikası diğer stratejilerden farklıdır. En önemli farklılık para politikası araçları geçmiş ya da cari enflasyon oranları yerine gelecek için hesaplanan enflasyon tahminlerine dayanmaktadır. Enflasyon hedeflemesi stratejisine göre merkez bankası kamuoyuyla paylaştığı enflasyon hedefine ulaşmak için enflasyon tahminlerinde sapmalar olması durumunda kullanacağı araçlarını ve politikalarını belirlemektedir (Akdiş, 2011: 293).

1.6.Para Politikası Araçları

Genel olarak para politikası; paranın miktarını, maliyetini ve firmalar ile hane halklarının bekleyişlerini etkilemek sureti ile ekonomik temel hedeflere ulaşmayı amaçlayan stratejilerin tamamı olarak tanımlanabilir (Önder, 2005:22). Ekonominin genelini etkileyen para politikası araçları genel para politikası araçları olarak nitelendirilmektedir. Bunlar içerisinde açık piyasa işlemleri, reeskont politikası ve zorunlu karşılıklar politikası en önemli olanlarıdır. Genel politika araçlarına destek olması amacıyla ve ekonomik konjonktüre bağlı olarak özel para politikası araçları kullanılmaktadır (Orhan ve Erdoğan, 2015:71).

1.6.1.Para Politikasının Genel Araçları

Para politikasının ekonomik değişkenleri etkilemede kullanmakta olduğu araçları genel ve özel olmak üzere iki grupta incelenmektedir. Genel para politikası araçları şunlardır(Akdiş, 2011: 268):

1. Açık piyasa işlemleri,
2. Reeskont politikası,
3. Zorunlu karşılıklar politikası,
4. Genel disponibilit e oranları,
5. Kredi tavanı politikası,

1.6.1.1.Açık Piyasa İşlemleri

Günümüz merkez bankalarının en sık kullandıkları para politikası aracı olarak açık piyasa işlemlerini görmekteyiz. Kısaca açık piyasa işlemleri; merkez bankasının piyasadaki birinci derece likidite kaynaklarının miktarının değişmesini amaçlayan döviz, altın ve tahvil gibi likidite kaynaklarını serbest piyasada alıp satması ile gerçekleşen para politikası aracıdır. Günümüzde konvansiyonel sistemde açık piyasa işlemleri merkez bankasının hazine bonosu, devlet tahvilleri, özel sektöre ait bazı tahvil ve senetlerin alınıp satılması olarak sınırlandırıldığını görmekteyiz. Ancak daha geniş çerçevede düşündüğümüz zaman merkez bankası tarafından mali aracıl rın poliçelerinin, ticari senetlerin ve benzeri mali aktiflerinde alınıp satılmasının açık piyasa işlemlerini oluşturduğu yönünde tanımlamalarda yapılmaktadır (Akdiş, 2011: 268).

Merkez bankasının para piyasasında bankalardan kıymetli senet (tahvil diyebiliriz) alım satımı yapması sonucunda bankalardaki ve dolayısıyla parasal sitemdeki likidite artmakta veya azalmaktadır. Bankaların hesaplarındaki likiditenin artması ve azalması durumunda para yaratma ve dağıtma seviyeleri etkilenmektedir. Merkez bankasının para piyasasında bankalara tahvil satması durumunda bankalar tahvil tutarını merkez bankasına  deyeceklerinden bankaların likidite oranları düşecektir. Bankalardaki likiditenin düşmesi ile birlikte yaratacakları para ve dağıtacakları kredi miktarı da düşeceğinden piyasadaki dolaşım halinde ki para miktarı azalacaktır. Merkez bankasının piyasadan tahvil alması durumunda ise; alım yapılan tahvil tutarınca Merkez bankası bankalara likidite sağlayacaktır. Bankalardaki likidite artması ile birlikte piyasadaki para miktarı da artacaktır. Bu durum açık piyasa işlemlerinin miktar etkisi olarak nitelendirilmektedir. Miktar etkisi önce banka likiditesini sonra parasal çarpan aracılığıyla para arzını etkilemektedir (Parasız,2012:77).

Merkez bankasının kıymetli tahvil yapması para arzını sadece miktar etkisi yoluyla değil aynı zamanda fiyat etkisi yolu ile de para arzını etkilemektedir. Merkez bankasının tahvil alımı yapmak üzere piyasaya çıkması durumunda tahvil talebinde artış olacaktır. Tahvillere olan talebin artması sebebi ile fiyatları artacaktır. Bir kıymetli senedin piyasa değeri ile getirisi arasında ters bir ilişki söz konusudur. Tahvilin fiyatı arttığı için getirisi azalacaktır. Faizlerin düşmesi ile birlikte para arzında genişletici bir para politikası gerçekleştirilmiş olacaktır. Açık piyasa işlemlerinin bu etkisi fiyat etkisi olarak tanımlanmaktadır(Akdiş, 2011: 270)

İzlendiği yol itibari ile açık piyasa işlemleri; kesin alış, kesin satış, geri alım vaadi ile satış (ters repo- reserve repurchase agreements) ve geri satım vaadi ile alış(repo-repurchase agreemets) olarak dörde ayrılmaktadır. Kesin alış işlemi Merkez bankasının bankalardan tahvil alması yoluyla bankaların rezervlerini artırması ile gerçekleşmektedir. Kesin satış işlemi ise merkez bankasının bankalara tahvil satması yoluyla bankaların rezervlerini azaltması ile gerçekleşmektedir. (Günel, 2010: 292) Merkez bankası kesin alış ve satış araçlarını piyasadaki likidite bolluğunu veya darlığını kalıcı olarak nitelendirdiği zaman kullanmaktadır. Geri satım vaadi ile alım (repo)merkez bankasının; kamu maaş ödemeleri, mevduat munzam karşılıklar tesisi, Merkez bankasının döviz satış müdahaleleri, disponibilite hesaplarının tutturulması, bankacılık sisteminin takas açığının büyümesi ve vergi ödeme dönemleri gibi nedenlerle piyasada ki likidite darlığını geçici gördüğü zamanlarda piyasadan tahvilleri belirlenmiş bir tarihte ve fiyatta satmak koşulu ile alarak piyasaya likidite sağlamasıdır. Geri alım vaadi ile satış (ters repo) merkez bankasının piyasadaki geçici likidite bolluğunu gidermek amacı ile bankalara belirli bir tarihte ve fiyatta almak koşulu ile tahvil satarak bankaların rezervlerini azaltmasına neden olmasıdır (Parasız, 2012:79-80).

Merkez bankası ile bankalar arasındaki depo olarak tabir edilen mevduat alım satımları da açık piyasa işlemleri türündendir. Merkez bankaları son borç verme mercii görevini üstlenmesi sebebi ile genelde gecelik faiz oranları yukarı seviyelere çıktığı zaman teminat karşılığı bankalara mevduat satışı yapmaktadırlar. Merkez bankaları faizler düştüğü zaman faizlerin aşırı dalgalanmasını önlemek amacı ile

bankalardan mevduat alımı yaparak faizlerin belirli bir faiz koridoru içerisinde veya seviyede kalmasını sağlarlar(Özatay, 2013: 447).

Özellikle son yıllarda açık piyasa işlemleri merkez bankalarının en çok kullandıkları para politikası aracının açık piyasa işlemleri olduğunu görmekteyiz. En çok açık piyasa işlemelerinin kullanılıyor olmasının nedeni açık piyasa işlemlerinin diğer araçlara göre üstünlüklerinin bulunmasıdır. Bunları kısaca şu şekilde sıralamak mümkündür (Orhan ve Erdoğan,2007:74):

- Her ne kadar açık piyasa işlemlerinde genel olarak para piyasası tercih ediliyor olsa da esas itibarı ile açık piyasa işlemleri sermaye piyasası aracılığı ile de gerçekleştirilebilmektedir. Para piyasasında tahvil alınıp satılarak yapıldığı gibi sermaye piyasasında da menkul değerler alınıp satılarak gerçekleştirilebilir. Açık piyasa işlemlerinin her iki piyasada da gerçekleştirilebiliyor olması diğer para politikası araçlarına göre daha kullanışlı olmasını sağlamaktadır.
- Açık piyasa işlemleri bizzat merkez bankası tarafından yürütülmesi sebebi ile piyasa işlem hacmini büyük bölümü merkez bankasının kontrolü altında tutulabilmektedir.
- Açık piyasa işlemleri diğer politika araçlarına oranla daha esnek bir yapıya sahiptir. Vade sürelerinin değiştirilmesi ve likidite miktarlarının değiştirilmesi ile piyasa gereksinimleri karşılama noktasında merkez bankalarına seçenek sunmaktadır.
- Açık piyasa işlemlerinde merkez bankası hata yaptığını düşündüğü anda piyasa da hiçbir negatif etkiye neden olmadan işlemi tersine çevirebilmektedir. Eğer ki piyasadan fazla miktarda likidite çekmiş ise hemen bankalardan tahvil satın alarak piyasaya likidite sağlayabilmektedir.
- Açık piyasa işlemlerinde yönetsel gecikmeye yer yoktur ve uygulaması kolaydır.

1.6.1.2.Zorunlu Karşılık Oranı (R_r)

Merkez bankası; mevduat toplayan finansal kurumlardan toplanılan mevduatın merkez bankası tarafından belirlenen bir oranını merkez bankasında tutmasını

zorunlu kılınmaktadır. Zorunlu karşılık oranı (R_r) merkez bankası tarafından artırılmakta ise piyasadaki likidite azaltılarak daraltıcı bir para politikası yürütülmektedir. Ters durumda, R_r oranı merkez bankası tarafından düşürülmekte ise piyasadaki likidite artırılarak genişletici bir para politikası yürütülmektedir (Parasız,2012:81).

Zorunlu karşılık oranı piyasayı sadece bankalardaki likiditenin azalması yönüyle etkilememektedir. Bankaların para yaratma sürecini de etkilemektedir. (R_r) oranının yükselmesi ile birlikte bankalar daha az kredi kullandırabilecekler dolayısıyla daha az para yaratılmış olacaktır. Bankaların her birim mevduat başına düşen kredi miktarının azalmasıyla birlikte bankaların karlılık oranları da düşecektir (Özatay, 2013:447).

Zorunlu karşılık oranını ekonomideki likiditeyi kontrol etmek amaçlı kullanılan para politikası araçlarındandır. Miktar etkisi yüksek olan zorunlu karşılık oranının esnek bir politika aracı olmayışı bir takım dezavantajları da beraberinde getirmektedir. Bu dezavantajları şu şekilde sıralayabiliriz (Parasız,2012:82):

- Merkez bankasının zorunlu karşılık oranlarını değiştirmesi finansal sistemdeki bütün bankaları etkileyecektir. Ancak bankacılık kesiminin para yaratma fonksiyonu birkaç büyük bankanın veya belli bir merkezde yoğunlaşmış ve küçük yerlerde ve bankalarda likidite darlığı söz konusu ise zorunlu karşılık oranının artması para yaratma fonksiyonunu kısıtlayacağından küçük bankaları daha da zorlayıcı olacaktır. Küçük bankaların etkilenme oranı ile piyasada para yaratmanın yoğunlaştığı büyük bankaların etkilenme oranı aynı olmayacaktır. Bu da bankacılık sektöründe haksız rekabete neden olacaktır.
- Finansal piyasalarda banka niteliğinde olmayan fakat faaliyet gösteren diğer kurumların zorunlu karşılık oranından muaf olmaktadır. Bu durum zorunlu karşılık oranından muaf olan kurumları piyasada imtiyazlı bir duruma getirecektir.
- Zorunlu karşılık oranı piyasadaki likidite oranında ufak ayarlamalar yapmaya uygun bir para politikası aracı değildir. Çünkü zorunlu karşılık oranındaki

çok ufak bir değişim piyasadaki likidite oranında çok büyük değişmelere neden olabilmektedir.

- Zorunlu karşılık oranında değişim yapılması hesaplarında fazla likiditesi bulunmayan bankaları ellerindeki kıymetli evrakları satmasına neden olabilmektedir.
- Zorunlu karşılık oranının para politikası olarak kullanımında bütün bu zorlukların yaşanmasının yanı sıra zorunlu karşılık miktarının bankalarca tesisi zaman almaktadır. Bu nedenle para politikasının uygulanmasında zorunlu karşılık oranı zamanlama anlamında etkin olmayabilmektedir.

Merkez bankası tarafından zorunlu karşılık oranının para politikası aracı olarak kullanımının belirgin zorlukları olmuş olsa dahi finansal sistemin sağlığı açısından zorunlu karşılık oranı gereklidir. Günümüzde en gelişmiş finansal piyasalar dahi risk konusunda bazen gerekli duyarlılığı göstermemektedirler. Zorunlu karşılık oranının etkin olmadığı bir finansal sistemde bankalar her birim mevduattan daha fazla kar oranı elde edebilmek adına mevduatların tamamını kar elde edebileceği varlıklara dönüştürme riski vardır. Böyle bir durumda beklenmedik bir mevduat çıkışı halinde finansal sistem zor duruma düşecektir (Özatay, 2013: 448).

1.6.1.3.Reeskont Politikası

Kelime anlamı itibari ile reeskont yeniden iskonto etmek demektir. Merkez bankasının ticari bankaların ve finansal kurumların ellerindeki mevcut olan senetleri kırmak için uyguladığı faiz oranına reeskont oranı denmektedir (Akdiş, 2011: 271). Aynı zamanda merkez bankası bazı finansal kurumlara belirlenen reeskont faiz oranları ile kredi vermektedir. Merkez bankası hangi tür banka veya finansal kuruma reeskont kredisi verebileceğine kendisi karar vermektedir. Merkez bankaları sadece mevduat bankalarının değil leasing ve factoring kurumlarının da bu kredi olanağından kullanmasını karar almış ise bu kurumlara da reeskont kredileri sağlanmaktadır. Yalnız reeskont kredileri bankaların sadece geçici likidite gereksinimlerini karşılamak amacı ile verilmektedir. Merkez bankaları reeskont kredilerine karşılık bankalardan ve finansal kurumlardan teminat istemektedirler. Teminat olarak genellikle hazine tahvilleri veya kredi notu çok yüksek özel sektör

borçlanma senetleri kullanılmaktadır. Merkez bankaları bankalardan veya finans kurumlarından istedikleri teminatların çeşitlerini değiştirerek de piyasanın likiditesini etkileyebilmektedir (Özatay, 2013: 449).

Merkez bankalarının iki çeşit reeskont politikası uygulamaktadır (Paya, 2013: 185):

Merkez bankasının reeskonta kabul edeceği senetleri tanımlayarak bir sınır getirmesine kalitatif reeskont politikası denmektedir. Özellikle selektif kredi politikalarında görülen bir politikadır. Bu politikayla birlikte merkez bankaları reeskonta kabul edecekleri sektörleri belirlerler. Merkez bankaları tarafından sadece sektörel anlamda değil vade anlamında da sınırlama getirilebilmektedir.

Merkez bankalarının bankaların reeskonta verebilecekleri senetlere sınırlama getirmesine ve reeskont faiz oranlarını değiştirmesine kantitatif reeskont politikası denmektedir.

Merkez bankasının reeskont oranlarını artırması ve azaltması piyasadaki para arzı üzerinde ve faiz oranları üzerinde etkili olmaktadır. Merkez bankasının reeskont oranlarını azaltması halinde bankalar da senet kırma işleminde daha düşük faiz uygulayacaklardır. Aynı zamanda bankalar ellerinde mevcut bulunan senetleri de düşük faiz maliyetle paraya çevirebilecek ve kaynak sağlayacaklardır. Merkez bankasının reeskont oranlarını artırması halinde bankalar da senet kırma işleminde daha yüksek faiz uygulayacaklardır. Bununla birlikte ellerinde yüksek faiz maliyetinden dolayı mevcut bulunan senetleri de kırdırmaktan imtina edeceklerdir (Akdiş, 2011: 271).

Reeskont politikasının psikolojik bağlamda beklentiler ve yönelişler üzerinde etkinliği oldukça yüksektir. Reeskont oranlarının artırılması piyasalarda merkez bankasının daraltıcı bir para politikası uygulamakta olduğu sinyalini verir ve piyasalar bu anlamda beklenti ve yönelimlerini konumlandırarak tedbirlerini alırlar. Bu durum merkez bankasının hedefine ulaşmasını kolaylaştırıcı bir etki oluşturmaktadır. (Akdiş, 2011: 276-277)

Yabancı sermayeye erişim olanağının olduğu durumlarda reeskont politikasının etkinliği azalmaktadır. Özellikle fiyat yükselmelerinin yaşandığı piyasa koşullarında reeskont oranlarının yükseltilmesi bankaların reeskont işlemine yönelmesini gereksiz kılmaktadır. Para piyasasına uluslararası sermayenin yüksek kazanç elde etmek amacıyla girmesi bankalar için finansman ihtiyacını gidermekte alternatif olmaktadır (Parasız,2012:82).

Reeskont politikasının etkinliği bankaların fon ihtiyaçlarına göre değişmektedir. Merkez bankasının para arzını ve para yaratma yoğunluğunu etkilemeye ilişkin reeskont oranını artırması durumunda bankaların fon ihtiyacı az ise politikanın etkinliği de az olacaktır. Finansman ihtiyacının derecesine göre politikanın etkinliği artacak veya azalacaktır. Ayrıca reeskont politikasının etkinliği kredi talep edenlerin faiz ve talep esnekliğine göre de değişiklik arz etmektedir. Reeskont oranının yükselmesi ile birlikte bankaların kredi faiz oranları yükselecektir. Ancak bu noktada politikanın etkinliği kredi talep edenlerin talep esnekliğine ve faiz oranlarından etkilenmelerine göre değişken olacaktır (Akdiş, 2011: 277).

Merkez bankasının para politikası aracı olarak reeskont oranlarını kullanması enflasyonun yüksek olduğu durumlarda etkin bir politika aracı değildir. Enflasyon dönemlerinde reeskont oranlarının artırılması dolayısıyla faiz oranlarının artırılması istenen etkiyi sağlamayacaktır. Banka kredilerinin maliyeti firmaların diğer maliyetleri içerisinde kendini hissettirmekte geride kalabilir. Zaten enflasyon dönemlerinde firmalar enflasyon farkı gibi maliyetleri satışlarına yansıtılabildiklerinden faiz maliyetinin de kolayca fiyatlarına yansıtmaktadırlar (Parasız,2012:84).

1.6.1.4.Genel Disponibilite Oranları

Kavramsal olarak disponibilite satılabilir varlık anlamını taşımaktadır. Bankaların yükümlülükleri karşılığında Merkez bankasında tuttukları satılabilir varlıklara disponible değerler denilmektedir. Likiditesi yüksek bu değerlerin bankaların yükümlülükleri oranında Merkez bankasında tutulmaları disponibilite oranı politikası olarak ifade edilmektedir. Disponibilite oranı= disponible değerler (likiditesi yüksek varlıklar)/ yükümlülükler. Disponibilite oranının ne olması

gerektiğinin kararı Merkez bankalarına aittir. Merkez bankası disponibl değerler ve yükümlülükleri değiştirerek bankaların kredi hacimlerini etkilemektedir (Yurt, 2005: 142).

Merkez bankaları disponibl değerlerin içeriğini ve yükümlülüklerle oranını değiştirerek para arzını dolaylı bir şekilde kontrol edebilmektedir. Para otoritesi konumundaki Merkez bankası ticari bankaların ve mali aracılarn ellerindeki fonların belli bir oranı ile Merkez bankasınca belirlenen tahvil ve bonoları satın almaya zorlayabilir. Ayrıca Merkez bankası, bankalardan bu fonların belli bir oranının Merkez bankasında serbest mevduat olarak veya kendi kasalarında nakit olarak bulundurmasını isteyebilmektedir. Merkez bankasında serbest mevduat ve bankaların kasalarında nakit para yolu ile para arzı miktarı kontrol edilebilmektedir. Disponible değerler faiz oranları yoluyla piyasada etki gösterecektir. Piyasada bulunan finansal varlıkların getiri oranları disponibl varlıkların faiz oranlarından yüksekse, kamuya düşük faizli fon aktarımı gerçekleşmiş olurken bankaların fonlama maliyeti artmaktadır. Merkez bankasının disponibilite zorunluluğu uygulaması bankaların bu bağlamdaki fonlarının Merkez bankası yükümlülüğünde olması anlamına gelmektedir. Disponibilite oranları politikasını Merkez bankası hem dolaylı hem de direkt politika aracı olarak kullanabilmektedir. Şöyle ki, Merkez bankası bankaların bütün yükümlülüklerini kapsayıcı bir biçimde disponibilite politikası uygularsa direkt bir politika olmaktadır. Eğer bankaların yükümlülüklerinin belli bir bölümünü kapsayıcı bir biçimde olursa dolaylı etki gösteren bir politika olmaktadır. (Yurt, 2005: 143).

1.6.2.Para Politikasının Özel Kontrol Araçları

Merkez bankası para politikası araçlarının temelini teşkil eden genel araçları bir takım özel araçlarla desteklemektedir.

1.6.2.1.İkna Etme

Merkez bankası ekonomik birimler arasındaki konumunu ve otoritesini kullanarak finansal kurumları istediklerini yapma konusunda ikna edebilmektedir. Ekonomik konjoktüre bağlı olarak kredi verme faaliyetlerini düzenleyebilmektedirler. Bankaları ve diğer finansal kuruluşları kamu yararına

hareket etme noktasında teşvik edebilirler. Somutlaştırmak gerekirse Merkez bankaları enflasyonun artış gösterdiği durumlarda toplam talebin artışının enflasyonu daha da artırmasının önüne geçmek için bankalardan kredi hacmini azaltmalarını talep edebilir (Orhan ve Erdoğan, 2015: 78).

1.6.2.2. Selektif Kontroller

Merkez bankası selektif kontroller ile piyasadaki toplam rezerv miktarını ve faiz oranlarını etkileyebilmektedir. Selektif kontroller ile hedef doğrultusunda sadece belirlenen sektörlerin etkilenmesi sağlanabilmektedir. Bankaların kredi hizmetleri üzerine uygulanan kontroller bu politika aracının en önemli kısmını oluşturmaktadır. Örneğin ekonomide yaşanan kriz gibi veya ülkede olası savaş gibi beklenmedik ciddi sorunlar dâhilinde merkez bankası uzun vadeli tüketici kredisi imkânı sağlayabilmektedir. Ekonomide belirlenen bir sektör desteklenmek istenildiği zaman bu sektöre özgü kredilerin vadelerinde ve hacminde genişleme sağlanabilmektedir. Örneğin politika gereği dayanıklı tüketim mallarının üretimi desteklenmek istenilmekte ise bu ürünlere olan talebi etkilemek amacı ile verilen kredilerin miktarı ve vadeleri değiştirilmektedir. Sonuç olarak ta toplam talep artırılmış olmaktadır. Tersine bir durumda enflasyonist bir süreç yaşanması durumunda kredi tavanı uygulaması ile kredi hacminde daralma oluşturularak toplam talebin düşmesi sağlanabilmektedir (Orhan ve Erdoğan, 2015: 78).

Bankaların Merkez bankasına verdikleri iskonto edilebilir varlıkların yapısında ve miktarında düzenlemeler ile farklılaştırılmış iskonto oranları para politikası aracı olarak kullanılmaktadır. Merkez bankası bankalar tarafından kendisine getirilen senet mahiyetindeki iskonto edilebilir varlıkların içeriklerine göre farklı iskonto oranları uygulayabilmektedir. Bunun sonucunda Merkez bankası gelişmesini istediği veya frenlemek istediği sektörlerin iskonto edilebilir varlıklarına farklı iskonto oranı uygulamaktadır. Bu politikanın etkinliğinin yüksek olabilmesi için bankaların Merkez bankasına verdikleri iskonto edilebilir varlıkların hacminin yeterli büyüklükte olması gerekmektedir (Parasız, 2012: 85). Örneğin ihracatı destekleyen, ihracat yapanlara uygun kredi imkânları sunan bankalara farklı iskonto oranları uygulanırsa, para politikası aracılığıyla ihracat desteklenmiş olur.

1.6.2.3.Boş Konuşma

Para otoritesi konumunda olan Merkez bankası ekonomideki duruma göre gerçekleri saptırma veya gizleme yolunu seçebilmektedir. Merkez bankası ekonomik birimlerin motivasyonunu düşürmemek için herhangi kötü durum karşısında gerçekleri gizleyebilmektedir. Ekonomide olumlu hava sağlayacak şekilde konuşmalarla ekonomide canlılığı sürdürmektedir.

1.6.2.4.İthalat Depozito Zorunluluğu

Merkez bankaları ithalat yapan kurumlardan ithal ettikleri tutarın belli bir oranı tutarını Merkez bankasına yatırmalarını talep edebilmektedir. Uygulanan ithalat depozito zorunluluğu bütün malların veya bazı malların ithalatına uygulanarak piyasaya ayarlama yapılabilir. Eğer belli malların ithalatına depozito zorunluluğu uygulaması yapılıyorsa ithalatın yapıldığı sektörleri yöneltme söz konusu olabileceği gibi tüm malların ithalatına yapılan depozito zorunluluğu uygulaması enflasyonist baskıyı kırabilmektedir (Koçyiğit, 2009: 13).

İKİNCİ BÖLÜM

İSLAM İKTİSADI BAĞLAMINDA PARA TALEBİ, BANKACILIK VE PARA ARZI

2.1.İSLAM İKTİSADI BAĞLAMINDA PARA TALEBİ

Paranın değerinde istikrarın sağlanması İslam iktisat perspektifinde öncelik arz eden konuların başında gelmektedir. Çünkü İslam'ın hayatın her safhası için özellikle vurguladığı temel ilkelerin başında adalet gelmektedir. İnsanlar arasındaki eşitsizlik ve sistemde eşitsizliğe neden olacak hatalar toplumdaki adalet ve barış ortamının kaybolmasına sebep olmaktadır. Paranın değerindeki istikrarsızlık enflasyon sebebiyle toplumdaki sosyal adaleti bozmaktadır. Fiyat istikrarını sağlamak için para arzı ve para talebinin dengede olması gerekmektedir. (Chapra, 1996: 30)

İslam iktisat perspektifinde merkez bankasının başlıca görevlerinden biri de fiyat istikrarını sağlayarak ekonomiyi enflasyonun negatif etkilerinden arındırmaktır. Para politikası bağlamında para arzının kontrolü büyük oranda merkez bankalarının güdümündedir. Para arz ve talebinin dengede olması ile fiyat istikrarının sağlanması temel olduğundan merkez bankacılığı bağlamında İslam iktisat görüşü para talebine ve para talebinin hesaplanmasına ayrıca önem atfetmektedir. Merkez bankası para arzı kontrolünü ekonomideki para talebine göre yaparsa para politikası hedeflerinden olan enflasyonla mücadele sağlanmış olacaktır.

2.1.1.Para Talebine Teorik Yaklaşım

Bugünkü anlamıyla para politikası çerçevesinde İslam iktisadında para talebi üzerine yapılan ilk çalışmalar 1970'li yılların sonu 1980'li yılların başından itibaren sürdürülmektedir. İlk çalışmalar daha çok fıkri yaklaşımlardan oluşmaktadır. Bugünkü anlamıyla İslami bankacılığın ilk ortaya çıkış tarihini 1960'lı yıllar olarak ele aldığımız zaman para politikası noktasında teorik yaklaşımlar görece geç kalmış olarak algılanabilmektedir. Ne var ki İslami bankacılığın gelişimi 1980'lerde başlamıştır ve bu durum ele alındığında aslında para politikasına dair görüşler erken filizlenmiştir. Özellikle bizim de üzerinde duracağımız İslam iktisat perspektifinden

para talebine teorik anlamda ilklerden olan yaklaşım Umer Chapra'nın yaklaşımıdır. Esasında Umer Chapra İslam iktisat perspektifinin para talebi konusunda bilimsel anlamda yeni bir teori getirmemiştir. Var olan konvansiyonel sistem çerçevesinde ortaya konulan para talebi teorilerini İslam iktisat anlayışı ile yorumlayarak, İslam iktisat perspektifinin para talebi yaklaşımını bu teoriler arasında konumlandırmıştır. İslam iktisat perspektifine göre ekonomideki bireyler ve firmalar tarafından para talebi temel olarak iki nedenden dolayı ortaya çıkmaktadır. Bunlar mübadele gereksinimi ve ihtiyati gereksinimlerdir. Konvansiyonel iktisat perspektifinden Keynes'in de ortaya koyduğu likidite tercihlerinin yani para talebinin sebeplerinden ilk ikisi İslam iktisat perspektifinden bireylerin ve firmaların para taleplerinin sebeplerindendir. İslam iktisat perspektifine göre bireyler ve firmalar mübadele sebebiyle ve ihtiyat sebebiyle para talep etmektedirler. Keynes'in likidite tercihi teorisine göre para talebi şu şekildedir:

$$M_d = kY + L(r)$$

Spekülatif para talebi İslam iktisat perspektifiyle ekonomide önemsizdir. Keynesyen yaklaşımda spekülasyon sebebiyle para talebi faizin fonksiyonudur. İslam iktisadında faizin varlığının söz konusu olmaması ile birlikte spekülatif sebeple para talebi minimum hatta yok olarak ifade edilmektedir. İslam iktisadının kurallarına uygun finansal varlıklara olan talep konvansiyonel sistemdekinden farklıdır. Bu sebeple para talebi şuna dönüşmektedir:

$$M_d = kY$$

Anlaşılabacağı üzere bu haliyle para talebi k 'nın para dolaşım hızını gösteren V 'yi temsil etmesiyle Cambridge yaklaşımının miktar teorisine dönüşmüştür. Hem Cambridge yaklaşımında hem miktar teorisinde spekülatif amaçlı para talebine yer verilmemiştir. Orijinal miktar teorisi ile karşılaştırılırsa, (V) paranın dolaşım tahmin edilebilir mahiyettedir, (V) paranın dolaşım hızı sabit değildir. Bugün de para politikası uygulayıcıları politikanın verimliliği için (V) paranın dolaşım hızını tahmin edebilme gayretindedirler. (Chapra, 1983: 34).

Chapra'ya göre mübadele sebebiyle ve ihtiyat sebebiyle para talebi, gelir ve gelir dağılımının fonksiyonudur. Bu nokta itibari ile İslam iktisadı bağlamında mübadele ve ihtiyat sebebiyle para talebi, Keynesyen mübadele ve ihtiyat sebebiyle para talebinden ayrılmaktadır. Çünkü Keynes'in likidite tercihi teorisinde para talebi yalnızca gelirin fonksiyonu idi ve faiz oranlarının mübadele ve ihtiyat sebebiyle para talebine etkisi ise çok azdır. David Laidler'in 1972'de yayınlamış olduğu *The Demand for Money: Theories and Evidence* çalışmasında gelir dağılımının değişmesiyle birlikte para talebinin de değişmekte olduğunu açıklamaktadır. Veri bir toplam gelirden, gelir dağılımı daha eşit bir hale geldikçe para talebi artmaktadır. İslam iktisat perspektifinde otorite fiyat istikrarını temin etmeye çalıştığı kadar eşit gelir dağılımını da hedeflemek durumundadır. Ekonomik hedeflerden olan gelir dağılımı eşitliği ekonomide hâkim oldukça para talebinin miktarı artacaktır. Keynes'in likidite tercihi teorisinde para talebine gelir dağılımının etkisinden bahsedilmemiş ve fonksiyonu olarak ele alınmamıştır.

Bilindiği üzere İslam iktisat sisteminde faize yer yoktur ve bireylerin mali durumlarına göre zekât zorunluluğu vardır. Ekonomiden faizin kaldırılması ve % 2,5 oranında zekât zorunluluğunun getirilmesiyle birlikte spekülasyon sebebiyle para talebi minimize olacaktır. Bunun sebeplerini şu şekilde sıralamak mümkündür (Chapra, 1983: 33) :

- Faiz içeren hiçbir varlığın finansal ve reel sektörde yeri yoktur. Bu nedenle parayı elde tutmanın iki yolu olacaktır. Bunlardan birincisi hiçbir getirisi olmayan nakit şekilde elde tutmak, ikincisi ise kar zarar ortaklığı içeren yatırım varlıkları şeklinde tutmak. Bireyler veya firmalar eğer ki paralarını nakit şekilde tutarlarsa hiçbir gelir elde etmeyeceklerdir. Ancak kar zarar ortaklığına dayalı yatırım varlıkları alırlarsa en azından kar payı getirisi elde edeceklerdir. Keynes'in Konsol adlı finansal varlık çerçevesinde teorisini ortaya koyduğu gibi Chapra para talebine teorik yaklaşımında da İslami prensiplere uygun finansal varlık olarak sadece hisse tabanlı yatırım ortaklığı varlıklarını ele almıştır.
- Kısa dönem olabileceği gibi risk durumuna ve vadesine göre uzun dönem yatırım varlıklarına yatırım yapılması da mümkündür. Chapra burada

Keynes'in tek yatırım aracı olan uzun vadeli Konsol adlı tahvil yerine bireylerin ve firmaların farklı vadeler ve farklı risk yapılarına sahip değişken finansal varlıklara yatırım yapmalarını da göz önünde bulundurmıştır. Keynes'in yaklaşımına göre bireylerin ve firmaların likidite tercihlerinde para ve tahvil arasında "ya hep ya hiç" durumu söz konusudur. James Tobin, Keynes'in likidite tercihi teorisini bu noktada geliştirerek portföy yaklaşımını ortaya koymuştur. Chapra bu noktada İslam İktisat perspektifinin para talebi yaklaşımını Tobin'nin yaklaşımıyla özdeşleştirmektedir. Bireyler ve firmalar aldıkları riske göre ve vadeye göre daha fazla veya daha az kar payı getirisi beklentisinde olmaktadır. Bireyler ellerinde hiç getirisi olmayan nakit para tutmaktansa en azından getirisi az olsa da riski az varlıklara yatırım yapacaklardır. Belirtmekte fayda var ki, İslam iktisadı çerçevesinde faiz dâhil olmak üzere bütün operasyonel maliyetler çıkarıldıktan sonra dahi kârın negatif çıkma durumu nadir görülmektedir.

- Hiçbir getirisi olmadığı halde bireylerin ve firmaların mübadele sebebiyle ve ihtiyat sebebiyle tutulan para miktarının üzerinde nakit para tutmak istemesi rasyonel bir davranış değildir. Para tutmanın hiçbir getirisi olmadığından bireyler ve firmalar mübadele ve ihtiyat sebebiyle tutulan miktarını minimuma indirerek fazlasını kâr getirisi olan yatırım varlıklarında değerlendirecektir. Kâr getirisi olan varlıklarla birlikte zekâtın kısmi erozyona sebep olan etkisinden kaçınılabilecektir. İslam iktisat sistemi çerçevesinde bakılmakta ise de ekonomi de enflasyonun varlığından söz etmek mümkün olabileceğinden paranın enflasyonla erimesine izin vermemek için bireyler ve firmalar parayı nakit tutmak yerine kâr getirisi sağlayan varlıklarla değerlendirecektir.

Chapra'ya göre kâr getirisi sağlayan hisse tabanlı yatırım varlıkları için para talebi mübadele sebebiyle talep edilen paranın bir parçasını oluşturmaktadır. Kâr getirisi sağlayan bu varlıklara olan talep beklenen kâr oranları tarafından belirlenecektir. Kâr oranlarıyla ilgili beklentiler faiz oranlarından farklıdır. Kâr getiri oranları faiz oranları gibi (ex-ante) önceden belirlenmemektedir. Kâr getiri oranları (ex-post) yatırımın nihayetindeki kâra göre belirlenmektedir. Faiz oranlarında

haftalık veya günlük (hatta anlık) dalgalanmalar yaşanırken kâr getiri oranlarındaki dalgalanmalar daha uzun vadelerde gerçekleşmektedir. Kâr oranlarındaki dalgalanmaların daha az ve daha uzun vadede olması sebebiyle toplam mübadele sebebiyle para talebinin daha istikrarlı olacağı savunulmaktadır. Bununla birlikte toplam çıktı düzeyinin belirlenmesinde de kâr oranlarının etkin olacağı savunulmaktadır. (Chapra, 1996: 34). Genel olarak bütün İslam iktisatçıları tarafından kâr oranlarının para politikası aracı olarak kullanılabileceği savunulmaktadır.

İslami kurallara uygun ortaklığı temel alan yatırım varlığı ile para talebi arasındaki ilişkiyi şu şekilde göstermek mümkündür (Awad ve Soliman, 2016: 70):

$$M_d / P = f [y, \alpha_c (= 1 - g_b) R^e]$$

R^e = beklenen yatırım ortaklığı varlık getirisi

g_b = yatırım ortaklığı varlığından bankanın kâr payı oranı

α_c = yatırım ortaklığı varlığını alan yatırımcının elde ettiği getiri oranı

Belirtilen fonksiyon çerçevesinde para talebi ile kâr zarar paylaşımına dayalı yatırım ortaklığı varlığı arasında ters yönlü bir ilişki söz konusudur. Kâr zarar paylaşımına dayalı yatırım ortaklığı varlığının yatırımcısına sağladığı gelir arttıkça para talebi azalacaktır. Çünkü para tutmanın fırsat maliyeti artmış olmaktadır.

İslam iktisatçıları tarafından Friedman'ın modern miktar kuramı da İslam iktisadi perspektifinden yorumlanmıştır. Friedman'ın modern miktar kuramında para talebinin bireylerin gelirlerinin ve hisse senedi veya tahvil getirilerinin fonksiyonu olduğudur. Friedman'a göre para talebi (Awad ve Soliman, 2016: 72) :

$$M_d / P = f (Y_p, R_b - R_m, R_e - R_m, \pi^e - R_m)$$

Eşitliğin sol tarafı reel para talebini ifade etmektedir. Y_p ,sürekli gelir, R_b , beklenen tahvil getirisini, R_e , beklenen nominal hisse senedi getirisini, R_m ,beklenen nominal para getirisini ve π^e , beklenen enflasyon oranını ifade etmektedir. Friedman'a göre para talebi faiz oranlarına duyarlıdır çünkü paradan elde edilen

faiz getirisi hisse senedinden elde edilen getiri seviyesine ulaşınca kadar varlığını sürdürecektir. Aynı durum para ve tahvil getirisi arasında da geçerlidir. $R_b - R_m$, $R_e - R_m$, $\pi^e - R_m$ şeklinde ifade edilen fırsat maliyetleri para talebinde önemli değişikliğe yol açmayacaktır. İslam iktisadı perspektifinden Friedman'ın miktar kuramı doğrultusunda para talebini şu şekilde ifade etmek mümkündür (Awad ve Soliman, 2016: 72):

$$M_d/P = f(y, P_c, P_c^e, RP_s, RP_e)$$

M_d/P , reel para talebi; y , reel gelir; P_c , paranın fiyatı; P_c^e , paranın beklenen fiyatı; RP_s , sukukun¹ görelî fiyatı; RP_e , hisse senedinin görelî fiyatının fonksiyonu olarak ifade edilmiştir. Keynes ve Friedman para tutmanın fırsat maliyetini veya likiditeden vazgeçmenin ödülü faiz olarak nitelendirmişlerdir. İslam iktisadı perspektifinde ise Keynes ve Friedman'ın aksine elde para tutmanın maliyeti vazgeçilen reel mal ve hizmettir. Paranın fiyatı parayı elde edebilmek için vazgeçtiğimizdir. Yani fiyat seviyesinin tersidir ve toplamda fiyatlar genel seviyesinin tersidir. Somutlaştırılacak olursa X malının fiyatı 0.25 pound ise 1 pound'un fiyatı 4X malıdır. Faiz oranları %10 ise ekonomideki birimler 1 pound ödünç almak için 10 pence borçlanacaklardır. Dolayısıyla bu bakış açısından faiz, paranın kirası veya kredinin fiyatı olarak ifade edilmektedir. Ancak, belirli bir zaman diliminin sonunda borç alınan para anapara ve faiz ile birlikte ödenecektir. Açıkça görülmektedir ki, parayı borç almak ile satın alınan malın maliyeti aynı değildir. Dolayısıyla faiz oranı paranın fiyatı değil parayı borçlanmanın fiyatı olmuş olacaktır. Paranın fiyatındaki değişim hem borç verilen parayı hem de borca karşılık ödenen kiranın yani faiz miktarını etkilemektedir. Üretilen ve tüketilen, mallar ve hizmetler için harcanan bir birim paranın satın alma gücü olan P_c , GSYİH deflatörü veya TFE ile $P_c = 100 / TFE$ şeklinde hesaplanmaktadır. Hisse senedi için harcanan bir birim paranın satın alma gücü olan P_e , hisse fiyat endeksi $P_e = 100 / \text{hisse fiyat endeksi}$ ile hesaplanmaktadır. Hisse senedi için harcanan bir birim paranın satın alım gücünün hizmet veya ürün için harcanan bir birim paranın satın alım gücüne görelî fiyatı R/P_e

¹ Awad ve Soliman Friedman'ın modern miktar teorisindeki tahvile alternatif olarak İslami finans kurallarına büyük ölçüde uygunluğu kabul edilen varlığa dayalı menkul kıymet olan sukuku kullanmıştır.

= P_e / P_c , TFE/ hisse fiyat endeksi ile hesaplanmaktadır. (Awad ve Soliman, 2016: 72-73)

Md/ P reel para talebi ile P_c , P_c^e , RP_s , RP_e değişkenleri arasındaki ilişkiler şu şekildedir (Awad ve Soliman, 2016: 73-74):

- Reel para talebi ile üretilen ve tüketilen, mal ve hizmet için harcanan bir birim paranın satın alım gücü olan P_c arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Yüksek fiyat seviyesi paranın alım gücünü düşürür sonuç olarak elde nakit tutmanın maliyeti azalır ve para talebi artar.
- P_c^e , beklenen üretilen ve tüketilen, mal ve hizmet için harcanan bir birim paranın satın alım gücü ile reel para talebi arasında aynı yönlü bir ilişki söz konusudur. Gelecekteki deflasyon nedeni ile satın alım gücündeki artış beklentisi bireylerin ve firmaların bugün daha fazla para tutmalarına neden olur.
- Hisse senedi için harcanan bir birim paranın satın alım gücünün hizmet veya ürün için harcanan bir birim paranın satın alım gücüne göreli fiyatı, TFE/ hisse senedi fiyat endeksi ile para talebi arasında ters yönlü bir ilişki söz konusudur. Hisse senedi fiyatlarının artması ile bir birim paranın hisse senedi satın alım gücü azalmaktadır. RP_e 'nin düşmesi ile hisse senetleri için talep azaldığından bireyler ve firmalar ellerinde daha fazla para tutarlar.
- $RP_s = P_s / P_c$ (=TFE/ sukuk fiyat endeksi) sukuk için harcanan bir birim paranın satın alım gücünün hizmet veya ürün için harcanan bir birim paranın satın alım gücüne göreli fiyatı ile para talebi arasında ters yönlü bir ilişki vardır. İslam iktisadı perspektifine uygun kâr getirisi sağlayan finansal ürünün satın alanları tarafından beklenen getirisi sukukun göreli fiyatı para talebi ile ilişkisini anlamlandırmak için kullanılmaktadır. Beklenen sukuk getirisi : $\alpha_c (= (1 - g_b) R_e)$ ile sukuk fiyatı arasında aynı yönlü bir ilişki mevcut iken para talebi ile arasında ters yönlü bir ilişki mevcuttur. Beklenen sukuk getirisi arttıkça para talebi azalacaktır çünkü elde para tutmanın maliyeti artacaktır.

Parasal otoritenin İslam iktisat perspektifiyle para politikası bağlamında gelir dağılımına gerekli ağırlığı vermesiyle toplam para talebi ve toplam çıktı düzeyinin daha istikrarlı ve öngörülebilir nitelik kazanması vurgulanmaktadır (Chapra, 1996: 34).

İslam iktisat perspektifinde Merkez Bankası para talebini, tam istihdamla birlikte istikrarlı fiyatlar ve diğer sosyo-ekonomik hedeflere uygun politikaların gerçekleştirilmesi koşullarında hesaplayarak para arzını düzenlemelidir.

2.1.2. Para Talebi Üzerine Ampirik Çalışmalar

Genel olarak İslam iktisadi çalışmaları arasında para teorisi ve politikası çalışmaları sınırlı sayıdadır. Birkaç istisna dışında İslam iktisadi perspektifinden para teorisi ve politikası çalışmalarının da genellikle teorik kaldığı görülmektedir. Bunun nedeni İslam iktisatçılarının konuya yeterli ilgi göstermemesinden daha çok yeterli datanın ve ampirik çalışma için uygun koşulların olmayışıdır. Büyük çoğunlukla İslami prensiplere uygun hizmetler sağlayan finansal kuruluşların bulunduğu ülkelerde konvansiyonel faiz tabanlı finansal hizmet sağlayan finansal kuruluşların sektörde büyük bölümü oluşturduğu ikili finansal sistem mevcuttur. Sadece İslami prensiplere uygun finansal sisteme sahip ülke sayısı birkaç tane ve küçük ölçekli ekonomilerdir. Ampirik çalışma için gerekli bilgiler uzun soluklu ve güvenilirliği yüksek değildir. Özellikle son birkaç on yılda konvansiyonel sistemde yaşanan finansal krizlerinde etkisiyle faizsiz sistemin daha sağlıklı ve istikrarlı bir finansal sistem sağladığı iddiasıyla çalışmalar artmıştır. Tunus, Pakistan ve İran gibi son birkaç on yıldır ekonomilerini İslami prensiplere uygun hale getirmeye çalışan ve finansal sistemlerinde faiz yasağını uygulayan ülkeler üzerinde ampirik çalışmalar yapılmaktadır (Kia ve Darrat, 2003: 1). Mısır ve Türkiye gibi ikili sisteme sahip ülkelerle de konvansiyonel sistemle karşılaştırmalı çalışmalar sınırlı sayıda mevcuttur. İslami prensiplere uygun bankacılığın sektörel bazda büyük paya sahip olduğu Malezya da çalışmalar görece fazla sayıdadır.

Faizsiz ve kâr zarar ortaklığı tabanlı bankacılık sistemi bağlamında değişken parasal toplamalar için para talebi üzerine İslam iktisatçıları tarafından çalışmalar yapılmıştır. İstikrarlı ve düzgün hareket eden toplam para talep fonksiyonu, etkin ve

düzgün çalışan bir para politikası amacında olan bütün ekonomi otoriteleri için önemli olsa da özellikle İslami perspektif ile para politikası belirlemeye çalışan otorite için hayati önem taşımaktadır. Faizsiz sistemde yönetimi üstlenen parasal otorite, politikasını para arzına dolayısıyla para talebine dayandırmaktadır. Toplam para talebinin hesaplanması ve para arzının bu minvalde düzenlenmesi gerekmektedir.

İslam iktisadı perspektifinden finansal sistemin konvansiyonel perspektiften finansal sisteme göre daha istikrarlı olmasının en büyük nedeninin faiz yasağı olduğu savunulmaktadır. Finansal piyasalarda faizli enstrümanların bulunmamasıyla birlikte ekonomi faiz dalgalanmalarından kurtularak daha istikrarlı bir yapıya kavuşmaktadır. Faiz yasağı nedeni ile para talebinin de daha istikrarlı olduğu savunulmaktadır. Faiz yasağı ile dışsal şoklardan kaynaklanan temel talep ilişkilerinde yapısal kırılmaların azalması öngörülmektedir (Ergeç ve Arslan, 2011: 4).

İslam iktisatçıları tarafından İslami kurallara göre düzenlemiş bir iktisadi yapının diğer sistemlere üstün olduğu savunulmaktadır. Böyle bir ekonomik sistemin konvansiyonel sisteme göre daha sağlıklı bir finansal yapı sağlayacağı tezi üzerine yeterli olmasa da ampirik çalışmalar yapılmıştır. Yousefi, Abizadeh ve McCormick, tarafından yapılan çalışmada paranın dolaşım hızının istikrarını araştırmak, kamunun para talebini hesaplamak ve konvansiyonel sistemdeki parasal toplamlara göreli daha istikrarlı bir yapıda olan parasal toplamaların göreli etkinliğini incelemek amaçlanarak İran verileri ile araştırma yapılmıştır. İran verilerinin kullanılmasının sebebi ise, İran hükümeti 1984 yılında borç alma ve borç verme işlemlerinde faiz ödemesini yasaklayan bir yasa çıkararak yürürlüğe koymuştur. Merkez bankasının bankalarla olan fon alışverişlerinde ve bankacılık kesiminin kendi aralarındaki fon transferlerinde diğer işlemlerin hepsinde faiz ödemesine yasak getirilerek finansal sistemde faizli işlemlere son verilmiştir. Faiz yasağı ile birlikte tasarruf ve vadeli mevduatlar ilgi çekmeme durumu fark edilmesi ile birlikte İslami bankacılık hesapları oluşturulmuştur. İslami bankacılık hesaplarına göre bankalar, hesap sahiplerine bankaların kârlılık oranlarına göre değişen getiriler sunmaktadırlar. Minimum düzeyde olan getiri oranları uygulamada vadeye göre değişmektedir (Yousefi, Abizadeh ve McCormick, 1997: 869). Ayrıca çalışmada M1 ve M2 parasal

toplamlarına göre analiz yapılmıştır. $M1$ parasal toplam= dolaşımdaki para +bankalardaki vadesiz mevduat. $M2 = M1 +$ bankalardaki vadeli mevduat.

Bilindiği üzere paranın dolaşım hızının istikrarının test edilmesi para politikası açısından oldukça önemlidir. $M.V = P.Y$ Fisher eşitliğine göre V 'nin öngörülebilir nitelikte istikrarlı olması ile M 'nin değiştirilmesi ile yapılacak olan politika hareketleri, Y üzerinde değişim sağlayarak anlam kazanacaktır. İslami kurallara uygun sistemin paranın gelir hızının istikrarına katkısı veya iyileştirmesini görebilmek amacı ile 1984 yılı referans kabul edilerek analiz yapılmıştır. $M1$ ve $M2$ parasal toplamalarının dolaşım hızına 1967-1983 yılları arası ile 1984-1992 yılları arası bakılmıştır. İslami bankacılık öncesi ve sonrası bağlamında yapılan çalışmada çok büyük değişiklik gözlemlenmemekle birlikte İslami bankacılık sonrası parasal toplamaların hızının daha istikrarlı olduğu sonucuna varılmıştır (Yousefi, Abizadeh ve McCormick, 1997: 871). Çalışmanın diğer araştırma konusu olan para talebinin istikrarının ölçülmesinde bağlamında ise para talebi ile ilgili teorik yaklaşımı ve diğer çalışmaları onaylar nitelikte para talebi istikrarlı bulunmuştur (Yousefi, Abizadeh ve McCormick, 1997: 873). Çalışmanın üçüncü araştırma konusu olan parasal toplamaların politika aracı olarak kullanılmasında konvansiyonel sisteme üstünlük noktasında ise $M1$, $M2$ 'ye oranla daha kontrol edilebilir ve her ikisinin de politika aracı olarak kullanılabilmesi uygun görülse de iki şarta bağlanmıştır. Parasal toplamaların politika aracı olarak kullanılmasında konvansiyonel sisteme göre daha etkin olunabilmesi için Merkez bankasının parasal taban üzerinde etkinliğinin mutlak olması ve politika dışı sebeplerle etkilenmemesi gerekmektedir. İkincisi ise parasal toplam ile hedef arasında güçlü bir ilişki olmasının gerekliliğidir (Yousefi, Abizadeh ve McCormick, 1997: 873).

Darrat tarafından Tunus, Pakistan ve İran'ın verilerinin kullanılarak yapılan çalışmalarda görülmüştür ki para talebi finansal sistem içerisinde istikrarlı bir yapıda seyretmektedir. Yani İslam iktisatçılarının teorik bağlamda talep fonksiyonunun istikrarlı olduğu yönündeki iddialarını onaylar niteliktedir. İran'ın verilerinin kullanıldığı çalışmada görülmüştür ki toplam para talebi sadece istikrarlı bir yapıda değil aynı zamanda Merkez bankası için politika aracı olarak kullanılabilir bir yapıdadır. Bir değişkenin politika aracı olarak kullanılabilmesi için sadece geçici bir

istikrar yeterli değildir. Hesaplanan bir parametrenin veri bir para talebi eşitliği içerisinde sadece sabit kalması yetmez aynı zamanda zaman içerisinde değişen politikalara yönünde hareket ediyor olması gerekmektedir. Uygulanan politika rejimi değişikliklerine cevap veriyor olması gerekmektedir (Kia ve Darrat, 2003: 1).

Darrat, İran verilerini kullandığı para talebi üzerine ampirik çalışmasında para talebinin istikrarını Pakistan örneğinde olduğu gibi sadece kısa dönemde test etmemiştir. Yukarıda bahsedildiği üzere İran 1984’de çıkardığı bir yasa özel bankalar, kredi vermeyen finansal kuruluşlar ve Merkez Bankası için yani finansal sistem içerisinde yasal önceden belirlenmiş faiz oranlarını yasaklamıştır. Ancak piyasada belirlenen kâr oranlarını serbest bırakmıştır. Bununla birlikte belirtmek gerekir ki İran kamu bankalarında fon sağlayabilmek için minimum ‘‘kâr’’ oranı kullanmaktadır. Çalışmanın yapıldığı yıllar referans kabul edildiği zaman için İran’da enflasyon oranları yaklaşık ortalama olarak %35² civarındadır. Paranın tamamen enflasyonla erimemesi adına minimum kâr uygulaması kullanılmaktadır. Yaklaşık yirmi yıllık bir verinin uzun dönemli istikrarı ölçmek için uygun olduğu düşünülmüştür. Darrat, İran’ın verileri ile toplam para talebi fonksiyonunun istikrarını hem kısa dönemde hem uzun dönemde test etmiştir. Yapmış olduğu çalışmalarda kısa dönemli sonuçlarla uzun dönemli sonuçların örtüştüğünü bulmuştur. Toplam para talebi fonksiyonu uzun dönemde de istikrarlı bir yapı göstermektedir (Kia ve Darrat, 2003: 2-3).

İran’ın verileri kullanılarak yapılan toplam para talebi fonksiyonu istikrarının test edildiği çalışmalarda, parasal toplamlar olarak M1 ve kâr-zarar mevduatları kullanılmıştır. M1 parasal büyüklüğü ekonomideki dolaşımdaki para, vadesiz mevduatlar ve karz’el hasen (beneficiance deposit) mevduatlarından oluşmaktadır. Kâr-zarar ortaklığına dayalı mevduatlar(katılım hesapları) ise mudilerin yatırım amaçlı para yatırdıkları mevduatlardır. M1 ve kâr-zarar ortaklığına dayalı mevduatların istikrarı 1966-1984 arası faiz yasağının olmadığı ve 1984-2001 arası faiz yasağı uygulamasının olduğu yıllarda test edilmiştir(Kia ve Darrat, 2003: 16-17).

² Bu çalışmanın yapıldığı 1984-2001 yıllar arası enflasyon oranı ortalama %35’tir.

Parasal tabanda ki istikrarı test etmek için geriye dönük testler uygulamak yeterli olsa da para politikası aracı olarak değişkenin ileri dönük davranışlarının da istikrarlı olması gerekmektedir. Diğer İslam iktisatçılarının da savunduğu gibi kar zarar ortaklığına dayalı mevduatlar önceden belirlenmiş getiri sağlayan faizli mevduatlara göre daha istikrarlı ve politika aracı olarak daha kullanışlıdır. Bu sayede İslam iktisatçıları kar zarar ortaklığı ile risklerin minimuma indirildiği finansal istikrarın sağlandığı daha güçlü bir ekonomi var olacağını savunmaktadırlar (Kia ve Darrat, 2003: 16-17). Burada bir noktanın altını çizmek gerekmektedir. Darrat³ test ettiği M1 ve kâr- zarar mevduatlarının parasal toplam bağlamında para politikası adına kullanılabilmesi için yukarıda da bahsettiğimiz gibi iki önemli gereklilik vardır. Birincisi, parasal toplamın Merkez bankasının tam anlamıyla kontrolünde olması ve parasal toplamın politika dışı yersiz nedenlerle etkilenmiyor olması gerekmektedir. Darrat çalışmasını yaparken parasal tabanın Merkez bankasının kontrolünde olduğunu varsaymıştır. İkincisi ise, toplam ve Merkez bankasının ana hedefi arasında güçlü bir bağ bulunması gerekmektedir. Parasal taban ile para arzı arasında güçlü bir bağ bulunması gerekmektedir. Örneğin, ana hedef fiyat istikrarı ise para arzı ile arasında güçlü ve güvenilir bir bağ bulunması gerekmektedir. Ancak belirtmek gerekir ki, konvansiyonel yaklaşımda genellikle merkez bankasının parasal tabanı kontrol ederek parasal toplamlar üzerinde kontrol sağladığını varsaymaktadır. Ancak bugün bu konu üzerinde iktisatçılar arasında anlaşmazlıklar olduğu ortadadır. Faiz oranlarının olduğu bir sistemde parasal tabanın tam anlamıyla kontrol edilmesi mümkün değildir (Yousefi, Abizadeh ve McCormick, 1997: 873).

Konu olan para talebi üzerine yapılmış ampirik çalışmalarda kullanılan para talebi şu şekildedir (Yousefi, Abizadeh ve McCormick, 1997: 871).

$$\ln M_t = \beta_0 + \beta_1 + \ln Y_t + \beta_2 \ln R_t + \mu_t$$

M para talebini, Y para talebinin belirleyicilerinden olan geliri, R reel varlık getirisini veya faiz oranlarını ve μ ise yapısal bozulma terimidir. R yerine Darrat hem

3 Darrat 1988, 1997 ve 2000 yıllarında benzer çalışmaları Tunus, Pakistan ve İran üzerinde yapmıştır. Sonuçlar benzer niteliktedir. Ancak uzun dönemi test eden çalışmaları uygun koşullar nedeni ile sadece İran verileri ile yapmıştır.

enflasyonun hem de beklenen reel varlık getirisinin kullanılabileceğini savunmuştur. Darrat kendi çalışmasında beklenen reel varlık getirisi olarak kâr-zarar getiri oranlarını kullanmıştır. Yousefi ve diğerlerinin yaptığı çalışmada ise reel para talebi fonksiyonunda beklenen enflasyon oranı kullanılmıştır (Yousefi, Abizadeh ve McCormick, 1997: 873). Yousefi ve diğerlerinin yaptığı çalışma ile Darrat'ın yaptığı çalışmalar bazı noktalarda aynılık göstermektedirler ve birbirlerini doğrular nitelikte sonuçlar vermektedirler.

2.2. İSLAMİ BANKACILIK SİSTEMİNDE KAYNAK TEMİNİ VE FİNANSMAN YÖNTEMLERİ

Bankalar müşteriler arasında fon transferinde aracı kurumlardır. Tasarruf sahiplerinden topladıkları fonları, fon ihtiyacı olanlara ve yatırımcılara kanalize ederek ekonomik sistem içerisinde köprü görevi görmektedirler.

2.2.1. Kaynak Temini

İslami bankalarda müşterilerine hizmet verebilmek için fon kaynağına ihtiyaç duymaktadırlar. Ancak unutmamak gerekir ki, finansman sağlarken müşterilerinden faiz almadıkları gibi kaynak temininde de faiz ödememektedirler. Bu nedenle İslami bankacılık sisteminin kaynak temini konvansiyonel sistemin kaynak temininden farklılık göstermektedir.

İslami bankaların en temel fon kaynakları hissedarlarının koydukları sermayelerdir. Unutmamak gerekir ki, İslami bankaların en önemli sosyal misyonu tasarrufları toplayarak ekonomiye aktararak kalkınma ve refah noktasında katkı sağlamaktır. İslami bankalarda hesap açtıran müşteriler iki tür hesap ile muhatap olmaktadır; birincisi, vadesiz cari hesaplar; ikincisi ise, katılım hesaplarıdır. Cari hesaplar konvansiyonel sistemdeki vadesiz hesaplar gibi işleyişe sahiptir. Hesap sahipleri herhangi bir getiri elde etmezler, istedikleri zaman hesaplarında bulunan paranın tamamını veya bir kısmını çekebilmektedirler. İkinci hesap türü olan katılım hesapları ise İslami bankacılık sistemine özgü hesaplarıdır. Katılım hesaplarında toplanan fonlar müşterinin tercihi doğrultusunda ya genel bir havuzda toplanmaktadır

ya da proje bazlı özel havuzlarda toplanarak kâr ve zarara katılma hakkı vermektedirler(Tunç, 2013: 163-164).

Kaynak temini noktasında bankalar likidite fazlasını sukuk ile değerlendirdikleri gibi fon toplamak için sukuk ihraç edebilmektedirler. Sukuk konusu detaylı bir şekilde ele alındığından burada diğer bir kaynak temini yöntemi olan murabaha sendikasyonu üzerinde durulmaktadır. Tasarrufların yetersiz kalması durumunda veya kaynak temininin dağılımını değiştirmek istediği zaman İslami bankalar uluslararası piyasalardan sendikasyon kredisi temin etmektedirler. İslami bankalar müşterilerine finansman sağlamada kullandıkları murabaha yöntemini kendileri adına kullanmaktadırlar. Bankalar uluslararası piyasalardan bir malı peşin alıp vadeli satarak fon temin ederler. Elde edilen bu fonu vade süresi boyunca değerlendirdikten sonra vade bitiminde kreditora geri ödeme yaparlar(Tunç, 2013: 166). İslami kurallara uyması doğrultusunda İslami bankalar kendilerine özgü kaynak temini yöntemleri de geliştirip kullanabilmektedirler.

2.2.2.Finansman Yöntemleri

İslami bankacılık sistemini konvansiyonel bankacılık sisteminden ayıran başlıca özelliklerden biri müşterilerine faizsiz finansman sağlama yöntemleridir. Genel anlamda İslami bankacılığın müşterilerine finansman sağlamada temel aldığı yöntemler kısaca ele alınacaktır.

2.2.2.1.Karz’el Hasen

Faizsiz bankacılığın temeli olması ve İslami bankalarının sosyal sorumluluklarından hareketle, İslami bankalar tarafından ihtiyaç sahiplerine karz’el hasen yöntemi ile finansman sağlanmaktadır. Karz’el hasen Kur’an-ı Kerim’de de Müslümanlar arasında verilmesi teşvik edilen faizsiz ödünç para anlamını taşımaktadır. Evlenme, hastalık, çocukların eğitim ve öğretimi, felaket ve olağanüstü hallerde verilen sosyal amaçlı ödünçler ve küçük sanayi erbabının projelerini başlatmak ve teknik uzmanlıklar için üretime yönelik olarak verilen krediler verilmektedir. Banka için herhangi bir getirisi olmayan bu para taksitler halinde geri ödenebilmektedir. Eğer ödünç para alan kişi borcunu meşrû sebeplerle

ödeyemeyecek duruma düşmüşse, bu borç bankanın zekât fonundan karşılanabilmektedir(Albaraka temel bankacılık kitapçığı, 2010: 240).

2.2.2.2.Mudaraba

Mudaraba Müslüman toplumun ticari hayatında en çok kullandığı ve İslami bankacılık hizmetleri arasında en çok bilinen finansman yöntemlerindendir. Tasarruf sahibinin sermayeyi girişimcinin de bilgisini, tecrübesini ve emeğini ortaya koyduğu bir iş modelidir. Sermaye sağlayan taraf işin yürütülmesine müdahil olmamakla birlikte bir kasıt ve ihmal olmaksızın oluşan zarar durumunda sermayedar girişimciye zararın teminini isteyemez. Ortaklığın tek sahibi sermayedardır girişimci emeği karşılığında önceden belirlenen kardan payını alırken ortaklık içerisindeki varlıklar üzerinde hakkı bulunmamaktadır(Yanpar, 2015: 88).

2.2.2.3.Murabaha

Murabaha, en yalın hali ile peşin alarak vadeli karlı satış olarak tanımlanmaktadır. Günümüzde İslami bankacılık hizmetleri arasında en sık kullanılan finansman yöntemidir. İşleyişi şu şekilde gerçekleşmektedir: bir ürün veya hizmet temin etmek isteyen fakat peşin almak yerine taksitli almayı tercih eden müşteri mal veya ürün sahibi ile herhangi bir sözleşme yapmaksızın İslami bankaya giderek talebini belirtir. Banka mal veya ürün sahibinden müşterisinin talep ettiği ürünü veya malı müşterisi adına satın alır. Banka müşterisine ile önceden belirtmiş olduğu murabaha karını veya vade farkını ekleyerek müşteriye satmaktadır (Aktepe, 2010: 86-87).

2.2.2.4.Müşareke

Müşareke kelime olarak ortaklık anlamına gelen İslam toplumlarında sıklıkla kullanılan bir iş ortaklığı modelidir. Bu iş ortaklığı modeline göre her ortak eşit veya farklı miktarlarda sermaye koyarak yatırım yapmaktadırlar. Ortakların koydukları sermaye miktarından bağımsız olarak kar oranları önceden belirlenir ve yatırım sonunda belirlenen kar oranlarına göre ortaklar kardan paylarını almaktadırlar. Yatırımın zararlı sonuçlanması durumunda ise ortaklar sermayeleri nispetince zarara katlanmaktadırlar. İslami bankalar müşterilerine, proje ile ilgili gerekli fizibilite

alışmasını yaparak müşareke modelinde finansman sağlayarak hem kendileri fonlarını değerlendirmektedirler hem de hizmet vermektedirler(Tunç, 2013: 144-145).

2.2.2.5.İcara

Kısa vadeli veya uzun vadeli kiralamaya dayanan finansman türüdür. Kiralama konusunda belirtilmesi gereken bir nokta ise, kiralandan varlığı kiralamaya uygun tükenmeyen bir varlık olması gerekliliğidir. Günümüzde İslami bankalar genellikle ev, arsa gibi taşınmaz mallar ve firmalar için makine, teçhizat gibi ürünler için icara finansmanı hizmeti sunmaktadırlar. İki tür icara finansman yöntemi kullanılmaktadır. Birincisi, banka müşterisi için satın aldığı malı müşterisine kiralamakta daha sonra önceden belirlenen vade sonunda da malı müşterisine satmaktadır. İkincisinde ise banka kiralama sözleşmesinin vade bitiminde malı müşteriye satmamaktadır. (Rahman, 2010: 56-57)

2.2.2.6.İstisna

İstisna, İslam toplumlarının sıklıkla kullandığı sipariş sözleşmesidir. Bir üreticiye talep edilen bir ürünü üretmesi için sipariş verilmesini ifade eden iş modelidir. Günümüzde inşaat, gemi yapımı gibi büyük projelerin finansmanında kullanılmaktadır. Ürünün zellikleri fiyatı bilinmezlik içermeyecek şekilde yatırımın bütün detayları sözleşmede önceden belirtilmektedir. Siparişi veren tarafın önceden avans para verme zorunluluğı yoktur, taksitle veya siparişin teslimi sonunda topyekn ödeme yapabilmektedir. İslami bankacılıkta paralel istisna modeli kullanılmaktadır. Müşteri ile banka müşterinin üretilmesini istediği ürün için istisna sözleşmesi yaparken banka üretici ile de üretilecek mal için istisna sözleşmesi yapmaktadır. Banka ürünün üreticisine sipariş ile yaptırdığı malı, daha önceden müşterisiyle yapmış olduğu istisna szleşmesince müşterisine satmaktadır(Tunç, 2013: 150-151).

2.2.2.7.Selem

Selem, paranın peşin satın alınan varlığın ise vadeli olduğu alım-satım işlemidir. Satın alınan varlığın hangi vadede teslim edileceği, teslim koşulları ve

mala ait bilgiler detayları ile önceden belirtilmektedir. Niteliği ve niceliği belirgin veya piyasada muadili bulunabilen varlıklara yapılabilmektedir. İslami kurallarca yasak olan borcun borç ile kapatılması durumundan kaçınmak için ürünün alıcısı ödemeyi satışın gerçekleştiği zaman peşin yapmalıdır. Özellikle tarım sektöründe çiftçilerin finansman ihtiyacını karşılamak noktasında kullanılan bir finansman türüdür(Yanpar, 2015: 99-100).

2.2.2.8.Teverruk

İslami bankaların zaman zaman hem müşterilerine finansman sağlamak için hem de kendi likidite fazlalarını değerlendirmek için kullandıkları alım- satım yöntemidir. İslami bankaların teverruk yöntemi ile fazla likiditelerini değerlendirmeleri şu şekilde gerçekleşmektedir: banka başka bir bankaya kısa süreli likidite fazlasını yatırır ve bankadan kendi adına emtia almasını talep eder. Likidite fazlasının yatırıldığı banka talep edilen emtiayı metal borsasından(genellikle London Metal Exchange kullanılmaktadır.) satın aldıktan sonra likidite fazlasını yatıran bankadan bu malı kendisine vekâleten kar payı ekleyerek vadeli olarak satmasını ister. Likidite fazlası olan banka kendi adına metal borsasından peşin fiyatla satın alınan emtiayı kar payı vadeli olarak parayı yatırdığı bankaya veya onun aracılığıyla emtia talep edenlere satar. İşlem sonunda likidite fazlası emtia satın alınıp- satılarak kar payı temin edilmiş olmaktadır.

Müşterinin İslami bankadan teverruk yolu ile finansman talep etmesi durumunda ise, finansman ihtiyacı olan müşteri bankadan kendi adına metal borsasından emtia almasını ister, banka aldığı emtiayı kar payı ekleyerek müşterisine satar. Müşteri malı kendi adına vekâleten peşin olarak satmasını ister. Vadeli alım peşin satımdan kaynaklanan finansmanı müşteri kullanırken vadeli alımdan kaynaklanan borcu, müşteri bankaya vadeli olarak öder (Tunç, 2013: 158-159)

2.3.PARA ARZI VE İSLAMİ FİNANS BAĞLAMINDA PARASAL GENİŞLEME

Parasal tanımlamalar, zaman içerisinde ülkeden ülkeye ve ekonomik yapıya göre değişkenlik göstermektedir. İslam iktisadının bu noktada konvansiyonel

sistemden farklı olarak belirleyici bir parasal tanımlaması bulunmamaktadır. Para arzı konusunda İslami bankaların para yaratma işlevi ile ilgili literatürde iktisatçıların farklı yaklaşımlar bulunmaktadır. İslami kurallar neticesinde uygulanan bankacılık hizmetlerinin para yaratıp yaratmadığına ilişkin görüşler bulunmaktadır.

Faizsiz sistemde bankalar tarafından para yaratımı mümkün müdür sorusunun cevabı araştırıldığında aslında para yaratımının temel etkeninin faiz oranlarının olmadığı karşımıza çıkmaktadır. Konvansiyonel sistemde de bankalara para yaratma yeteneği kazandıran ana unsur faiz oranı değil kısmi karşılık oranı olduğu aslında bilinen bir gerçekliktir. Burada faizin para yaratma sistemine katkısından dolayı sadece bir kafa karışıklığının olduğu ortaya çıkmaktadır. Bu kafa karışıklığının neticesinde de İslami bankacılık işlemlerinde faizin olmayışıyla bankacılık kesiminin para yaratma yeteneğinden yoksun olduğu düşüncesi ortaya çıkmaktadır.

İslami bankaların para yaratma işlevine sahip olmadığını düşünenlerin gerekçeleri şu şekildedir (Sıddıqı, 1992: 42):

- İslami bankaların cari hesaplardan para çekilmesine izin vermediği düşüncesiyle para yaratımının söz konusu olmadığı düşünülmektedir.
- İslami bankalardaki yatırım hesapları konvansiyonel sistemdeki tasarruf ve vadeli mevduat hesaplarından farklı olarak getiri garantisi hatta yatırılan paranın aynı miktarda geri iade edilme garantisi olmadığından para yaratımı mümkün değildir.
- Herhangi bir mevduat karşısında rezerv tutma ihtiyacı esasen bu mevduatın teminat altına alınmış olan mevduatın iade edilmesinden doğar. İslami bankalardaki yatırım hesabındaki mevduatlar garanti altında olmadığından para yaratımının mümkün olmadığı savunulmaktadır.
- İslami bankalar tarafından insanların tasarrufları ile yatırım yapılması, çoğu zaman bu bankaların hem taşınabilir hem de taşınmaz olarak fiziksel varlıklarına sahip olmalarına neden olmaktadır. Konvansiyonel sistemde bankaların bu tür yatırımları yoktur. Fiziksel yatırımlar için de zorunlu karşılık bulundurmaya gerek yoktur.

Faizsiz bankacılık işlemlerinin para yaratımına sebep olmayacağı düşüncesi aslında sadece kafa karışıklığından ibarettir. Çünkü para yaratımına sebep olana ana unsur kısmi zorunlu karşılık sistemidir. İslami bankaların müşterilerine hiçbir getirisi olmayan karz'el hasen şeklinde fon sağlaması neticesinde dahi müşterinin parayı kullanması ve tekrar bankacılık sistemine yatırılması durumunda para yaratımı gerçekleşmektedir. Bankaların borç verme biçimleri nasıl olursa olsun para tekrar bankacılık sistemine geri döndüğünde kısmi karşılık oranı ile para yaratımı gerçekleşmektedir. Faiz getirisinin olmayışı aslında para yaratımının miktarına ilişkin bir konudur(Sıddıqı, 1992: 42).

İslami bankaların yatırım/mudaraba hesaplarına ilişkin para yaratımına sebep olmadığına ilişkin görüşlere ise şu şekilde karşılık verilmektedir. Birincisi yatırım/mudaraba hesaplarından para çekmek mümkün ise zaten para yaratımı söz konusu olmaktadır. İkincisi ise tasarruf sahipleri tarafından yatırılan fonlar ile yapılan yatırımlar neticesinde tasarruflar girişimciler tarafından üretimde kullanılmak üzere başka bireyler için gelire, maaşa, hammadde fiyatına, kiraya vb.ve kara dönüşmektedir. Reel üretimden kaynaklanan bir parasal genişleme zaten mevcuttur. Ayrıca bireylerin gelir elde etmeleri sonucunda gelirlerini bankaya yatırmaları toplumun bankacılık alışkanlıkları ile ilgilidir. Bankaya geri dönen mevduatların cari hesap olarak mı veya yatırım hesabı olarak mı döneceği, para yaratımında başka bir etken noktadır. Yatırım/mudaraba hesaplarının garanti altında olmamasının duruma etkisi söz konusu değildir. Çünkü bu hesaplar zaten reel üretimden veya ticaretten dolayı parasal genişlemeye sebep olmaktadır(Sıddıqı, 1992: 42).

İslami bankaların para yaratımı noktasında üzerinde durulması gereken noktalardan biri, İslami bankacılık hizmetleri konvansiyonel sistemden farklı olarak sadece reel üretime veya alış-verişe, ticarete dayanmak zorundadır. Spekülatif amaçlı işlemlerin ve faiz getirisinin olmayışı para yaratımında konvansiyonel sisteme oranla azalmaya sebep olması açıktır. Kaldı ki bu İslami bankalar için bir olumsuzluk değil istikrar sebebidir. Kâr paylaşımı ve yatırım faaliyetleri yoluyla yapılacak parasal genişlemenin enflasyonist etkisi oluşturmamasıdır. Benzer bir iddiayı, borç finansmanı lehine yapmak mümkün değildir(Sıddıqı, 1992: 43).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

İSLAM İKTİSADI BAĞLAMINDA MERKEZ BANKASI VE PARA POLİTİKASI

3.1. İSLAM İKTİSADI BAĞLAMINDA MERKEZ BANKASI

Günümüzde İslam iktisatçılarının hiç biri İslam iktisadı bağlamında uygulanan Merkez bankacılığının ve para politikası uygulamalarının Hz. Peygamber Muhammed(s.a.v) dönemindeki parasal uygulamalarla aynı olduğunu düşünmemektedir. Çünkü o dönem içerisinde Merkez bankasının ve ticari bankaların varlığından söz etmek mümkün değildir. Ekonomik ve mali anlamdaki tek kurum, yapısı ve işlevi itibari ile daha çok günümüzdeki hazine kurumunu temsil eden beytülmal idi. Beytülmal 'in ekonomi içerisinde üç temel fonksiyonu bulunmaktaydı. Hükümet harcamaları için cizye gibi vergileri toplamak, toplanan zekât paralarını yoksul ve İslam'ın uygun gördüğü ihtiyaç sahiplerine dağıtmak ve vakıf mallarını kullanarak altyapı yatırımlarını hayata geçirmek. Şüphesiz en önemli nokta ise o dönemin şartları içerisinde ekonominin bu kadar karmaşık bir yapıda olmamasıdır. Metal para kullanılmaktaydı ve paranın değeri nominal değerinden ziyade metalin ağırlığına göre idi. Altın ve gümüşün değerine göre paranın değeri belirlenmekteydi dolayısıyla kısmi rezerv sistemi gibi bir durum söz konusu değildi ve kaydi para ortada yoktu. Ekonominin sadeliği neticesinde kredi kontrolü gibi sorunlarda mevcut değildi (Mulkiaman, 2016: 43).

3.1.1.İslam İktisadi Hayatının İlk Mali Kurumu: Beytülmal

İslam'ın ekonomi ve maliye adına ilk kurumu olan beytülmalin kurumsal bir yapıya dönüşmesi Hz. Ömer (r.a) zamanında gerçekleşmiş olsa dahi varlığından Hz. Peygamber(s.a.v) zamanında da bahsetmek mümkündür. Beytülmal kelime olarak mal evi anlamına gelmektedir. Devlete ait malların muhafaza edildiği mekân anlamını taşımaktadır. Sadece fiziki malların muhafazası değil aynı zamanda devlete ait menkul ve menkul olmayan malların idare edildiği ve bu mallara ait bütün hukuki haklara ve sorumluluklara sahip olan kurum olarak tanımlanmaktadır. Kısaca beytülmal devlete ait bütün varlıkların toplandığı ve harcandığı merkez olmakla

birlikte devletin borç sorumluluğunu ve haklarını da yüklenen bağımsız bir kurumdur (Erkal,1992: 92).

Beytûlmalin gelirleri; Müslüman mükelleflerden toplanan zekât, savaşta elde edilen ganimet humus, toprak vergisi olan haraç, gayrimüslimlerden alınan cizye ve uşûr gelirleri, devlet arazilerinden elde edilen gelirler, mirasçısı olmayan mallar ve sahipsiz buluntu mallardır. Aynı zamanda devlete ait varlıkların işletilmesi ile elde edilen gelirlerde beytûlmalin gelirleri arasında idi. Ayrıca, beytûlmalin gelir elde edememesi gibi bir durum söz konusu olduğunda devlet ek vergi konması hakkına sahipti. Beytûlmalin giderleri ise; tüm maaşlar, Hz. Peygamber(s.a.v)'in bizzat başlatması ile birlikte beytûlmalden karşılanmıştır, ordunun harcamaları, eğitim sağlık gibi tüm kamu giderleri, zekât ve humus giderlerinden oluşmaktaydı (Erkal, 1992: 93-94).

Günümüzde hazinenin klasik görevleri; devlete ait taşınır ve taşınmaz malların korunması, yönetilmesi ve değerlendirilmesi; devlete ait gelirleri toplamak ve giderlere harcamak; devlete ait iç ve dış borçları yürütmek; kamu işletmeleri için sermayedar görevini yerine getirmek; hukuki durumlarda devleti temsil etmek; madeni paranın basımını ve dağıtımını gerçekleştirmek (Eğilmez, 2015: 16-17). Beytûlmalin kurulduğu zaman içerisinde bugünkü hem hazine kurumunun hem de merkez bankasının görevlerini yerine getirdiği görülmektedir. Aslında tarihsel süreç içerisinde devletlerin mali ilişkilerini yürüten hazine kurumları olmuştur. 20. Yüzyıldan itibaren sermaye piyasalarının gelişmesiyle ve uluslararası ilişkilerin artmasıyla birlikte hazinenin artan ve genişleyen sorumlulukları ve hakları için yeni kurumlar ortaya çıkmıştır. Esasen ülkede devletin parasının dolaşımını sağlamak hazinenin sorumluluğudur. Ancak zamanın getirdiği koşulların değişimiyle birlikte paranın dolaşımı ve parayla ilgili uygulamalar Merkez bankasının yetki ve sorumluluğuna dâhil edilmiştir. Bugün hazine ve merkez bankası arasındaki ilişkinin mahiyeti; Merkez bankası hazinenin veznesi konumundadır(Eğilmez, 2015: 18-25).

Beytûlmalin ilk dönemi ile kıyaslandığı zaman oldukça kurumsal bir yapı içerisinde olduğu da görülmektedir. Örneğin; beytûlmal adına borçlanıldığı durumlarda borcun muhatabı beytûlmalin başında bulunan görevli olmayıp, beytûlmalin kendisi borcun muhatabı olmaktaydı. Sorumluluk noktasında olduğu gibi hak konusunda da aynı durum görülmektedir. Devlet başkanlarının beytûlmal

üzerindeki yetkileri basit bir kamu kuruluşundaki kamu görevlisinin yetkisi kadardı bu sebeple beytülmalden yapılan harcamalar devlet başkanının iradesine bağlı değildi kamu yararına göre hareket edilmekte idi. Hz. Ömer(r.a) devlet başkanı ile beytülmal arasındaki durumu vasinin yetim malı karşısındaki durumu olarak tanımlamıştır.

3.1.2.Merkez Bankasının Görevleri

İslam iktisadi hayatının ilk kurumu olan beytülmalden günümüze ülkelerin birbirlerine entegre hale gelmesiyle ekonomi karmaşık bir yapıya bürünmüştür. Ekonominin gelişmesi ve kompleks bir hal almasıyla idari anlamda yeni kurumlar üretilmiştir. Özellikle son birkaç on yılda merkez bankaları ekonomi birimleri arasında oldukça önemli bir konuma gelmiştir. Günümüzde Merkez bankaları bankaların bankası olarak tanımlanarak parasal sisteme ait kurumların ve uygulamaların şefi rolünü üstlenmektedir.

İslam iktisat düşüncesine göre merkez bankasının yapısına dair görüşlerin ilk bakışta temel hatlarıyla konvansiyonel sistemle örtüştüğü görülmektedir. Merkez bankası bankacılık sektörü için öncü kurum pozisyonundadır. Merkez bankası; İslami bankacılık sisteminin zamanın ihtiyaçları doğrultusunda yenilikçi bir biçimde finansal sisteme uyum sağlamasında yardımcı olmalıdır. Aynı zamanda merkez bankasının, İslami finans kuruluşlarının verimli çalışmayla hedeflerine ulaşması noktasında finansal sistemine öncülük etmesi gerekmektedir. Konumu itibari ile devlet kurumu olan fakat otonom bir yapı olan merkez bankası İslam iktisat düşüncesinin sosyoekonomik hedeflerini benimseyerek para ve bankacılık sistemini yönlendirmelidir(Chapra, 1985: 146-147).

Ekonomik kalkınma hedefleri doğrultusunda tasarrufların harekete geçirilmesinde ve kaynakların dağılımında düzenleyici rol üstlenmektedir (Khan ve Mirakhor, 1994: 16).Konvansiyonel sistemden farklı olarak merkez bankası, gücün ve refahın finansal kurumlar yolu ile tek elde toplanma ihtimaline karşı piyasayı takip ederek önceden gerekli tedbirleri alarak sosyal adaletin zedelenmesini önlemede sorumludur. Merkez bankası devletin para politikasının belirlenmesinden ve uygulanmasından sorumlu olan temel kurumdur.

Aksinin adaletsizliğe neden olmasından dolayı İslam iktisadı bağlamında Merkez bankasının özellikle paranın itibarı ve değerinin korunması noktasında hassas davranması gerekmektedir. Merkez bankası parasal istikrar hedefine devletin diğer kurumları ile birlikte hareket etmeden ulaşamayacağından, para politikası ve maliye politikası bir harmoni içerisinde olmalıdır. Düzenleyici ve üst denetçi kurum olan merkez bankası, bankalar ve diğer finansal kurumların daha güçlü ve sağlıklı olmaları için yardımcı olmalıdır (Khan ve Mirakhor, 1994: 15-16).

İslam iktisadı bağlamında para politikasının uygulanması durumunda belirlenen para politikasının amaçlarına yönelik kullanılan enstrümanların İslami kurallara uygun olması gerekliliğine göre hareket etmelidir. İslami finans kuruluşları ile merkez bankasının ilişkileri sisteminin ihtiyaçları ve sistemin hedefleri doğrultusunda olmalı, sistemi tıkanıklığa itecek boğucu bir doğrultuda olmamalıdır. Rezerv karşılık oranları ve likidite oranları yatırılan mevduatın cinsine göre belirlenmelidir. Hem mevduat sahiplerinin hakları korunmalı hem de sistemin sağlıklı şekilde büyümesi sağlanmalı. Merkez bankası düzenleyici rolü sadece ticari bankalarla sınırlı kalmamalı sisteme dâhil bütün finansal kurumların halkın menfaatleri doğrultusunda çalışmaları noktasında sistemi düzenlemeli ve yardımcı olmalıdır. Devletin, finansal kurumları düzenleyen diğer kurumları ile birlikte uyumlu bir şekilde çalışılmalıdır.

Kar-zarar paylaşım sistemi ticari bankaların merkez bankasından aşırı borçlanmalarına izin vermeyebilir. Aslında konvansiyonel sistemde kronik hale gelmiş bu aşırı borçlanma belki de krizlerle sonuçlanan zayıflıkların kırılganlıkların ana nedenidir. Diğer bir yandan; tıpkı konvansiyonel sistemde olduğu gibi İslami bankacılık sisteminde de Merkez bankası son ödeme mercii görevini yürütmelidir. Kriz veya ihtiyaç anında sisteme gerekli olan likiditeyi sağlamalı, mevduat sahiplerinin mağdur olmasını önlemelidir. Çok tartışıldığı üzere, kar-zarar paylaşım çerçevesinde proje tamamlanmadan kar oluşmayacağından ve diğer sebeplerden (sermaye tabanlı fonların zamanından önce çekilmesi mümkün değildir) likidite krizleri yaşanmaktadır. Böylesi durumlarda Merkez bankası İslami bankaların bu sorunlarını gidermede aktif rol üstlenmeli yardım etmelidir. Tabî ki böyle bir durumda Merkez bankası bu yardım sebebiyle duruma uygun bir ceza veya yaptırım

uygulanmalıdır. Eğer uygun bir yaptırım uygulanmaz ise sistem yardımın geleceği bilinci ile hata yapmaktan çekinmez, verimli bir şekilde çalışmaz ve likidite krizleri daha fazla yaşanır hale gelir. Bilindiği üzere geri ödenmeyen borçların bankanın sermayesini geçmesi durumunda banka teknik olarak batık duruma düşmektedir. Krizler sadece likidite darboğazları nedeniyle değil aynı zamanda geri ödenmeyen borçlar sebebiyle de yaşanmaktadır. Her ne kadar böylesi sorunlar İslami bankacılıkta konvansiyonel bankacılık sistemine göre sınırlı kalsa da, geri ödenmeyen borçlar nedeniyle oluşan sermaye krizlerinde Merkez bankası zor durumda olan bankaya durumu düzeltmesi adına nefes alabileceği bir zamanı oluşturmak için krizi aşmasında yardımcı olmalıdır. Borç ödeme güçlüğünden dolayı oluşacak krizlere karşı ihtiyati iyileştirici önlemler alınmalıdır. Tabi bu önlemler yaratıcı yenilikçi aktiviteleri önleyecek sistemi boğucu bir yapıda olmamasına dikkat edilmeli. (Chapra, 1985: 148-152)

Kâr -zarar paylaşımından dolayı İslami bankacılık sistemi konvansiyonel sisteme göre daha fazla risk omuzlamaktadır. Bu nedenle de merkez bankasına gözetim ve denetim anlamında daha fazla görev düşmektedir. Denetleme ve gözetim sadece bankalar boyutuyla ele alınmamalı, bütün sistemin operasyonel anlamda sağlıklı çalışmasını sağlamak için mali denetimler ve varlıkların, operasyonların kalitelerinin izlenilebilir olmasına yönelik düzenlemeler yapılmalıdır. Merkez bankasının finansal kurumlara yönelik çeşitli kurallarla kredi dağılımı üzerinde gücü olduğundan merkez bankası yatırımları yönlendirme ve düzenleme çerçevesinde yatırımları halk için faydalı, değer üreten projelere yönlendirerek İslami sosyoekonomik hedefleri tutturmuş olur. Değer tabanlı projelerin finanse edilmesi Merkez bankası tarafından özendirilebilir. Ne var ki merkez bankasının bu işi tek başına yapması mümkün değildir. Bu noktada hem iş adamlarının hem İslami bankacılık sisteminin ortak bir uzlaşma çerçevesinde ve bir plan dâhilinde hareket etmeleri gerekmektedir(Khan ve Mirakhor, 1989: 46). Merkez bankası finansal sistemin kumanda merkezi konumunda olduğundan finansal ihtiyaçlara ve para politikasına yönelik enstrümanlar üretmede konvansiyonel sistemin takipçisi olmak yerine öncü olmalıdır. İslami bankacılık gelişmelere rağmen özellikle finansal derinlik bağlamında yolun başında olduğundan merkez bankasına çok iş

düşmektedir. Öz sermaye(hisse senedi) finansmanı kendine has yeni teknikler, uygun destekleyici kurumlar, farklı mali ve yasal düzenlemelere ihtiyaç duymaktadır. Bu ihtiyaçları karşılamaya yönelik çalışmalarda Merkez bankası sisteme duruma göre yardım etmelidir.

3.2. İSLAM İKTİSADINDA PARA POLİTİKASI AMAÇLARI

Para politikası tıpkı konvansiyonel sistemde olduğu gibi İslam iktisadı bağlamında da ekonomi politikası içerisinde oldukça önemli bir yere sahip olduğu açıktır. Konvansiyonel iktisat sisteminin ve İslam iktisadının farkı amaçlara ve yapılara sahip olması nedeniyle iki sistemin hedefleri ve araçları arasında farklılıklar vardır. Hiç şüphesiz bu farklılıkların en büyük belirleyicilerinden biri arasında konvansiyonel iktisat sistemin kilit değişkeni olan faiz yasağı olduğunu belirtmek gerekir(Chapra, 1983: 28). Konvansiyonel sistem için faiz yalnızca tasarruflar ve yatırımlar arasında belirleyici rol üstelenen bir değişken değil aynı zamanda otoritenin parasal kontrolü sağlamada en önemli aracı olarak karşımıza çıkmaktadır. Günümüzde para politikası Merkez bankasının faiz oranı yönetimi olarak görülmektedir. Konvansiyonel sistemde faiz para politikası ve ekonominin olmazsa olmazı iken İslam iktisat sisteminde faiz yasaktır. Dolayısıyla iki sistemin para politikası perspektifi oldukça farklıdır (Ariff, 1978:287). İslam iktisadı bağlamında para politikası faiz yasağı çerçevesinde, farklı yapısal değerlerle ve alternatif enstrümanlarla para talebi ve para arzının dengeye getiren bir mekanizma oluşturmayı hedeflemektedir.

İslami finansın adaptasyonu anlamında yönetimin ve işleyişin modernleşmesi noktasında, konvansiyonel sistemin “İslamileştirilerek” ele alınması birçok kesim tarafından kritik edilmektedir(Orman, 2014: 43). Ancak İslam, ekonomideki para politikasının sadece İslam'ın ahlakına uygun olmasını yeterli bulmayarak bunun yanında İslam'ın vurguladığı sosyo-ekonomik hedeflerin gerçekleştirilmesine de yardımcı olması gerektiği konusunun altını çizmektedir. Sistem bankacılık ve finansla ilgili fonksiyonlarını hali hazırda olduğu gibi kendi mecrasında devam ettirirken İslam iktisat ahlakının önem verdiği noktaları atlamamalıdır. Bu bağlamda başlıca hedefler şu şekilde ifade edilebilir(Chapra, 1985: 33):

1)Geniş tabanlı ekonomik refah ile tam istihdam ve optimum ekonomik büyüme oranı

2)Sosyo-ekonomik adalet ve eşit gelir dağılımı

3)Fiyat istikrarı-değişim aracının güvenilir bir hesap birimi olabilmesi, vadeli ödemelerde adaletsizlik olmaması ve istikrarlı bir değer saklama aracı olabilmesi için

4)Ekonomik kalkınma için tasarrufların adil bir şekilde aktarılması ve yatırıma geçirilmesi

5)Bankacılık sisteminden beklenen tüm hizmetlerin etkin bir şekilde oluşturulması

Yukarıda belirtildiği üzere, İslami ekonomik sistemde para politikasının amaçlarının konvansiyonel sistemin amaçlarıyla aynı olduğu iddia edilebilir. Açık bir benzerlik olsa bile böyle bir açıklama doğru olmayacaktır çünkü iki sistemin manevi değerlere, sosyo-ekonomik adalete ve insanların kardeşliğine bağlılığının farklılığından kaynaklanan vurgularda aslında önemli bir fark vardır. İslam iktisadının para politikası kapsamında önerdiği amaçlar İslam inancının bir parçasıdır. Kur'an'a ve Sünnete dayandığı ölçüde kurtuluş taşırlar. Konvansiyonel sistemde olduğu gibi siyasi bir pazarlık ve fayda meselesi olamazlar.

3.2.1.Geniş Tabanlı Ekonomik Refah İle Tam İstihdam ve Optimum Ekonomik Büyüme

İslam inancı insana büyük bir önem atfederek, insanı Allah'ın yeryüzündeki halifesi olarak tanımlamaktadır. İnsanın bu değeri nispetinde bir statüde hayatını sürdürmesi başlıca gerekliliklerdendir. Halkın refahı ve zorluklarının hafifletilmesinin İslam'ın temel amacı olduğu bütün İslam hukukçularının üzerinde ittifak ettiği bir noktadır. Bu ittifak temelinde, ekonomik anlamda tüm temel insan ihtiyaçlarını tatmin etmek, tüm büyük zorluk ve rahatsızlık kaynaklarını ortadan kaldırmak ve ahlaki ve maddi olarak yaşam kalitesini artırarak ekonomik refahın sağlanması yükümlülük durumundadır. Hiç şüphesiz çalışmak yalnızca ekonomik kazanç elde etmek amaçlı değil insanın psikolojik ve sosyolojik anlamda kendini

tamamlayabilmesi amacını da taşımaktadır. İnsanın fiziksel ve zihinsel yeteneklerini kullanabileceği ekonomik ortamın oluşturulması mutlak bir ihtiyaçtır. Dolayısıyla, insan kaynaklarının tam ve verimli bir şekilde istihdam edilmesi İslam sisteminin vazgeçilmez bir amacıdır. Ancak tam istihdam kapitalizm de olduğu gibi yalnızca geniş tabanlı ekonomik refahı sağlamak için değil aynı zamanda Allah'ın insana verdiği statünün gerekliliğini yerine getirmek içindir. Allah dünyadaki bütün kaynakları insan için yaratmıştır. Sonuç olarak materyal kaynaklarının tam ve verimli bir şekilde kullanılması ekonomik amaçların başında gelmektedir(Chapra, 1985: 34).

İnsan kaynağının ve maddi kaynakların tam ve verimli bir şekilde çalıştırılması yüksek oranlı ekonomik büyümeye ve geniş kapsamlı ekonomik refaha yol açan politikalar olsa da yüksek büyüme oranı tek başına öneme sahip değildir. Bunun nedeni, İslami değerler çerçevesinde ekonomik refaha erişme gereği şunları gerektirir; yapısı veya ahlaki açıdan şüpheli malların ve hizmetlerin üretilmesi yoluyla elde edilmemelidir, ekonomik büyüme toplumda insanlar arasındaki gelir farklılıklarını artırmamalıdır, ahlaki veya fiziksel çevreyi yozlaştırarak mevcut ya da gelecek kuşaklara zarar vermemelidir. Sonuç olarak, tam istihdam ve maddi refah İslam iktisadı bağlamında esas iken unutulmaması gereken nokta yüksek büyüme oranı tam istihdam ve geniş tabanlı ekonomi refahına katkıda bulunduğu ölçüde gereklidir. Bunun ötesinde, yüksek büyüme oranının diğer bütün ahlaki ve sosyoekonomik etkilere karşı önemi dikkatli bir şekilde tartılmalıdır. Bütün bunlar göz önüne alarak büyüme oranı arzu edildiği düşünülürse optimum olarak adlandırılabilir. Yoksa nicel olarak ekonomik büyüme oranı İslam iktisadı temelinde optimum olarak kabul edilmemektedir.

3.2.2.Sosyo-Ekonomik Adalet ve Eşit Gelir Dağılımı

Sosyo-ekonomik adaletin amacı olarak gelir ve refahın adil dağılımı ittifak ile İslam ahlak felsefesinin dokunulmaz parçası olarak kabul edilir. Kur'ân'da ve Hz. Peygamber'in(s.a.v) sünnetlerinde adalet ve kardeşlik üzerine büyük bir vurgu yapılmıştır. Dolayısıyla, eşitlik ve adaletin tesis edilmediği yerde ideal bir Müslüman toplum düşünmek akıl almazdır. Aslında, Eşitlik ve adalet aynı yüzün iki farklı profilidir. Bu iki profil olmadan eşit gelir dağılımı olmadan gerçekleşemez. Sonuç

olarak, sosyo-ekonomik adalet ve eşit refah ve gelir dağılım hedefleri bütün İslami öğretilere yakından entegre olmuştur. Gerçekleşmeleri Müslüman toplumun manevi bir taahhüdü haline gelmiştir(Chapra, 1985: 35).

Kapitalist sistemde sosyo-ekonomik adalet ve refah ile gelirin adil dağılımı; insanların kardeşliği için manevi bir taahhüt üzerine kurulu değildir; bunun yerine baskı üzerine kuruludur. Buna göre, ekonomik sistemin tamamı, özellikle de para ve bankacılık düzenlemesi sosyo-ekonomik adalet hedeflerine yönelik değildir. Sonuç olarak haksız gelir ve refah dağılımı devam etmektedir. Zaman içerisinde, sosyalizmin ve siyasi baskıların etkisi nedeniyle, özellikle vergilendirme ve transfer ödemeleri yoluyla bu eşitsizlikleri azaltmak için biraz çaba gösterildi ise de, bu çabaların çok etkili olduğu söylenemez.

İslam rahatsızlıkları gidermek yerine bu rahatsızlıklara sebep olan sorunların oluşumunu başta önlemeyi hedefler. Bunun sonucunda, İslam toplumunda adaletsiz bir dağılımın gerçekleşmesine izin vermeyecek birtakım tedbirleri almıştır. Tedbirlere rağmen ortaya çıkan eşitsizlikleri zekât yoluyla daha da azaltmak yoluna gidilmiştir. Ayrıca, insanların kardeşliği kavramına uygun insancıl bir gelir dağılımı getiren sayısız yöntem bulunmaktadır. Dolayısıyla, kesinlikle para ve bankacılık sistemi ve para politikası bile İslami değerlerin dokusuna ince dokunmaları ve karşıt yönde çalışmak yerine eşitsizliklerin azaltılmasına olumlu katkıda bulunmaları için tasarlanmıştır.

3.2.3.Fiyat İstikrarı

Fiyat istikrarının temini Merkez bankalarının asli görevlerinin başında gelmektedir. Günümüzde fiyat istikrarı, para politikasının enflasyon hedefi anlamında Merkez bankalarının ilk sırasında yer almaktadır. Kimi merkez bankaları için fiyat istikrarının tek hedef olduğunu da görmek mümkündür. Özellikle 1990'lı yıllardan itibaren Merkez bankaları arasında strateji olarak enflasyon hedeflemesi daha fazla ön plandadır (Bernanke ve Mishkin, 1997: 97). Bunun neticesinde fiyat istikrarı artı önem kazanmaktadır.

İslam iktisadi çerçevesinde fiyat istikrarı vazgeçilmez bir hedeftir, çünkü İslam'ın tüm insan ilişkilerinde dürüstlük ve adalet üzerindeki vurgusu, paranın

değerinde istikrarın sağlanmasını zorunlu kılmaktadır. ‘‘Ölçü ve tartıyı tam adaletle yapın.’’ (Kur’an-ı Kerim, 6:152) Ölçü birimi olarak paranın değerindeki istikrarsızlık şüphesiz iktisadi hayatta adaletsizliğin temeli olmaktadır(Chapra, 1985: 36).

Bir anlamda enflasyon, paranın adil ve güvenilir bir hesap birimi olarak işlevini yerine getiremediği anlamına gelmektedir. ‘‘İslam ekonomisi, reel ekonomi anlayışının gereği olarak istikrarlı ve reel para sistemini savunur. Bu bir noktada bilinmezlik(cehl) ve belirsizlikten(garar) giderilmesi ilkesinin tabii sonucudur’’(Tabakoğlu, 2013: 94).

Fiyat istikrarının sağlanamaması vadeli ödemelerde adaleti bozarken parayı değer saklama aracı olarak güvenilmez bir duruma getirmektedir. Satın alma gücündeki değişim parasal sistemin verimliliğini bozarken topluma bir refah maliyeti oluşturmaktadır. Enflasyonun tüketimleri artırıcı tasarrufları azaltıcı etkisi söz konusudur. İktisadi hayatta belirsizliğe neden olmasıyla karar alım süreçlerini yanlış yönde etkilemektedir. Dolayısıyla sermayenin oluşumunu caydırırken kaynakların yanlış tahsisine neden olmaktadır. Değerlerin çarpıklaşması İslam kurallarına göre kabul edilmeyen spekülasyon için ortam oluşmasına neden olmaktadır. İslam iktisadı üretime dayanan bir iktisadi yapıyı savunmakta olduğundan enflasyonun kaynakların yanlış tahsis edilerek üretime engel olması enflasyon için artı tedbirlerin alınmasını zorunlu kılmaktadır.

Enflasyon, faizin olmadığı bir ekonomide borç veren ile borç alan arasında oluşan haksızlık ile olarak sosyal adaletin bozulmasına neden olmaktadır. İslam’ın özellikle üzerinde durarak teşvik ettiği karz’el hasen kapsamında bir kişinin borç vermesi enflasyonun olduğu iktisadi sistemde haksızlığa neden olmaktadır. Borç veren kimsenin parası enflasyon oranı kadar eriyecektir. Karz’el hasen ile finansmanın üzerinde şiddetle durulması ve iktisadi hayatın üretim temelinde kar-zarar paylaşımına dayanması sebebiyle sadece para politikaları ile değil gerekli maliye politikaları ile de fiyat istikrarının sağlanması İslam iktisadı çerçevesinde zorunluluk taşımaktadır. Ülkelerin ekonomik sistemlerin birbirine yüksek oranda entegre olduğu bir düzende sadece İslam ülkelerinin küçük ölçekli ekonomilerinin kendi para birimlerinde istikrarı sağlamaya çalışması yeterli olmayacaktır. Gelişmiş

Ülkelerin büyük ölçekli ekonomilerinde yakın politika hedeflerine sahip olmaları gerekmektedir(Chapra, 1985: 38-39).

3.2.3.1.Endeksleme

Endeksleme enflasyondan kaynaklanan eşitsizliklerin giderilmesine yardımcı olsa da enflasyon için bir tedavi edici bir politika değildir. İslam'daki sosyo-ekonomik adalet standardına en uygun politika alternatifi fiyat istikrarıdır ve endeksleme değildir. Endeksleme cretler, maaşlar ve emekli aylığı için yerinde bir politika olarak görülüyor olsa da, finansal varlıkların endekslenmesi durumunda endekslemenin adil bir politika olduğundan söz etmek mümkün değildir. Çünkü yatırımcılar sadece tasarruf etmekle kalmaz aynı zamanda yatırım yapma riskini de alırlar. Yatırımlarının istikrarlı bir şekilde gerçek değerinden emin olmadıklarıdan, tasarruf sahipleri enflasyonun elde para tutma maliyetinden kurtulmak için finansal varlıklara yönelmektedirler. Para akışı ekonomik ortamdaki belirsizlik neticesinde üretim odaklı projeler yerine finansal varlıklara doğru olmaktadır. Finansal varlıkların Endekslemeye tabi tutulması insanların para tutma maliyetinden korunmak için bu varlıklara yönelmesine sebep olarak üretime engel olacaktır. Finansal varlıklarda endeksleme tasarrufların İslam ekonomisinin üzerinde durduğu risk sermayesinden çekilmesinde neden olur(Chapra, 1985: 39-42).

3.2.3.2.İşsizlik ve Enflasyon

Enflasyonun İslami değerlerle çelişkisi açıktır ancak uzun süreli durgunluk ve işsizlik toplumda sefaletle neden olarak geniş tabanlı refah toplumu hedefinden uzaklaşılmasına sebep olmaktadır. Durgunluğun İslam iktisadı çerçevesinde konvansiyonel sisteme göre katlanılabilmesi daha zordur çünkü üretim temel alınmaktadır. İslam ekonomisi kar zarar paylaşımına dayandığından üretim düşmesine veya projelerin uzamasına tahammül edilmesi zordur. Sonuç olarak İslam iktisadı bağlamında ekonomi politikasının genel amaçlarına ulaşılmaması için otoritenin ekonomik dalgalanmaları en aza indirgemesi ve paranın değerini istikrara kavuşturmak için mevcut tüm önlemleri alması gerekecektir. Konvansiyonel sistemde kabul gören genel bir ilke, işsizlik ve enflasyon arasındaki kısa dönemdeki ödünleşme nedeniyle dengenin sağlaması gerekmektedir (Chapra, 1985: 42). Merkez

bankasının düşük enflasyon ile güçlü yerli parayı hedeflemesi durumunda, kısa dönemde işsizlik oranının artmasına ve büyümenin hızının azalmasına neden olmaktadır (Önder, 2005: 5). Dolayısıyla politika hedefi olarak yüksek istihdam ile düşük enflasyon arasında çatışma söz konusudur. Burada enflasyonun sebebi önem taşımaktadır. Enflasyonun sebebi maliyet artışları ise yani enflasyonu başlatan etmenler üreticiler ve satıcılar maliyet enflasyonu söz konusudur. Maliyet enflasyonunun artması durumunda fiyat istikrarını sağlamak için eksik istihdam ve eksik kapasite kullanımı yolunun seçilmesi gerekmektedir(Tokel, 2011: 7). İstihdamın ve büyümenin artırılması hedeflenerek ihracatı artırmak için gevşek para politikaları uygulanırsa fiyat istikrarında bozulmaların meydana gelmesi söz konusu olmaktadır. Uzun vade de enflasyon ile istihdam arasında bir ödünleşme olmadığı iddia edilmektedir. Uzun vadede ekonomi, doğal işsizlik oranına yönelerek enflasyon oranlarına tepkisiz hale gelmektedir (Mishkin, 2014: 2-3).

İslami değerler bağlamında işsizlik ve enflasyon arasında ki ödünleşme tartışmalıdır. Enflasyonun iktisadi hayatı olumsuz etkilediği açıksa da bahsedilmiş olduğu üzere işsizliğin İslam'ın insana verdiği değere olumsuz etkisi de katlanılabilir değildir. Ayrıca, tam istihdam için yüksek enflasyonun mutlak olup olmadığı sorgulanmaktadır. Yukarıda da belirtildiği gibi uzun vadede hedefler arasında bir çatışma söz konusu değildir ve enflasyonun nedeni önemlidir.

İslami sistemde hem işsizlik hem de enflasyon arzu edilmemektedir ve her ikisinden de kaçınılmalıdır. Enflasyondan kaçınmak için toplam talebin frenlenmesi gerekirse sosyal adaletin ve geniş tabanlı ekonomi refahının genel çıkarına göre ve ne tür bir talebin azaltılması ve bunun en iyi yolu hakkında manevi değerler göz önünde bulundurularak yapılması gerekmektedir. Büyüme için talebin yüksek seviyede seyretmesine izin vererek fiyat istikrarının sağlanması mümkün değildir. Toplam talebi düzenlemek, üretimi yeniden yapılandırmak, uygun bir teknoloji tasarlamak ve hem enflasyon hem de işsizlikten kaçınmak için uygun para, maliye ve gelir politikaları karışımını geliştirmek ve bu politika için geniş tabanlı ekonomi refahı sağlamak gerekli olmaktadır(Chapra, 1985: 43).

3.2.4. Tasarrufların Etkin Dağılımı

İslam israfı haram kılıp gömülemeyi kötüleyerek bireylerin tasarruf etmedeki duruşlarını belirlemiştir. İsrafın haram olması ile bireylerin gereksiz harcamalarının önüne geçilerek tasarruf etmelerinin yolu açılırken bu tasarrufların ekonomiye katkısı olmayacak şekilde gömülemeyi de reddeder. İslam iktisadı görüşü tasarrufların üretken yatırımlara dönüşmesi oldukça önem vererek atıl para tutmanın önüne geçmek için zekât gibi önlemler almıştır. İslam iktisadında tasarrufların ekonomiye katılması teşvik edilmektedir. Bu noktada parasal otoritenin tasarruflar üzerindeki politikası İslam iktisadı açısından önem taşımaktadır. Bireyler zekât vererek ve diğer yollarla tasarruflarını ekonomiye dâhil etmektedirler ancak bu tasarrufların sosyo-ekonomik hedefler çerçevesinde üretken yatırımlara transferi noktasında Merkez bankasının yapabilecekleri vardır.

Bireyler İslam ahlakı çerçevesinde tasarruf edip birikimlerini ekonomiye aktarma niyetinde olsalar da bireysel olarak etkinlikleri fazla olmamaktadır. Merkez bankasının tasarrufları yönlendirmesi ve gelişmiş finansal kurumlar ve piyasaların varlığı tasarrufların etkinliğini artırmaktadır. Finansal bankaların ve kurumların tasarrufları üretken yatırıma dönüşmesinde payları büyüktür. Bu kurumlar İslam iktisat görüşüne göre hareket ederek tasarrufları riskli topluma katkısı olmayan yatırımlara değil de üretken kalkınmaya katkı sağlayan yatırımlara yönlendirirlerse hedef gerçekleştirilmektedir. Merkez bankası kredi kontrolleri ve diğer yollarla sosyo-ekonomik kalkınmaya katkı sağlayan kurumları finansal enstrümanları destekleyebilir. Merkez bankası hem kamu sektörünü hem özel sektörü yönlendirme yetkisine ve gücüne sahiptir. Faizin olmadığı kar zarar paylaşımına göre üretimin temel alındığı bir ekonomide Merkez bankasının tasarrufları yönlendirmesi konvansiyonel sisteme göre daha önemlidir. Bu tür kurumlar, hem ekonominin amaçlarını gerçekleştirmek için hem kamu hem de özel sektörün gerçek, enflasyona açık olmayan finansman ihtiyaçlarını karşılayabilecek seviyede donanımına sahip olmalıdır. Merkez bankasının finansal kurumlar ve hükümet ile koordineli hareket ederek ekonomide ki üretim ve talep yapısına uygun nitelikte parasal genişlemeyi sağlaması gerekmektedir. Yetersiz talep ile fiziksel ve beşeri sermayenin istihdam

edilememesi durumunda enflasyon durumuna göre gerekli müdahaleyi yapmalıdır (Chapra, 1985: 44).

3.2.5.Finansal Sistemin Etkin Çalışması

İslam iktisadı bağlamında tasarrufların etkin kullanımının sağlanması ile optimum büyümenin elde edilmesi finansal anlamda yeterli değildir. Merkez bankası parasal otoritenin başındaki kurumdur. Finansal kesimin tasarrufları sadece etkin bir şekilde yönlendirmesine teşvik etmek veya kanallı etmek yeterli değildir. Merkez bankası aynı zamanda sistemin çalışmasını düzenlemesine yol gösterici olma ve finansal istikrarın sağlanmasında da sorumluluk sahibi olan kurumdur. Para politikalarının etkinliğini artırmak finansal piyasaların yapısal gelişmişliğine ve derinliğine bağlı olduğu açıktır. Merkez bankaları bu minvalde birincil ve ikincil piyasaların gelişiminde etkin rol oynamalıdır. Para piyasalarının gelişmişliği hem kamu kesimi hem özel kesim için oldukça önemlidir. Gelişmiş piyasaların varlığı sayesinde hükümetlerin finansman ihtiyaçlarını enflasyonist olmayan yollarla karşılamaları daha mümkün görünmektedir. Üretken olarak istihdam edebilecek kurumlara ve firmalara finansal kaynak sağlamak için birincil pazarların varlığına ihtiyaç duyulsa da, ikincil pazarların varlığı tasarruf sahiplerinin ve yatırımcıların yatırımlarını buna ihtiyaç duyduklarında yatırım yapmalarına yardımcı olmak için şarttır. Özellikle İslam iktisadının öz sermaye temelli finansmana dayanması açısından etkin bir ikincil piyasanın varlığı oldukça önemlidir. Çünkü etkin bir ikincil piyasanın yokluğunda tasarruf sahipleri, ihtiyati sebepler neticesinde daha fazla para tutmaya ve dolayısıyla tasarrufları artırmaya yöneleceklerdir. Ancak tasarrufların doğal rolleri gereği ekonomiye aktararak yatırıma dönüşmemesi ekonomik büyüme oranının düşmesine neden olacaktır(Chapra, 1985: 45).

3.3.İSLAM İKTİSADI BAĞLAMINDA PARA POLİTİKASI STRATEJİSİNİN OLUŞTURULMASI

1963 yılında Mısır'da ilk İslami bankacılık (Neccar, 1978: 303-306) denemelerinin ardından 1970 yılların sonlarında 1980li yılların başlarından itibaren İslam iktisatçıları, İslam iktisat görüşünün hızla gelişmesi ve geniş kitleler tarafından

tanınır hale gelmesi için belli konulara odaklanmışlardır. İslam ülkelerinin içerisinde bulundukları durumun etkisi ile ilk odaklanılan konular; ekonomik kalkınma, gelir dağılımı, yoksulluk ve makroekonomik politikalar olmuştur. Müslüman ülkeler için bu konuların ele alınması günün sorunlarına pratik çözümler üretilmesi adına önem taşımaktadır. Kalkınma gibi konular ile göreceli daha az ehemmiyet taşıyan para politikasının ilk odaklanılan konular arasında olması ilgi çekicidir. Zaman içerisinde finansal alanda kaydedilen gelişmeye oranla para politikası alanında yapılan çalışmalar hem akademik anlamda hem de uygulama alanında geride kalmış olsa da İslam iktisat görüşünün ortaya konulmaya başlandığı ilk yıllarda gündeme gelmeyi başarmıştır. 1978 yılında Cidde’de ve 1981 yılında İslamabad’da gerçekleştirilen uluslararası İslam ekonomisi konferanslarında İslam iktisadı perspektifinde para politikası ele alınmıştır. Burada gerçekleştirilen çalışmalar Ariff(1982), Uzair(1982) modern anlamda para politikası adına yapılan ilk çalışma özelliğini taşımaktadır. Başka ilgi çekici bir nokta ise bugün İslam iktisadının para politikası perspektifi bu çalışmaları temel alarak gelişmektedir(Tahir, 2011: 1). Literatürde faizsiz iktisadi sistemde para politikası ve amaçları noktasında temel kabul edilen bir diğer çalışmada Chapra(1985) **Towards a Just Monetary Policy** çalışmasıdır(Tahir, 2011: 2).

En genel tanımı ile para politikası para arzının ve talebinin; fiyat istikrarı ve tam istihdam, ödemeler dengesi, ekonomik büyüme ve gelir dağılımı hedefleri çerçevesinde değerinin ayarlamasıdır(Tabakoğlu, 2013: 426). Bu bağlamda İslam iktisadı perspektifinde merkez bankası; para politikasını, istikrarlı fiyatlar ve diğer sosyo-ekonomik hedefler çerçevesinde orta ve uzun vadede üretimin potansiyel büyümesini finanse etmek için yeterli para arzı büyümesine yol açmalıdır. İslâm iktisadı bağlamında para politikasının amacı parasal genişlemenin ne yetersiz ne de aşırı olmasını sağlamaktır. Para politikasının hedefi, ekonominin geniş tabanlı refah için mal ve hizmetler tedarik etme kapasitesinden tam olarak yararlanmaya yeterli olmasını sağlamak olmalıdır. Para politikası çerçevesinde amaçlanan büyüme oranı, orta ve uzun vadede sabit, gerçekçi ve sürdürülebilir olmalıdır ve gerçekçi olmayan istikrarsız bir büyüme oranı olmamalıdır (Chapra, 1985: 187).

İslam iktisadı bağlamında para politikası kapsamında, para arzının büyümesi ve düzenlenmesi oldukça önemli kabul edilmektedir. Ancak bu tamamen monetarist bir yaklaşım olarak ele alınmamaktadır. Monetarist yaklaşımda olduğu gibi para arzındaki büyüme uygun bir şekilde düzenlenerek tek başına, ekonomideki piyasa güçlerinin kalıcı ve enflasyonist olmayan büyümeye, işsizliğin ortadan kaldırılmasına, dış dengesizliklerin azaltılmasına ve arzulan diğer hedeflerin gerçekleştirilmesine yardımcı olacağı varsayımları yoktur. Aslında, İslam'ın iktisadi hayattaki hedeflerinin tam olarak gerçekleştirilmesi için yalnızca ekonomide ve toplumda reform yapmak mutlak gereklilik arz etmekle birlikte yeterli değildir. Bütün bu düzenlemeler içerisinde devlet aktif rol üstlenmesinin gerekliliğinin altı çizilmektedir. Maliye politikaları para politikalarının ile uyumluluk göstermesi vazgeçilmez bir ihtiyaçtır(Chapra, 1985: 187).

Konvansiyonel sistemde para politikası stratejisi paranın miktarı yani parasal büyüklükler veya paranın maliyeti olarak tanımlanan faiz oranları temelinde kurgulanarak para politikasının nihai hedeflerine ulaşılmaya çalışılmaktadır. Çoğu merkez bankasının para politikası amacı enflasyonu düşük ve istikrarlı bir halde tutmaktır ancak günümüzdeki gibi piyasa odaklı ekonomilerde merkez bankasının enflasyonu direkt olarak kontrol etmesi mümkün değildir. Bu yüzden merkez bankaları ekonomiye etkileri net bir biçimde belli olmayan faiz oranları gibi enstrümanları kullanmaktadırlar. Merkez bankaları enflasyon hedefine ulaşmak için faiz oranlarını kullanmaları durumunda faizin ekonomiye etkileri hakkında eksik bilgilere güvenmek zorunda kalmaktadırlar. Bu sebeple bazı merkez bankaları politika kararlarını yönlendirmek için para büyümesini veya döviz kurunu ara hedefler olarak kullanmaktadır (Hoggart, 1996: 5).

İslam iktisadı bağlamında para politikası stratejisi oluşturulurken ara hedef veya operasyonel hedef anlamında faiz oranlarının kullanılmasının mümkün olmadığı açıktır. Para politikası stratejisi oluşturulurken tek aşamalı veya iki aşamalı uygulama ele alınmaktadır. Tek aşamalı para politikası stratejisine doğrudan enflasyon hedeflemesini örnek verebiliriz. Tek aşamalı para politikası stratejisinin belirlenmesinde nihai hedefe ulaşmada ara hedefler konulmazken iki aşamalı para politikası stratejisinde nihai hedefe ulaşmada ara hedefler belirlenmektedir. Ara

hedef olarak parasal büyükler ele alınır ve nihai hedef olan fiyat istikrarı sağlanmaya çalışılır (Orakçı, 2009: 31). Bu noktada İslam iktisadında kesin veya belirgin bir para politikası stratejisi ortaya konulmamakla birlikte parasal büyüme üzerinde durulmaktadır. Belirtmek gerekir ki, literatürde İslam iktisadının konuya dair görüşleri arasında ara hedefleme yolu ile enflasyon hedeflemesi veya doğrudan enflasyon hedeflemesi gibi bir yaklaşım da ortaya konulmamıştır. Bununla birlikte son yıllarda yapılan çalışmalarda parasal hedeflemenin yanı sıra faiz oranlarına alternatif değişken olarak risk ve kâr zarar paylaşımına dayanan getiri oranları üzerinde durulmaktadır. Getiri oranlarına dair çalışmalarda ise GSYİH oranlarına ayrıca önem verilmektedir. GSYİH oranlarının referans noktası olarak kabul edilebileceğine dair görüşler dikkat çekmektedir.

3.3.1.Parasal Hedefleme

Parasal büyüklüklerin hedeflenmesi durumunda parasal tabandan itibaren para arzlarının ya da kredilere ilişkin büyüklüklerin hedeflenmesidir. Parasal değişkenler hedeflendiği zaman hedef değişken büyüdükçe Merkez bankası tarafından kontrol edilebilmesi zorlaşırken kamuoyu tarafından değişkenlerin izlenmesi kolaydır. Parasal hedeflemenin başarılı olması istikrara veya para talebinin tahmin edilebilirliğine bağlıdır. Parasal değişkenler yurt içi koşullar ile belirlenmekte olması ve uygulamasının kolay olması durumu parasal hedeflemenin avantajları arasındadır. Parasal hedeflemenin dezavantajlı olduğu nokta ise parasal büyüklükler ile nihai amaç arasındaki ilişkinin zayıf olmasıdır (Tokel, 2011: 31).

Fiyat istikrarı noktasında İslam iktisadı çerçevesinde arzulanan sosyo-ekonomik hedeflere ulaşılmasında para talebi ile para arzı arasında denge kurmak için en pratik yaklaşım para talebini tahmin etmek ve daha sonra bu talebin yeterince karşılanmasına yardımcı olacak para arzının büyümesinin sağlanmasıdır(Uddin ve Halim, 2015: 9).

$$M.V= P.Y$$

Parasal hedeflemenin temelinde klasik miktar teorisi yatmaktadır ancak hedeflenen para artışının katı ve mekanik olarak takip edilmesine gerek yoktur. Bilindiği üzere faizin İslam ekonomisinde yer almaması nedeni ile spekülasyon

sebebiyle para talebinden söz edilmemektedir. Bunun sonucunda da daha istikrarlı bir para talebi yapısı mevcuttur. Paranın gelir hızı (V) konvansiyonel sisteme oranla daha istikrarlı makul bir yapıda olduğu savunulmaktadır. Ancak yine de iç ve dış şoklardan etkilenmesi ihtimal dâhilindedir. Bu nedenle parasal hedeflemelerin belirli aralıklarla her çeyrekte veya ihtiyaca göre daha sıklıkla gözden geçirilerek gerekli revizyonların yapılması önerilmektedir (Chapra, 1996: 17-18).

Yüksek güçlü paranın kaynağını üçe ayırmak mümkündür: genellikle hazine yolu ile hükümetin merkez bankasından borçlanması, merkez bankasının ticari bankalara kredi vermesi ve ödemeler dengesi fazlası. Ancak birçok ülkede yüksek seviyede bütçe açıkları söz konusu ve Merkez bankaları bütçe açıkları ve finansmanı ile birlikte fiyat istikrarını sağlamaya çalışmaktadır. Sağlıklı para politikasının yürütülebilmesi noktasında yüksek güçlü parayı en iyi şekilde düzenlemeden para genişlemesini kontrol etmek mümkün değildir. İslam ülkeleri ekonomilerini İslam'ın ortaya koyduğu sosyal refah düzeni çerçevesinde inşa etmedikleri sürece bütçe açıkları ile sağlıklı para politikası yürütmeleri mümkün değildir (Uddin ve Halim, 2015: 10).

İslam iktisadı bağlamında merkez bankası ile ticari bankalar arasındaki ilişki konvansiyonel sistemdeki ilişkiden farklıdır. Sistemden faiz oranlarının çıkarılması ile merkez bankası ile bankacılık sistemi arasındaki ilişki risk ve kar-zarar paylaşımı temelinde şekillenmektedir. Bu durumun parasal büyüklüklerin kontrol edilmesinde Merkez bankasının kabiliyetini güçlendirmesi öngörülmektedir. Ticari bankalar spekülatif verimsiz amaçlara yönelik finansman sağlama konusunda daha ihtiyatlı davranmak zorunda kalmaktadırlar (Uddin ve Halim, 2015: 9).

Merkez bankası hedeflenen parasal büyüme ile fiili parasal büyüme arasında uyumu yakalamak üzere para politikası araçlarını kullanmalıdır. Parasal taban olan dolaşımdaki para artı ticari banka mevduatlarının toplamı artı Merkez bankasındaki zorunlu karşılıklar ile hedeflenen parasal büyümeye ulaşılmaya çalışılmalıdır. Mevduatlar, para tabanın önemli bir bölümünü oluşturduğundan, toplam mevduatlarda düzenleme yapılmadan para arzını düzenlemek mümkün olmayabilir. Bu nedenle sağlıklı bir analiz yapabilmek adına mevduatlar iki kısma ayrılabilir: 1)

birincil mevduatlar; bankacılık sistemine M_0 'nun önemli bir bölümünü sağlayan mevduatlar veya yüksek güçlü para, 2) türev mevduatlar: fraksiyonel rezerv sistemi gereğince kredi genişleme sürecinde bankalar tarafından üretilen mevduatlar. M_0 , dolaşımdaki para artı bankaların kasalarındaki para artı merkez bankasındaki mevduatlardan meydana gelmektedir. Tasarruflar ne kadar yüksek olursa, birincil mevduatların toplam mevduat içindeki payı o kadar artabilir ve türev mevduatın genişletilmesi ihtiyacı o kadar düşük olabilir. Türev mevduattaki büyümenin genellikle M_0 ya da yüksek güçlü para birimi ile yakından ilişkili olduğu kabul edildiğinden, merkez bankasında M_0 'daki büyümeyi yakından takip etmekten başka seçeneği yoktur (Uddin ve Halim, 2015: 10).

3.3.2. Para Politikası Kapsamında Faiz Oranlarına Alternatif Olarak ‘Getiri Oranı’

İslam iktisat görüşüne uygun para politikasını yürütmenin şüphesiz başlıca gerekliliği uygun politika enstrümanları tasarlamak ve geliştirmektir. Geliştirilen İslami kurallara uygun enstrümanların piyasalarda alınıp satılarak işlem görmesi ve para politikasını yürütülebilecek işlem hacmine sahip olması gerekmektedir. En genel çerçevesi ile İslami finans risk ve kar-zarar paylaşımına dayalı enstrümanları temel almaktadır. Başka bir deyişle konvansiyonel sistemle İslami finansa dayalı parasal sistem arasındaki fark; risk transferi ile risk paylaşımı arasındaki fark olmaktadır (Sari, Othman, Alhabshi, Mirakhor, 2015: 17). Para politikasının öz-sermaye tabanlı kâğıtlarla veya hisse senetleriyle, katılım belgeleriyle, menkul kıymetleştirilmiş varlıklarla, uygun sukuk türleriyle ve hem para politikası adına hem de İslami kurallarına uygun şartları sağlayan finansal enstrümanlarla gerçekleştirilmesi öngörülmektedir.

Merkez Bankasının, makroekonomik değişkenleri etkilemek istediğinde para politikası kararlarını uygulamak için menkul kıymet portföyünü kullanması önerilmektedir. Bu durumda kontrol değişkeni gerçek ekonomik faaliyetlerin dönüş oranı olmaktadır. Hükümet kâğıtlarının getiri oranları piyasa için sinyal görevi üstlenmektedir. Dolayısıyla merkez bankası finansal sektör için fon maliyetini, varlık portföyünde bulunan risk paylaşımına dayalı hükümet kâğıtlarının getiri oranları açık

piyasa işlemleri ile dolaylı olarak etkilemektedir. Hükümet kâğıtlarının, Merkez bankasının varlık portföyündeki hacmi para politikası anlamında etkili müdahaleye izin verecek büyüklükte olmalıdır. Hükümet kağıtları için ne kadar büyüklükte bir portföy hacmine ihtiyaç duyulduğu, konvansiyonel sistemdeki borç tabanlı enstrümanların hacmi ile kıyaslanarak elde edilebilir(Sari ve Mirakhor, 2012:16).

İslam iktisadı bağlamında para politikasının yürütülmesi şu şekilde gerçekleşmektedir: Merkez bankası, risk paylaşımli menkul kıymetler alıp satarak, özel sektör-hane halkı ve firmalarının finansal portföyünü doğrudan etkiler ve dolayısıyla bankaların varlıklarını ve sermaye piyasalarındaki koşulları etkileyerek reel ekonomik aktiviteyi etkiler. Hane halkının ve firmaların kararları gerçek getiri oranını etkilemesi ekonomik faaliyetleri etkilerken; Merkez bankası politikaları yoluyla, sermaye ve finansal piyasalara ilettiği sinyaller ile yatırım için gerekli kaynaklara ulaşılmasını etkilemektedir. Para politikası için kullanılan risk ve zarar paylaşımına dayalı devlet katılım kâğıtları veya merkez bankası katılım kâğıtları gibi enstrümanlar, kaynakların kamu sektöründeki reel üretim için kullanılması bütçeyi faiz ödemesinden kurtararak devletin borç yükünü azalmasına neden olacağı savunulmaktadır(Askari, Iqbal ve Mirakhor, 2014: 126-128).

Hükümet veya merkez bankaları tarafından ihraç edilen risk paylaşımına dayalı finansal araçların ikincil piyasalarda işlem görmesine olanak sağlanarak sadece kurumsal yatırımcılar tarafından değil sıradan vatandaşlar tarafından da ulaşılabilir olması öngörülmektedir. Böylelikle tasarruf sahipleri reel sektöre dayalı getiri oranları ile daha yüksek getiri elde etmiş olacaklardır. Para politikasını yürütmede kullanılması ile aracılıktan kaynaklanan sızıntılar minimuma inmiş olmaktadır. Yani para politikası sinyallerinin bankacılık sistemi tarafından filtrelenmeden özel sektöre ulaşmaktadır. Bu araçların getiri oranı, bir yönüyle ekonominin reel sektöründeki geri dönüş oranına atıfta bulunmaktadır. Oran, borsa ya da menkul kıymetleştirilen varlıkların ortalama getiri oranına karşı kıyaslanabilir ve genellikle ekonomideki faiz oranından daha yüksektir. Dolayısıyla bu durum, yatırımcıların faiz getirisinden daha iyi bir getiri elde etmesini sağlamaktadır. Bu kâğıtlardaki getiri oranının ekonominin reel sektöründeki getiri oranlarıyla kıyaslanması sonucunda tasarruflar daha yüksek bir getiri oranı için ekonomide üretken kullanıma yönlendirilmektedir. Sermaye

tabanlı devlet veya merkez bankası kâğıtlarının para politikası aracı olarak kullanılmasının sonucunda sadece konvansiyonel ekonomiye kıyasla daha güçlü bir para politikası etkisi yaratmak değil, aynı zamanda toplumun tüm üyelerine daha iyi erişim sağlayarak gelir dağılımının iyileştirilmesi için hizmet vermektedir(Askari, Iqbal ve Mirakhor, 2014:128). Sermaye tabanlı devlet veya merkez bankası kâğıtlarının ikincil piyasada açık bir şekilde işlem görmesi sonucunda, kağıt sahipleri geçerli pazar fiyatına satarak itfa edebilmekte veya tasfiye edebilmektedir. Bu, bankalar gibi kurumsal yatırımcıların varlık portföylerini yönetmek amacıyla bu enstrümana erişebilmek için piyasa fiyatını ödemek zorunda kalacağı anlamına gelir. Bu şekilde, aynı ekonomik fırsatı herkese eşit derecede erişilebilir hale getirecek ve mali açıdan mümkün olanlarla sınırlı kalmayacak. Para politikası aracı olarak bu kâğıtların kullanılması sebebiyle hükümet risk paylaşım araçlarına yaptıkları yatırımlarla ilgili olarak halka daha fazla hesap vermek durumundadır. Hükümetin harcamaları iştirak hisseleri yolu ile finanse etmesinde dolayı borç tabanlı enstrümanların maliyeti olan faiz ödemelerinden daha fazla bir yük getirmemekle birlikte kamu projelerine de fon sağlanmış olmaktadır. Aynı zamanda atıl fonların değerlendirilmesi ile birlikte de ekonomik büyümeye katkı sağlanmaktadır(Askari, Iqbal ve Mirakhor, 2014: 128-129). Dolayısıyla merkez bankası finansal sektör için fon maliyetini, varlık portföyünde bulunan risk paylaşımına dayalı hükümet kâğıtlarının getiri oranlarındaki değişimler açık piyasa işlemleri ile dolaylı olarak etkilemektedir

3.3.2.1.Getiri Oranının Üstünlükleri

Konvansiyonel sistemde ekonomideki para politikasının para arzını istenilen düzeye getirmek için faiz oranları ile dolaylı olarak ekonomiyi etkilerken, İslam ekonomisinde para arzı, varlık piyasası faaliyetleri aracılığıyla doğrudan değiştirmektedir. Sinyallerin bankacılık sektörü tarafından özel sektöre iletilmemesi durumunda, para otoritelerinin portföy düzenlemesini teşvik etmeye yönelik yaptırım yapısı bozulabilmektedir. Örneğin, zorunlu karşılıkların düşürülmesinden doğan fazla rezervler, bankacılık sektörü tarafından tüketim ve yatırımları artırmak için özel sektöre borç vermek yerine devlet tahvilleri satın almak için kullanılabilir. Sonuç

olarak, para politikasının etkisi tam olarak elde edilemeyebilir(Askari, Iqbal ve Mirakhor, 2014: 126). Ayrıca, Merkez bankası para politikası aracı olarak faiz oranlarını kullanması durumunda piyasadaki aktörler bu faiz değişimine karşı türev araçlar kullanarak faiz oranlarıyla ilgili vade dağılımlarını değiştirebilirler ve faiz oranlarının harcamalar üzerindeki etkisini geciktirebilmektedirler. “çünkü türev ürünler çeşitli faiz oranlarına sahip varlıkların hızlı bir şekilde birbirleriyle ikame edilmesini sağlayarak faiz oranlarının harcamalar üzerindeki etkisini geçici olarak ertelemesine ve harcamaların bir süre daha yüksek düzeyde devam etmesine yol açar. Ancak harcamalar belli bir süre eski düzeyinde devam etse bile, faiz oranları harcamalar üzerindeki etki meydana getirerek harcama akımlarının azalmasına yol açacaktır.” (Oktar, Tokucu ve Kaya, 2013: 54). Faiz oranlarının ekonomideki varlığı ve finansal piyasalardaki gelişme neticesinde Merkez bankalarının bankacılık kesiminin ve diğer piyasa aktörlerinin portföylerini etkilemesi kolay görünmemektedir.

Faiz oranının para politikasının bir aracı olarak kullanılması finans sektörü ile reel sektör arasındaki bağı koparabilmektedir. Örneğin faiz oranlarının artışı ile birlikte fon akışından dolayı finansal piyasalarda bir canlanma yaşanırken faiz oranlarının döviz kurları üzerindeki etkisi ile birlikte reel sektörde bir durgunluğun yaşanması muhtemeldir(Oktar, Tokucu ve Kaya, 2013: 54). Risk paylaşım araçları bu sorunu önleyebilir. Hükümet, faaliyetlerini finanse etmek için çıkarılan ve para otoritesi tarafından özel sektörün portföy ayarlamasını etkilemek üzere kullanılan bu araçlar, ekonominin şoklara karşı daha fazla direncini arttırırken para politikasının hedeflerine ulaşması sağlanabilir(Askari, Iqbal ve Mirakhor, 2014: 126). Merkez bankalarının ara hedef veya operasyonel hedef olarak faiz oranlarını kullanmasında politikanın etkinliği merkez bankasının bağımsızlığının derecesine bağlı olmaktadır. Merkez bankasının siyasi baskılara maruz kalması durumunda açık bir faiz politikası yürütmesi zorlaşmaktadır aynı zamanda faiz oranları hedef değişken olarak etkisini ve gücünü yitirmektedir. Aynı zamanda faiz oranları monetarist iktisatçıların belirttiği gibi dışsal etkilere açık ve oynaklığı fazla olması nedeni ile hedef değişken olarak belirlenmesinde ciddi sorunlar oluşmaktadır(Kapız, 2010: 59-60). İslam iktisadı bağlamında kullanılan risk ve kar-zarar paylaşımına

dayalı enstrümanların getiri oranları özel sektör karlılık oranlarına göre her ülkenin kendine mahsus şekilde oluşturabileceği endeksleme yöntemleri ile elde edilmektedir. Reel sektör bağı yüksek getiri oranları hem piyasanın kendi koşulları altında belirlendiğinden ekonomiyi şoklara karşı sağlam kılmakta hem de faiz oranları gibi oynaklığı yüksek olmamaktadır. Bu yönleri ile getiri oranları para politikası anlamında faiz oranlarından daha etkin kullanılabilir olduğu savunulmaktadır.

Merkez bankası risk ve kar-zarar paylaşımına dayalı ihraç etmekte olduğu kağıtlar için getiri oranı olarak reel sektör karlılık oranlarını veya Merkez bankası bütçe fazlasını veya bir çok değişkenden oluşturulan endeksler kullanmakta olduğu gibi gösterge oranı olarak GSYİH oranını kullanması da son yıllarda savunulan bir fikir olarak sunulmaktadır (Sari ve diğerleri, 2015: 17-18).

3.3.2.2. Getiri Oranı Üzerine Teorik Çalışmalar

Getiri oranlarının para politikası kapsamında faiz oranlarının yerine alternatif politika aracı olarak kullanılabileceğine ve ekonomik bir çıpa olarak tanımlanabileceğine dair görüşler ve öneriler sunulmaktadır. Khan ve Mirakhor(1989) ve Mirakhor (1993) çalışmalarında önceden belirlenmiş faiz oranlarının olmadığı, yerine sonradan belirlenen getiri oranlarının kullanıldığı bir model çerçevesinde makroekonomik sistemde para politikasının verimli bir biçimde çalışıp çalışmayacağını ele almışlardır.

Khan ve Mirakhor(1989) çalışmasında önceden belirlenmiş bir faiz oranının olmayışıyla birlikte ekonomide ortaya çıkan belirsizlik faktörü ve bunun temel davranışlar üzerindeki etkileri, beklentilerin rolü ve sistemin dengeden nasıl uzaklaştığına dair davranışlar model kapsamında analize katılmamıştır. İslami finansal sistemin nasıl işleyeceği ve ekonominin reel tarafıyla nasıl etkileşeceği hakkında daha iyi bir fikir edinmek için, İslami bir sistemin ana unsurlarını açıkça dâhil eden basit bir makroekonomik model geliştirilmiştir. Sadece standart IS-LM modelinin genellemesi olan modelde, ekonomideki finansal getiri oranları ve para politikasının nasıl yürütüldüğünün belirlenmesine ilişkin sonuçlar elde edilmiştir. Analiz neticesinde ortaya çıkan temel sonuç, İslami kurallar çerçevesinde işleyen

para politikası ve finansal sistemde, para politikasının ekonomiyi etkilemede köklü bir değişikliğe neden olmadığıdır. Parasal otorite kar-zarar paylaşımına dayalı finansal enstrümanların(kredilerin) arzını kontrol ederek toplam para arzındaki değişimleri sağlayabilmektedirler. İslam iktisadı bağlamında finansal kurumlar ve finansal araçlar farklı olsa da standart makroekonomik sonuçlar değişmemektedir. Örneğin genişletici para politikası sonucunda kısa vadede getiri oranları düşerek üretim artmaktadır. Ancak burada getiri oranları konvansiyonel sistemde olduğu gibi parasal otorite tarafından belirlenmek yerine piyasa tarafından belirlenmektedir.

Mirakhor (1993) çalışmasında sabit getiriye sahip olmayan, bunun yerine finansal varlıkların getirilerinin reel sektör tarafından belirlendiği İslami kurallara uygun nitelikte tanımlanmış açık ekonomik sistemde mal ve finansal varlıkların ticaretinin makroekonomik dengesi üzerine etkileri analiz edilmiştir. Analiz çerçevesinde sadece hisse senetleri ile uluslararası ticaret yapıldığı varsayılmıştır. Analiz kapsamında kapalı bir ekonomi, sadece mal ticareti yapan açık ekonomi ve mal ve hisse senetleri ticaretinin bulunduğu açık ekonomi olmak üzere üç uzun dönem dengesi ele alınmıştır. En genel durum için sermaye akımlarının yönünde yerli ve yabancı getiri oranlarındaki farklılık belirleyici olmuştur. Dolayısıyla sermaye akımlarının yönü sermayenin marjinal üretim farklılığına dayanmaktadır. Ayrıca, mal ticaretinin ekonominin uzun vadeli dengesini değiştirmede, ancak hisse senedi ticaretine izin verildiğinde uzun vadeli denge etkilendiği görülmektedir. Çalışmanın en önemli sonucu, faize dayalı enstrümanların ekonomide olmayışı makroekonomik analizlerde bir hasara veya ekonominin çalışmasında bir engelle sebep olmamaktadır. Standart makroekonomik analiz, faiz dışı ekonominin dengesine ulaşması için var olması gereken koşulları belirlemek için yapılabilmektedir.

3.3.3.Gösterge Oranı Olarak Gayri Safi Yurtiçi Hasılanın Kullanılması

Özellikle 2008 finansal krizi sonrası, para politikası düzenlemesinin başlıca kullanılan aracı olan faiz oranının sadece doğuda değil batıda da ekonomik sistemi kontrol etmesi üzerinde ciddi soru işaretlerinin olduğu savunulmaktadır. Bu

durumda, para politikasını sürdürülebilir bir şekilde yönetmek ve kontrol etmek için alternatif bir yaklaşım aranması gerekmektedir. Reel sektör ve reel ekonomi göz önüne alınmadan sabitlenen faiz oranı, enflasyon ile mücadele de ve tasarruflar, gelir, yatırım problemlerini çözmede hem yetersiz kalmakta hem de başlı başına problem oluşturmaktadır. Gelirdeki sorunların yol açtığı tasarruf açıkları ve reel sektöre kanalize olmayan tasarruflar nedeniyle düşük yatırım oranları sonuç olarak ekonomik büyümede yavaşlamaya hatta ekonomik daralmaya neden olmaktadır. Bu sebeple reel faiz oranları yerine, ekonominin genel performansını daha iyi yansıtacağı ve toplumun refah düzeyini daha iyi sağlayacağı varsayımı ile GSYİH büyüme oranının para politikası enstrümanı olarak kullanılması önerilmektedir (Uddin ve Halim, 2015: 14).

İslami kurallara uygun geliştirilen finansal enstrümanların getiri oranlarının belirlenmesi finansal sistem içerisinde hatta bütün ekonomik sistem içerisinde oldukça önemlidir çünkü ekonomide bu tip devlet kâğıtlarının getiri oranları ölçüt, kıyas noktası kabul edilmektedir. Merkez bankasının para politikasını yürütmek için de kullanabileceği kısa vadeli finansal enstrümanların getiri oranlarının GSYİH oranlarına göre belirlenmesi önerilmektedir(Sari vd., 2015: 17-18). Bu önerinin iki dayanak nedeni vardır: bunlardan birincisi; İslam iktisat görüşünün temelini reel üretim oluşturmaktadır ve GSYİH bir yıl içerisinde ekonomide üretilen mal ve hizmetlere dayanan bir orandır, ikincisi ise; yapılan araştırmalarda görülmüştür ki ortalama nominal GSYİH oranları ile nominal faiz oranları birlikte hareket etmektedirler(Hanif ve Sheikh, 2009: 5).

3.4.İSLAM İKTİSADI BAĞLAMINDA PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

3.4.1.Rezerv Oranı

Günümüzde birçok merkez bankası bankaları daha rekabetçi hale getirmek için zorunlu karşılık oranlarını ya azaltmakta ya da tamamen kaldırmaktadır. Bilindiği üzere zorunlu karşılık oranlarının yüksek olması durumunda bankaların kredi mevduat oranı düşmektedir ve bunun sonucunda da bankaların karlılık oranları

düşmektedir. Bankaların karlılık oralarının düşmemesi için merkez bankaları zorunlu karşılık oranlarını düşük tutmaktadır. İslam iktisadı bağlamında zorunlu karşılık oranları ele alındığı zaman para politikasında faiz oranlarının olmaması ve açık piyasa işlemlerinin sermaye tabanlı risk ve kar-zarar paylaşımına dayalı finansal enstrümanlarla yapılması durumunda zorunlu karşılık oranlarının etkinliği bir parça daha artmaktadır. Rezerv karşılık oranları İslam iktisadı anlamında ele alındığı zaman literatürde iki temel eğilim ile karşılaşılmaktadır: %100 zorunlu karşılık oranı ve kısmi karşılık oranı.

Yüzde 100 zorunlu karşılık oranının bankacılık sektörü açısından istenilen bir uygulama olmadığı açıksa da uygulanması mümkündür. Böylesi bir durumda bankacılık sisteminin para yaratma yeteneği son bulur ve bankalar yatırım fonu sağlayan kurumlara benzer. Yüzde 100 zorunlu karşılık oranını savunan İslam iktisatçıları olduğu gibi birçok batılı iktisatçı da vardır: Fisher (1935), Simon (1948) ve Friedman (1969) (Zanegeh ve Salam, 1993: 29). Yüzde 100 zorunlu karşılık oranının uygulanmasının sistemi daha verimli hale getireceği savunulmaktadır (Khan ve Mirakhor, 1994: 17):

1) Kısmi karşılık oranı bankacılık kesimine para yaratma kabiliyeti vermektedir ve bunun sonucunda da istikrarsızlık meydana gelmektedir. Yüzde 100 karşılık oranı para yaratma sonucu meydana gelen istikrarsızlığı engellemektedir. Para arzı, yüksek güçlü para ile mevduattan oluşmakta ve para arzındaki değişiklik sadece yüksek güçlü para ve mevduat arasındaki kompozisyon farklılığı olmaktadır.

2) Kısmi zorunlu karşılık oranının uygulanması ile bankacılık kesimi tarafından sistemde meydana getirilen para yaratımının sonucunda para arzının kontrolü daha maliyetlidir.

3) Kısmi zorunlu karşılık oranı sebebiyle oluşan para yaratımından toplumun hepsi değil belli bir kesimi fayda sağlamaktadır. Yüzde 100 karşılık oranı ile toplumun hepsi fayda sağlamaktadır çünkü ekonomik ve finansal sistemde istikrar elde edilmektedir.

Yüzde 100 zorunlu karşılık oranı geçmişte kalan bir öneri değildir, 1980li yıllarda ABD’de meydana gelen banka iflasları sonucu tekrar gündeme gelmiştir. Kindleberger (1985), Karecken (1985), ve Golembe ve Mingo (1985) yüzde 100 zorunlu karşılık oranını savunmuşlardır. Bunun yanı sıra zorunlu karşılık oranının tamamen kaldırılmasını savunan ve uzun yıllardır İsviçre 1988’den beri ve Kanada 1990’dan beri gibi uygulayan ülkelerde bulunmaktadır(Zanegeh ve Salam, 1993: 30).

İslam iktisatçıları arasında % 100 zorunlu karşılık oranını hatta metal standardını savunan iktisatçılar mevcutsa da kısmi zorunlu karşılık oranları ve kaydi para ile İslami kurallar doğrultusunda para politikasının uygulanabilirliğini savunan iktisatçıların sayısının oldukça fazla olduğu görülmektedir. Ayrıca İslami kurallar bağlamında zorunlu karşılık oranının sıfır olması veya % 100 olması gibi bir çıkarım yapmanın mümkün olmadığı açıktır(Zanegeh ve Salam, 1993: 30).

Zorunlu karşılık oranlarına ilişkin politikalar ülkeden ülkeye ve hatta hükümetten hükümete göre ekonomik şartlara göre değişiklik arz etmektedir. Hangi tür mevduata ne kadar zorunlu karşılık ayrılması gerektiği ve zorunlu karşılığın niteliği değişkendir. Zorunlu karşılık oranına para yaratımına etken olan mevduatlar konu olabileceği gibi para yaratımı noktasında soru işaretleri barındıran yatırım mevduatları da konu olabilmektedir. Merkez bankalarının para politikası gereğince para arzını ne kadar kontrol etmek istediğine ve bankacılık sektörünün ne kadar güvenli olduğuna da bağlıdır(Zanegeh ve Salam, 1993: 30).

Hangi tür mevduatlara ne oranda zorunlu karşılığın merkez bankasına yatırılmasının gerekliliği noktasında İslam iktisatçıları arasında net olmayan noktalar bulunmaktadır. İslami kurallar çerçevesinde bankacılık hizmeti veren kurumlar genel olarak iki türde hesap oluşturmaktadırlar: bunlardan birincisi konvansiyonel sistemdeki vadesiz mevduat türünden cari hesap, diğeri ise katılım hesaplarıdır. Cari hesaplara ilişkin zorunlu karşılık oranları ile ilgili konvansiyonel sistemdeki vadesiz mevduatlara ilişkin zorunlu karşılık oranları arasında konuya ilişkin bir farklılık söz konusu değildir. Katılım hesapları noktasında ise konuya ilişkin İslam iktisatçıları arasında farklı görüşler söz konusudur. Katılım hesapları mudaraba hesapları ise yani

kar zarar ortaklığına dayanan hesaplar ise farklı muameleye tabi tutulmasının gerekliliği savunulmaktadır.

Kâr getirisinin garanti olmamasına rağmen İslami bankacılıktaki yatırım hesapları konvansiyonel bankacılıktaki tasarruf ve vadeli mevduat hesaplarına benzemektedir. Bu nedenle de vadeli mevduatlara uygulanan zorunlu karşılık oranı İslami bankalardaki yatırım hesaplarına da uygulanmaktadır. Bazı İslami bankalar yatırım hesapları sahiplerine, 3 gün veya daha önceden bildirmek koşuluyla ve parayı çektikleri tarihin muhasebe periyodundaki kârdan mahrum olmaları koşuluyla paralarını geri çekme imkânı sunulmaktadır. Bu nedenle de yatırım hesapları konvansiyonel sistemdeki vadeli mevduat hesapları gibi aynı anda hem sahibi tarafından hem de banka tarafından kullanılabilir duruma gelmektedirler. Faiz getirisini dışarda bırakırsak vadeli mevduatlar gibi yatırım hesapları da para yaratma işlevine sahip olmaktadır. Ancak eğer yatırım hesaplarından para çekilmesine izin verilmemekte ise, bu hesaplara dair zorunlu karşılık uygulaması gereksizdir ve İslam bankalar için sorun oluşturmaktadır. Yatırım hesaplarına yatırılan fonlar mudaraba yöntemi ile kar elde etmek için yatırımlara kanalize edilmektedir ve hesap sahipleri paralarını geri çekememektedirler(Sıddıqı, 1992: 41). Hesap sahipleri bankanın sermaye ortakları konumundadırlar dolayısıyla yatırım/mudaraba hesapları bankanın öz sermayesidir. Bankanın öz sermayesi için merkez bankasında zorunlu karşılık bulundurmasına gerek yoktur(Awad, 2015: 28). Aynı zamanda eğer yatırım/mudaraba hesabından parayı geri çekmek mümkün değilse para yaratımı da söz konusu değildir. Para yaratımı ancak paranın yatırımda kullanılarak ek değer üretmesi ile gerçekleşmektedir(Sıddıqı, 1992: 41). İslami bankacılık kesimi açısından yatırım/mudaraba hesaplarına zorunlu karşılık uygulamasının olması, bu hesapları daha az karlı hale getirerek farklı fon toplama hesaplarına kaymalar gerçekleşecektir. Müşterilerin paralarını geri çekmek istemeleri durumunda bankacılık sisteminde herhangi bir sorun yaşanmaması adına zorunlu karşılık oranı uygulaması yapılmakta ise de İslami bankacılıktaki hesaplara uygun denetimlerin getirilmesi gerekmektedir (Chapra, 1996: 21).

Zorunlu karşılık oranları piyasadan aşırı likiditenin çekilmesini sağlayan merkez bankası ve bankaların yükümlülükleri ile ilgilidir. Unutulmamalıdır ki,

likiditenin piyasa aktöreleri arasında eşit dağılmadığı veya ciddi farklılıkların olduğu durumlarda etkin bir politika aracı değildir(Koçyiğit, 2009: 8). Bu bağlamda hem İslami bankacılığın hem konvansiyonel bankacılığın uygulandığı sistemlerde İslami bankalar için sorun teşkil etmektedir. Çünkü hem İslami bankacılığın hem konvansiyonel bankacılığın uygulandığı sistemlerde genellikle İslami bankalar sektörün küçük bir kısmını oluşturmaktadır. Zorunlu karşılık oranının yüksek olması bankacılık sektörünün küçük bir bölümünü oluşturan İslami bankaları konvansiyonel bankalara göre daha fazla etkileyerek İslami bankaların rekabet gücünü düşürmektedir.

3.4.2. Kâr Zarar Paylaşım Oranı

Kâr zarar paylaşım oranı konvansiyonel sistemde var olmayan İslam iktisadi bağlamında kullanılabilen para politikası aracıdır. Faizsiz bankacılık sisteminde müşteriler tarafından bankaya yatırılan tasarruflar yatırımlarda değerlendirildikten sonra müşteriler, banka ve bankanın tasarrufları yönlendirdiği girişimciler arasında kâr zarar paylaşımı gerçekleştirilmektedir. Para politikası kapsamında kâr zarar paylaşım oranının merkez bankaları tarafından belirlenmesinin ve düzenlenmesinin ekonomide tasarrufların sisteme dâhil olmasında ve yönünün belirlenmesinde etkin olabilmektedir. Merkez bankasının yatırım kârlarının paylaşım oranını ve mevduat sahiplerinin paylaşım oranını belirlemesi önerilmektedir(Zanegeh ve Salam, 1993: 30).

Yatırım kârlarının paylaşım oranının düzenlenmesi ile ekonomideki reel sektör faaliyetlerinin seviyesinin etkilenmesi amaçlanırken, mevduat sahiplerinin paylaşım oranının düzenlenmesi ile para arzının etkilenmesi amaçlanmaktadır. Merkez bankası bankaların uygulamasını istediği oranları bir aralık halinde belirlemesi hem bankaların rekabet edebileceği bir alan oluşturmakta hem de bankacılık kesimine bir düzen sağlanmış olmaktadır.

Kâr paylaşım oranları konvansiyonel sistemde bulunmayan politika araçlarıdır. Ortalama kazanılan kar oranını m olarak tanımlarsak bu kar oranı tasarruf sahibi sermayedarlar $S_m * m$ ve girişimciler $(1 - S_m) * m$ arasında pay edilmektedir. Merkez bankası ekonomi içerisinde gelişmesini istediği alanları veya özel ilgi ve fon ihtiyacı

olan alanlara iş dünyasını yönlendirmek için $S_m \cdot m$ oranını düşürebilir. Böylece bankacılık kesiminin elde ettiği kâr payı azalırken girişimcilerin elde ettiği kâr payı artar bunun sonucunda da fon sağlanılmasının ve gelişmesinin istenildiği ekonomik alan kalkınmış olmaktadır. Kâr paylaşım oranları, piyasadaki kredi koşullarını belirlemeye yarayan bir politika aracı olarak kalkınma için oldukça etkin bir biçimde kullanılabilir(Zanegeh ve Salam, 1993: 30).

3.4.3.İslam İktisadı Bağlamında Selektif Kontrol Araçları

İslami kurallar çerçevesinde para politikasının uygulanmasında konvansiyonel sistemdeki bazı araçların kullanılamaz olması nedeniyle selektif kontrollerin önemi artmaktadır(Zanegeh ve Salam, 1993: 31). Para politikasının yürütülmesinin amaçlandığı finansal enstrümanların piyasalar tarafından kabulünün ve İslami kurallara uygun para piyasalarının gelişmesinin zaman isteyen bir süreç olması sonucunda merkez bankası tarafında ekonomide ki tasarrufların yönlendirilmesinde uygulanan kontrollerin varlığı önem kazanmaktadır.

Konvansiyonel sistemde Merkez bankası bankaların ekonomik birimlere sundukları kredilerin sektörlere göre miktar, vade ve faiz oranları açısından farklılaşmasını mümkün kılabilir. Gelişmesi istenen sektörlere uzun vadeli düşük faiz oranlı yüksek kredi hacmi sağlanması istenilerek ekonomide ki fon akışı yönlendirilmiş olmaktadır. Aynı şekilde gelişmesi diğer bir sektöre zarar veren veya uygulanan politika gereği ekonomiye olumsuz etki eden bir sektörün gelişmesi önlenir veya sınırlandırılabilir. Bu tür politika araçlarının kullanımı ile paranın spekülasyon amaçlı kullanılmasını önüne geçilmesi mümkün olarak ekonomideki fon akışının yönü tayin edilmektedir (Parasız, 2012: 85). Aynı şekilde İslam iktisadı bağlamında desteklenmesi istenen sektörlerin hisse senetleri alınabilir. Merkez bankası İslami bankacılık sistemini bu yönde teşvik edebilir yönlendirebilir. Gelişmesi istenilen sektörlere fon akışının sağlanması için sektöre ait kâr zarar oranları değiştirilebilir.

3.4.3.1.Finansal Kurumların Portföylerinin Düzenlenmesi

Merkez bankası, bankaların ve diğer finansal kuruluşların portföylerinde hangi varlıklardan ve ne miktarda bulunması noktasında belirleyici olabilmektedirler.

Örneklendirmek gerekirse merkez bankası belirlediği sektörlerin hisse senetlerinin veya başka İslami kurallara uygun finansal varlıklarının bankalar ve finansal kuruluşlar tarafından alınıp satılmasını veya hacmini belirlemektedir. Genellikle bu tür kontroller ile devlet politikası kapsamında gelişmesi istenen sektörlerle fon akışı temin edilerek büyüme ve kalkınma üzerinde Merkez bankası nezdinde etkin olunabilmektedir. Desteklenen sektörün finansal varlıklarının belirli bir kritere sahip olması gerekir ki fon akışı sağlanabilsin. Ancak belirtmek gerekir ki bu tür piyasaya doğrudan müdahale biçimindeki araçlar gelişmiş finansal varlıkların ve bu varlıkların işlem gördüğü derin yapıya sahip piyasaların olduğu gelişmiş ülkelerde değil daha çok gelişmekte olan ülkelerde daha sıklıkla kullanılmaktadır(Koçyiğit, 2009: 14). Portföy düzenlemesinin özellikle geliştirilmesi istenilen İnterbank piyasası araçlarına ve hükümet ve merkez bankası tarafından çıkarılan sermaye tabanlı kâğıtlara piyasa derinliği kazanması için bankalar tarafından alınması adına yaptırımlar uygulanması önerilmektedir. Ayrıca portföy düzenlemesi hem birincil piyasaların hem de ikincil piyasaların gelişiminde etkinliğe sahip olabilir.

3.4.3.2.Kredi Tavanları

Bankalar değişken amaçlarla farklı alanlarda ekonomik faaliyetlere uygun finansman sağlamaktadırlar. Bankaların sağlamış oldukları çeşitli finansmanlara Merkez bankası tarafından sınırlama getirilerek kredi tavan politikası uygulanmaktadır. Uygulanan kredi tavanı politikası ile kredi genişlemesi veya daralması hedeflenmektedir. Genellikle bir bankanın kredi genişlemesi kredi toplam kredi hacmi içerisindeki payına göre sınırlanmaktadır. Bununla birlikte kredi tavanı politikası finansmanı belli sektörlerle yönlendirerek teşvik etmenin yanı sıra parasal genişlemeyi veya daralmayı sağlamak için de kullanılabilir. Kredi tavanları rezerv para yaratımının etkin bir biçimde kontrol edildiği ekonomilerde oldukça etkili bir politika aracıdır. Buna ek olarak dolaylı para politikası araçlarının kullanımının etkin olmadığı veya geçiş sürecinde olduğu durumlarda kredi tavan uygulaması parasal kontrol kaybını minimize etmektedir(Koçyiğit, 2009: 12). Bu noktada İslam iktisadı bağlamında para politikası uygulaması için kredi tavanları uygulaması önemli yer teşkil etmektedir. Çünkü İslam iktisadı bağlamında parasal kontrol konvansiyonele göre daha yüksektir bu da kredi tavan uygulamasının

etkinliğini artırmaktadır. Politika aracının verimliliğine dair önemli bir diğer nokta ise, İslami kurallara uygun İnterbank piyasası ve para piyasası başlangıç aşamasındadır. Dolayısıyla kredi tavanlarının kullanımı konvansiyonele göre ekstra öneme sahiptir.

3.4.3.3.Merkez Bankasının Ticari Bankaların Mevduatlarını

Kontrolü

Günümüzde Merkez bankalarının likidite yaratabilme özelliklerinden dolayı üzerinde fikir birliğine varılan görevlerinden biri de son kredi başvuru mercii olmasıdır. Merkez bankası finansal sistemde bir nakit sıkışıklığının meydana gelmesi durumunda veya bankaların likidite ihtiyaçları doğrultusunda bankalara teminat karşılığında likidite sağlamaktadırlar (Ay, Güvenek, Saçık, 2009: 118). Merkez bankalarının ticari bankalara borç verme nedenleri genellikle likidite sıkışıklığını gidermek yahut mevduat kredi oranını artırmaktır. Merkez bankalarının bu görevi yerine getirirken ticari bankalar veya işletmeler gibi kar etme düşüncesi var mıdır sorusunun yanıtına göre İslam iktisadı bağlamında merkez bankacılığı konusuna öneri geliştirilmektedir. Merkez bankaları kar elde etme amacı olmayan kurumlar ise son kredi başvuru mercii görevi gereği finansal kuruluşlara likidite sağlarken faiz talep etme zorunluluğu içerisinde olmamalıdırlar. Eğer merkez bankalarından kar elde etmeleri yönünde hükümetler tarafından bir beklenti söz konusu ise borç karşılığı faiz geliri dışında, son kredi başvuru mercii görevlerini de yerine getirebilmelerine olanak sağlayan alternatif yollar da oluşturmak mümkündür. Bu bağlamda, merkez bankasının ve ticari bankaların yönetimine ilişkin mevzuatta gerekli düzenlemeler yapılarak, merkez bankasının ülkede faaliyet gösteren tüm ticari bankaların sermaye stokunun yüzde 25'ine veya herhangi bir önerilen başka yüzde oranınca sahip olması sağlanılabilir. Kendi yetki alanı içerisinde faaliyet gösteren ticari bankaların sahip oldukları paylar sayesinde, merkez bankası ticari bankalardan alınan temettü ile kalıcı bir gelir ve kar kaynağı elde eder(Uzair, 1978: 213-214). Bu sayede merkez bankası ile ticari bankalar arasında borç veren ve alacaklı ilişkisi yerine ortaklık ilişkisi söz konusu olmakta ve Merkez bankası son kredi başvuru mercii görevini İslam iktisadı bağlamında sorunsuz yerine getirebilmesi temin edilmektedir.

Merkez bankasının ticari bankalara ortaklık katılımı bugün oldukça yabancı bir kavram olarak algılanıyor olsa da Merkez bankacılığının tarihine baktığımız zaman durumun öyle olmadığı görülmektedir. 1913’ te Amerika Birleşik Devletler Başkanı Woodrow Wilson’un öncülüğünde benzer bir sistemle üye bankalar merkez bankasının doğuşuna neden olmuşlardır. Ülkenin değişik bölgelerinden 12 ticari banka-Federal Reserves Banks- Amerikan merkez bankasının hissedarlarıdır diğer bir deyişle FED ticari bankaların sahipliği altında kurulmuştur. Merkez bankası ile ticari bankalar arasında hisse tutma ilişkisi, fikir ve yürütme anlamında emsalleri olan bir öneridir. Aradaki fark ise Amerika da ticari bankalar merkez bankasının sermaye stokunu tutarak hissedarları konumunda iken öneriye göre merkez bankası ticari bankaların belli bir yüzde hisselerini tutarak hissedarları konumunda olmalarıdır. Merkez bankasının bağımsızlığı noktasında öneri, Amerika örneğinden daha ileridedir(Uzair, 1978: 214).

Merkez bankasının ticari bankaların belli bir oranda hisse sahibi olması önerisi, düzenleyici kurum ile özel bankacılık kurumu arasında çıkar çatışmasına neden olabileceği düşüncesi ile eleştirilmektedir(Shaikh, 2010: 8). Ancak Merkez bankasının ticari bankaların belli oranda hisselerine sahip olması bazı avantajlar sağlamaktadır(Uzair, 1978: 214):

1) Ticari bankaların merkez bankasına borçlanmaları nedeniyle merkez bankasına faiz ödemelerine ihtiyaç duyulmayacaktır çünkü merkez bankası hisse senedi payı nedeniyle, otomatik olarak ticari bankaların kârlarının bir kısmını temettü şeklinde alacaktır.

2) Merkez bankasına, ticari bankaları genel ulusal çıkarlara uygun olarak faaliyetlerini denetleme ve düzenleme anlamında ilave bir manivela sağlayacaktır. Hissedar olmaları neticesinde merkez bankasının yetkilileri, ticari bankalar ister özel mülk olsun ya da devlet mülkiyetinde olsunlar yönetim kurullarında söz hakkına sahip olacaklardır. Merkez bankasının ticari bankalarda yönetiminde varlıklarının bulunması merkez bankasının talimatlarına uyulmasında artı etki sağlayacaktır.

3) Merkez bankasına ticari bankaların başarısı ve sağlıklı gelişimi konusunda yetki verecektir. Faizsiz bankacılık sisteminin sağlıklı bir şekilde büyümesinin

sağlanması için merkez bankası ile ticaret bankaları arasında böyle bir yakın bağlantı kurulması daha da önemli olacaktır. Ticari bankalar geçiş döneminde yeni denemeler yüzünden herhangi bir problemle karşı karşıya kalmaları durumunda Merkez bankası da zarara uğrama ihtimali neticesinden dolayı ticari bankalar Merkez bankaları yolu ile bir nevi devlet garantisi temin etmiş olacaklardır.

3.4.3.4.Vadesiz Mevduatlardan Kamuya Pay Ayrımı

Konvansiyonel sistemde bulunmayan fakat İslam iktisadı bağlamında para politikası için bankaların portföylerine ve bilançolarına dair düzenlemeler ve yaptırımlar önerilmektedir. Kâr paylaşımının mümkün olmadığı ya da arzu edilemeyeceği sosyal yararlı projeleri finanse edebilmek için, İslami ticaret bankalarının vadesiz mevduatlarının belli bir oranı, örneğin % 25'ini hükümetin yönlendirmesi önerilmektedir. Bu önerinin tabanındaki mantık ise, bankaların bireylerin ve firmaların ellerinde bulunan varlıkları ekonomiye dahil etmesini sağlamak, bankalar zaten vadesiz mevduatlara bir getiri ödememektedirler ve mevduatların devlet tarafından tamamen sigortalı olması durumunda bir risk söz konusu değildir. Bu öneriyle birlikte toplumun elinde bulunun atıl fonların yararlı sosyal projelerde kullanılması temin edilmektedir. Getirisi az veya uzun dönemde olan sosyal projelerin bu öneri ile finansmanı sayesinde bütçe denkliliğine katkı sağlanması hedeflenmektedir ve bu finansmandan dolayı bir faiz ödemesi gerçekleşmemektedir. Daha önce de belirtildiği gibi, hükümet vadesiz mevduatın harekete geçirilmesi için toplam maliyetin orantılı bir kısmını karşılamalı ve mevduat sahiplerine bu hizmetlerle ilgili tüm hizmetleri sunmalı ve mevduat sigortası planını finanse etmelidir. Burada belirtilen %25 oranı en üst limit olarak belirtilmektedir. Eğer piyasadaki likiditeyi azaltmak gibi bir niyet söz konusu değilse bu oran %25'ten küçüktür(Chapra, 1985: 195).

3.4.4.Açık Piyasa İşlemleri

Günümüzde dolaylı para politikası araçlarının en önemlilerinden biri açık piyasa işlemleridir. Bankacılık sisteminin rezervlerinin artırılması veya azaltılması amacı ile finansal enstrümanların açık piyasada merkez bankası tarafından birincil ya da ikincil piyasalarda alınıp satılması sonucunda toplam para arzının etkilenmesine

açık piyasa işlemleri olarak tabir edilmektedir(Önder, 2005: 70). Finansal enstrümanların tanımı ile birlikte konvansiyonel sistemdeki açık piyasa işlemleri ile İslam iktisadı perspektifinden açık piyasa işlemleri farklılaşmaktadır.

Açık piyasa işlemlerinde her türlü devlet iç borçlanma senetleri ve kamu idare kurumlarının tahvilleri ve sermaye piyasaları tarafından ihracına izin verilen borç senetleri, banka mevduat senetleri, bankalar tarafından tevdi edilecek ticari senet ve vesikalar, vadelerine en çok 3 ay kalmış gelir ortaklığı senetleri ve kar zarar ortaklığı belgelerinin tümünün açık piyasa işlemlerinde kullanması uygundur (Parasız, 2012:78).

Merkez bankası tarafından yürütülen açık piyasa işlemleri birinci dereceden aktiflerin miktarının değiştirilmesi hedef alan para arzı politikasıdır. Ve fakat bugün konvansiyonel sistemdeki bütün Merkez bankalarını kapsamamakla birlikte genellikle açık piyasa işlemleri devlet tahvili, hazine bonosu ve özel sektöre ait bazı tahvil ve senetlerinin alınıp satılması ile gerçekleştirilmektedir (Akdiş, 2011: 268). Çünkü para politikasının hedefine ulaşması için gerekli finansal derinliğe uygun finansal ürünler: devlet tahvili, hazine bonosu ve özel sektöre ait bazı tahvil ve senetleridir. Hangi finansal enstrümanlarla açık piyasa işlemlerinin gerçekleştirileceğinin kararı Merkez bankasına kalmıştır. Merkez bankası bu kararı finansal yapıya ve piyasaların derinliğini göz önünde bulundurarak kendisi için tanımlanmış yasal çerçeve kapsamında almaktadır. Gerekli alt yapının sağlanması durumunda İslam iktisat perspektifine uygun finansal enstrümanlarla açık piyasa işlemlerinin sürdürülmesinin önünde hiçbir engel olmadığı görülmektedir.

İslam iktisatçıları ve finans uzmanları özellikle son 20-30 yıldır İslami bankacılık ve finansın oldukça gelişmesiyle birlikte hem açık piyasa işlemleri için uygun yapıya sahip hem de İslami kurallara uygun finansal enstrümanlar geliştirmeye çalışmaktadırlar. İslami finansal hizmetler kurulu (IFSB) İslami finans sektöründe faaliyet gösteren bankaların likidite yönetimlerinin etkinliğini artırmak ve İslam iktisat kurallarına uygun para piyasasının inşası ve geliştirilmesi yol haritası bağlamında parasal otoritenin öncelikli yapması gerekenleri şu şekilde listelemiştir (IFSB, 2008: 1):

- 1) İslami kurallara uygun para piyasasının ve devlet finansman enstrümanlarının dizayn edilmesi ve geliştirilmesi aynı zamanda geliştirilen bu enstrümanların işlevi açısından gerekli olan diğer enstrümanlara göre daha az riskli, basit bir yapıda dizayn edilmiş, düzenli olarak piyasaya sürülen, yaygın olarak talep gören ve sağlam ödeme ve ödeme sistemine sahip olması,
- 2) İslam iktisadına uygun devletin finansman araçlarının bütün kamu borcunun ve finansman programının ayrılmaz bir parçası olması sebebiyle devlet finansman enstrümanlarının piyasasının gelişiminin teşvik edilmesi. Egemen sukuk ihraç programı ile varlık üretimi, varlık edinimi ve hükümet harcamalarının birbirlerine bağlı olması nedeni ile sistematik bir perspektifte yaklaşılmasının gerekliliği,
- 3) İslami kurallara uygun finansal enstrümanların Merkez bankası tarafından likidite yönetimi için aktif olarak para piyasasında kullanılması. Bu sayede para politikası yürütmeye konvansiyonel sistem ile İslami bankacılık sistemi arasında tekdüze bir yapı oluşturulması kolaylaştırılmış olacaktır.
- 4) İslami kurallara uygun para piyasası ve devlet finansman enstrümanları için etkin ticaret düzenlemeleri ve buna bağlı piyasa mikro yapısının geliştirilmesi ve döviz piyasalarının paralel gelişmesi,
- 5) IIFS tarafından etkin likidite riski ve varlık yükümlülüğü yönetimi için denetim rehberliği ve teşvikleri sağlanması ve özel olarak ihraç edilen İslami kurallara uygun para piyasası enstrümanlarının paralel olarak desteklemesi.

Para politikası doğrultusunda açık piyasa işlemlerinin etkin bir biçimde yürütülebilmesi için İslam iktisatçıları ve finans uzmanları tarafından birçok öneri ortaya konularak İslami bankacılık ve finans sektörünün bulunduğu farklı ülkeler tarafından farklı finansal enstrümanlar geliştirilmektedir. Ülkeler kendi politikalarının ihtiyaçlarına uygun finansal enstrümanlar oluşturarak geliştirmektedirler.

3.4.4.1.İslam İktisadı Bağlamında Bankalar Arası

Piyasa(İnterbank Piyasası)

Günümüzde Merkez bankaları açık piyasa işlemlerini bankalarası para piyasası üzerinden gerçekleştirmektedirler. Finansal sistemin gelişmişlik düzeyine göre Bankalararası para piyasasının çalışma sistemi ve katılımcıları değişmektedir. Bankalararası para piyasasının kuruluş amacı fon fazlası olan banka veya finansal kuruluşla fon ihtiyacı olan bankayı bir araya getirmektir. Finansal derinliği görece daha gelişmemiş veya gelişmekte olan piyasalarda Merkez bankası piyasanın yöneticisi ve yürütücüsü konumda iken gelişmiş finansal derinliğe sahip ülkelerde bankalar kendi aralarında organize olarak ihtiyaca göre fon akışı gerçekleşmektedir. Bankaların ve finansal hizmet veren kuruluşlar Bankalararası para piyasası vasıtasıyla bilanço aktif ve pasiflerini düzenleyebilmektedir. Anlaşılabacağı üzere bankalar için sağlıklı bir bankalarası para piyasası likidite yönetimi için oldukça önemlidir.

Konvansiyonel sistemde Bankalararası para piyasası borç tabanlı faizli enstrümanlardan oluşmaktadır. Bu nedenle İslami kurallara uygun hizmet veren finansal kuruluşlar için Bankalararası Para piyasası vasıtasıyla likidite yönetimi yapma imkânı yoktur. Konvansiyonel sistemin hâkim olduğu ülkelerde İslami bankalar yüksek oranda likidite tutarak veya uluslararası piyasalar yolu ile İslam kurallarına uygun enstrümanlarla likidite yönetimi gerçekleştirmektedirler.

İslami kurallar perspektifinden bakıldığında zaman, sözleşme özgürlüğü ilkesi temelinde para politikası için sayısız enstrüman geliştirmek mümkündür. Ve fakat konvansiyonel sistemden farklı olarak geliştirilen enstrümanların gerçek varlık ve projelerle bağlantısı olması gerekmektedir. Diğer taraftan konvansiyonel sistemde parasal genişleme veya daralmayı sağlamak amacı ile yürütülen parasal operasyonların direkt olarak gerçek projelerle veya iş faaliyetleri ile bağlantılı olmaları gerekliliğinden söz edilmemektedir(İsmail, 2011: 51). İslami finans endüstrisinin hızlı gelişmesiyle birlikte endüstriyi kontrol etmek ve İslami bankaların zamanla oluşan ihtiyaçlarını karşılamak üzere İslami kurallara uygun para politikası aracı olabilecek nitelikte enstrümanlar geliştirilmeye başlanılmıştır. İslami bankaların

kısa vadeli likidite ihtiyaçlarını karşılamak amacı ile yapılandırılması gerekli para piyasası için alternatif öneriler sunulmaktadır (Abdul Majid, 2002: 4):

- İlk olarak, konvansiyonel sistemde de olduğu gibi bankalar kendi aralarında kar zarar paylaşımına dayalı finansal faaliyetlerde karşılıklı olarak birbirlerine fon sağlamada anlaşma yapabilirler.
- İkinci olarak, Bankalararası kooperatif bir yapı oluşturularak ve belli bir süre bankaların birbirlerinin imkânlarının kullanılmasına izin verilebilir.
- Üçüncü olarak, merkez bankası bünyesinde ortak bir havuz oluşturularak bankaların karşılıklı fon temini buradan sağlanması önerilmektedir.

Teoride önerilen yukarıda bahsedildiği gibi olsa da öncelikli olarak likidite yönetimi probleminin üstesinden gelmek için daha fazla çabaya ihtiyaç vardır. İslami finansla ilgili sıkça kritik edilen noktalardan birisi İslami bankacılık kesiminin likidite fazlasıyla çalışıyor olmasıdır. İslami kurallara uygun finansal varlıkların üretildiği fakat yeterli piyasa derinliğine ulaşmamasından veya piyasa derinliğine sahip konvansiyonel sistem finansal varlıklarının İslami bankalar tarafından kullanılamamasından dolayı bankacılık sisteminin likidite fazlasına pratik bir çözüm bulunamadığı yönünde eleştiriler mevcuttur(El Hamiani Khatat, 20016: 24).

Likidite yönetimi için İslami kurallara uygun kısa vadeli ve uzun vadeli borçlanma enstrümanlarının oluşturulmasına odaklanılmaktadır. Bu minvalde İslami finans sektörünün öncüsü konumundaki Malezya 1994 yılında gelişen sektörün ihtiyaçları doğrultusunda dünyadaki ilk İslami Bankalararası Para Piyasası'nın (IIMM) kurulması ile İslami finans ile para politikası yönetimine öncülük etmiştir. İslami Bankalararası Para Piyasası (IIMM) aracılığıyla İslami bankaların aktif ve pasif dengesizliklerinden kaynaklanan fonlama gereksinimlerini etkin ve verimli bir şekilde eşleştirmelerine imkân sağlanmıştır. İlk kurulumundan bu yana, çeşitli yatırımcıların gereksinim ve ihtiyaçlarına göre piyasaya birçok farklı ürün sunulduğu görülmektedir. (Dusuki, 2008: 11).

Sadece Malezya da değil İslami finansın faaliyet gösterdiği bütün ülkelerde para piyasası odaklı birçok ürün geliştirilmiştir. Para piyasası için ülkeler kendi

ihtiyaçlarına göre epey ürün geliştirmiş olsalar da Bankalararası para piyasası için öne çıkan ürünler şunlardır:

- Bankalararası Mudaraba Yatırımları
- Bankalararası Emtia (Commodity) Murabahası
- Bankalararası Vekâlet Yatırımları
- Hükümet Yatırım Sertifikaları

3.4.4.1.1.Hükümet Yatırım Sertifikaları

İslam iktisadı bağlamında para politikası uygulayıcısı bütün ülkelerde (İran, Bangladeş, Sudan, Malezya, Pakistan, Kuveyt, Suudi Arabistan vd.) kısmi farklılıklara sahip ve fakat ortak temel üzerine inşa edilmiş hükümet yatırım sertifikaları olduğu görülmektedir. Bu kısımda ele alınan Malezya’da Ocak 1994’de (Islamic Interbank Money Market)IIMM’in kurulmasından önce İslami Finans kuruluşlarının likidite yönetimi için kullandıkları hükümet yatırım sertifikalarıdır. İslami Finans kuruluşlarının likidite yönetimini sağlayabilmeleri için çıkarılmış ilk ve 1994 öncesi tek kısa vadeli İslami kurallara uygun enstrümandır.

Hükümet yatırım sertifikaları karz’el hasen prensibine dayanmaktadır bunun sonucunda ikincil piyasası mevcut değildir. İkincil piyasasının olmaması ve tek enstrüman olması İslami finans kuruluşları açısından likidite yönetimi için oldukça güçlüğe sebep olmaktaydı. İslami finans kuruluşları fon fazlası olduğu zaman sertifika satın alarak yatırım yapmaktadır. Likiditeye ihtiyaç duydukları zaman ise ya vadesinin dolmasını beklemektedirler yahut ikincil piyasası olmadığından Merkez bankasına satmaktadırlar. Sertifikalar faiz ödemesine değil temettü getirisine sahiptirler. Temettü getirileri ex-ante değil ex-post olarak belirlenmektedir(Omar, Abduh ve Sukmana, 2009: 60).

İkincil piyasasının olmaması nedeniyle ihtiyaç karşılamada yetersiz kaldığı açıktır ancak para piyasasının ilk ürünü olması ve kısmide olsa ihtiyaç karşılaması sebebiyle oldukça önemlidir. İslami para piyasası oluşumu adına başlangıç olması açısından ayrıca önemli bir adımdır.

3.4.4.1.2.Bankalararası Emtia Murabahası (Commodity Murabahah)

Körfez bölgesinde özellikle Suudi Arabistan ve Birleşik Arap Emirliklerinde kısa vadeli likiditeyi yönetmek için kullanılan en popüler tekniklerden biri emtia murabahadır. Genellikle Londra Metal Borsası'ndan (LME) tamamını peşin ödeyerek emtia satın alınarak üçüncü bir tarafa vadeli olarak maliyet artı kar payı ile satılmasını temel alan finansman türüdür. Malların teslimatı hemen yapıp üçüncü tarafa satışı hemen gerçekleştirilirken ödeme altı aya kadar vadeli yapılabilmektedir. Malezya Emtia Murabaha Programı(CMP) kapsamında alışverişe konu olan LME'den alınan metal yerine kendi kurduğu Ham Palm Yağı borsasında palm yağı bazlı sözleşmeler gerçekleştirmektedir. Emtia Murabahasına dayanan Bankalararası likidite yönetimi şu şekilde yapılmaktadır(Dusuki, 2012: 12-14):

- 1) Fon fazlası olan banka likidite yönetimi için Broker A vasıtasıyla emtia borsasından likidite fazlasını vererek peşin olarak emtiayı satın alır.
- 2) Fon fazlasıyla emtiayı satın alan banka emtiayı Merkez bankasına vadeli olarak maliyet artı kar payı ile (peşin fiyat artı murabaha karı) satar.
- 3) Merkez bankası Broker B vasıtasıyla bankanın satın aldığı fiyattan emtiayı borsada satar.

Fon ihtiyacı duyan bankalara veya Merkez bankası nihai kredi mercii konumu itibari ile geç likidite penceresinden emtia murabahası işlemi yapabilmektedir. Bu durumda ise emtia murabahası işlemi şu şekilde gerçekleşmektedir(Dusuki, 2012: 15):

- 1) Fon açığı olan banka Merkez bankasına başvurur. Merkez bankası peşin fiyatla broker A vasıtasıyla borsadan emtiayı satın alır. (Merkez bankası bankayı kendi yerine vekil tayin ederek emtiayı borsadan kendi adına alım da yaptırabilir)
- 2) Merkez bankası satın aldığı fiyata kar payı ekleyerek vadeli olarak emtiayı bankaya satar.
- 3) Banka aldığı emtiayı peşin fiyatla broker B'ye satar ve ihtiyaç duyduğu fonu temin eder.

Vadesi geldiğinde banka peşin fiyat artı kar payını Merkez bankasına öder.

Bankalar arası emtia murabahası hemen hemen İslami finans hizmeti verdiği bütün ülkeler tarafından kullanılan bir yöntem olduğu karşımıza çıkmaktadır. Bahreyn, Suudi Arabistan, Katar, Malezya, Pakistan, Kuveyt ve Birleşik Arap Emirliklerinde kullanılmaktadır(IFSB, 2008: 17)

3.4.4.1.3.Bankalararası Mudaraba Yatırımı

Bankalararası Mudaraba Yatırımı başta Malezya Merkez Bankası (Bank Negara Malasia) olmak üzere İslami finansın Merkez bankası nezdinde uygulandığı birçok ülkede uygulanan bir likidite yönetim biçimidir. Bu likidite yönetim biçimi mudaraba yatırım temelinde fon fazlası olan banka ile fon açığı olan banka arasında gerçekleşmektedir. Fon açığı olan banka girişimci (mudarib) sıfatıyla fon fazlası olan sermayedar(rabbü'l mal) sıfatıyla önceden belirlenmiş kar zarar paylaşım oranı çerçevesinde yatırımı gerçekleştirmektedirler. Mudaraba yatırım prensiplerine uygun olarak herhangi bir kasıtlı ihmal veya eksik tespit edilmediği durumda olası bir zarar sermayedar konumunda olan fon fazlası olan bankaya ait olmaktadır(Ismail ve Ridzwan, 2006: 193).

Uygulama Malezya İnterbank piyasasında ilk uygulandığı dönemde fon açığı olan bankanın ödeyeceği getiri oranı önceden belirlenmiş kar zarar paylaşım oranı ve bankanın bir yıllık brüt kar oranına göre belirlenmekteydi. Brüt kar oranının bankalarca deklare edilmesinde yeterince şeffaf bir veri olmaması sonucunda uygulamaya Merkez bankası tarafından düzenlemeler getirilmiştir. Bankaların düzenli periyodlarla 15 günde bir karlılık oranlarını ilan etmeleri zorunlu kılınmıştır. İnterbank piyasasının ilk finansal enstrümanı olan hükümet yatırım sertifikasının önde gelen getiri oranı artı %0,5 getiri oranı taban olarak belirlenmiştir. Dolayısıyla düzenlemeye göre %0,5 getiri garantisi getirilmiş olmaktadır(Omar, Abduh ve Sukmana, 2009: 54).

Bankalar arası Mudaraba yatırımı vade yapısı olarak gecelikten 12 aylığa kadar geniş bir yatırım yelpazesi sunmaktadır. Kısa vadeli gecelik olması atıl rezerv oranını düşürerek etkin likidite yönetimi için bankalar açısından oldukça önemlidir. Nitekim İslami finansın en çok kritik edildiği noktalardan biri İslami kurallara uygun hizmet

veren bankaların fazlasıyla atıl rezerv bulundurmalarıdır. Böylelikle bankalar hem atıl fonlarını değerlendirebilecek bir imkân bulabilmektedirler hem de İslami finans sektörünün gelişimine katkı sağlanılmaktadır. Bankalar arası mudaraba yatırımı temel alınarak farklı türev enstrümanlar üretilmesinin önü açıktır. Yukarıda anlatılan haliyle Malezya, Endonezya ve Bangladeş te uygulanmaktadır (IFSB, 2008: 17).

3.4.4.1.4. Bankalararası Vekâlet Yatırımı

İslam iktisadı bağlamında vekâlet sözleşmesine dayanan Bankalararası vekâlet yatırımında fon fazlası olan banka müvekkil konumunda fon açığı olan banka vekil konumundadır. Fon fazlası olan müvekkil banka, fon açığı olan bankayı fonu kullanmaya vekil kılmakta ve aralarında vekâlet sözleşmesi imzalamaktadır. Vekil olan banka vereceği yatırım hizmetlerine dayalı olarak vekâlet ücreti almaktadır. İmzalan vekâlet sözleşmesinde vekâlet ücreti ve fonun işletilmesinden elde edilecek getiri oranı belirlenmektedir. Fonun işletilmesinde sözleşmede belirtilen kar oranından daha fazla kar oranı elde edilmesi durumunda fon işletilmesinde vekil banka kar fazlasını teşvik primi olarak almaktadır. Yatırımda fon işletmecisi vekil bankanın kasti kusur ve ihmali olmaması durumunda zarar müvekkil yatırımcı bankaya ait olmaktadır(Omar, Abduh ve Sukmana, 2009: 54).

3.4.4.2. Açık Piyasa İşlemlerine Uyumlu Finansal Enstrümanlar

Para politikaları ülkelerin kendi ekonomik ve sosyal yapılarına özgü olduğundan İslami finansın hizmet verdiği ülkeler Merkez bankalarının öncülüğünde kendi para politikaları ve stratejileri ile uyumlu İslami kurallara uygun finansal enstrümanlar dizayn etmişlerdir. Sukuk gibi bütün Müslüman ülkeler hatta inanç farklılığı gözetmeksizin bütün ülkeler tarafından kullanılan finansal varlıklar olduğu gibi ülkelerin kendilerine özgü dizayn ettikleri ürünler de bulunmaktadır. Literatürde benzer yapıya sahip fakat para yönetimleri tarafından farklı finansal varlıklara dönüştürülmüş enstrümanlar mevcuttur. Bu noktada çalışmada önde gelen finansal varlıklara yer verilmiştir.

3.4.4.2.1.Devlet Katılım Kâğıtları (National Participation Paper)

İslam finansının temel kurallarından biri faiz gibi önceden belirlenmiş ve garanti edilen bir getiri oranının olmamasıdır. Bununla birlikte, İslami finansman yöntemlerinin temel prensibi hepsinin reel sektör aktivitesine dayanması gerekliliğidir. Devlet katılım kâğıtları (NPP) para politikası için kullanılması uygun nitelikte hükümetin altyapı projeleri gibi yatırımlarının finansmanına dayalı sermaye tabanlı bir finansal enstrümandır. Devlet katılım kâğıtları spesifik bir hükümet projesinin finansmanı değildir. Devletin yapmakta olduğu veya yapmayı planladığı projeler için fon oluşturmaktır. Belirli koşullar altında geçmişte yapmış olduğu projelerin borçları da fondan temin edilebilmektedir(Haque ve Mirakhor, 1997: 6). Devlet katılım kâğıtları İran merkez bankası tarafından para politikası kapsamında aktif olarak kullanılmaktadır. Bütçe açılarını sebep olan eski kamu projeleri günümüz getiri oranları ile finanse edilmektedir(Marson,Shabsigh ve Sundararajan, 1998: 10).

Şüphesiz İslami finansı konvansiyonel finans sisteminden ayıran en önemli özelliklerden biri finansal uygulamaların reel işlemlere dayanması gerekliliğidir. Finansal sektöre ait bütün getiri oranları reel sektör aktiviteleri tarafından belirlenmektedir. Düzenlenen devlet katılım kâğıtlarının (NPP) getiri oranları için reel sektör yatırımlarının getiri oranlarının referans olarak kullanılması önerilmektedir. (Haque ve Mirakhor, 1999: 28)

Devlet katılım kâğıtları (NPP) yapısal olarak hükümetin altyapı ve kalkınma projelerinin sosyal getirileri sebebiyle hepsinin getirilerinin olduğundan daha fazla olduğu varsayımı üzerine temellendirilmiştir. Bu anlamda sosyal getiri oranı tanımlaması yapılmıştır. Varsayıma göre devletin yapmış olduğu bütün altyapı ve kalkınma projeleri özel sektör yatırımlarının getiri oranlarına eşit veya daha fazla getiri oranlarına sahiptir(Marson, Shabsigh ve Sundararajan, 1998: 10). Çünkü yapılan yatırımlar kazanç sağlamanın yanı sıra toplumun refahı için katma değer üretmektedirler. Sosyal bir getirisi olması sebebiyle devletler tarafından altyapı ve kalkınma projelerine büyük miktarda yatırımlar yapılmaktadır. Bazı yatırım ve

kalkınma projelerinin karlılıklarının az olmasına veya olmamasına rağmen toplum yararına olduğu için devlet tarafından yapılmaktadır. Bu tür projelerin finansmanı karlılık oranların düşük olması getirilerinin uzun vadeye yayılması sebebiyle piyasa koşullarında finansman kaynağına ulaşmakta güçlük çekmektedirler.

Devlet yatırım ve kalkınma projelerinin kar getirisine artı olarak mutlak bir sosyal getiriye sahip olduğu açıktır. Bu sonuç temelinde, devlet katılım kâğıtlarının üzerinde kupon değerinin yazılarak vadesi geldiğinde özel sektör yatırım getiri oranları referans kabul edilerek elde edilen getirinin ödenmesine söz verilerek sermaye piyasasına ihraç edilmesi uygun görülmektedir. Özel sektör getirisinin elde edilmesinde bir endeks oluşturulmaktadır ve bu endekse göre devlet katılım kâğıtlarının (NPP) getirisi belirlenmektedir. Yalnızca yeni projelerin değil eski altyapı ve kalkınma projelerden doğan borçların da bu şekilde finansmanın mümkün olduğu savunulmaktadır. Devletin merkez bankasına borçlanması yoluyla finanse edilen eski projeler menkul kıymetleştirilerek devlet katılım kâğıtları (NPP) ihraç edilerek alım satımı yapılmaktadır. İran Merkez Bankası tarafından devlet adına finanse edilmiş tamamlanmış altyapı ve kalkınma projelerine dayalı devlet katılım kâğıtları (NPP) ihraç edilmiştir. Merkez bankası tarafından ihraç edilen kâğıtlar bilançosunda devlet borç kâğıtları olarak yazılmaktadır. Devlet katılım kâğıtları dolaylı para politikası aracı olarak açık piyasa işlemlerinde kullanılabilir (Haqve ve Mirakhor, 1999: 30).

3.4.4.2.1.1.Devlet Katılım Kâğıtları (NPP) İçin Getiri Endeksi

Devlet katılım kâğıtlarının (NPP) getiri oranlarını belirlemede kullanılan özel sektör getiri oranı sermaye piyasası referans alınarak belirlenmektedir. Doğru bir özel sektör getiri oranı elde edebilmek için sermaye piyasası fiyatlarının değişmesine neden olan etkenler ayrıştırılmalıdır. Sermaye piyasası fiyatlarının mevsimsel değişimlerden kaynaklanan fiyat değişikliklerinden, spekülasyon etkenlerinden ve gelecekteki kazanç beklentilerinden kaynaklanan fiyat değişimlerinden arındırılması gerekmektedir (Marson, Shabsigh ve Sundararajan, 1998: 10).

Gelişmiş ülkelere göre sermaye piyasası oldukça geri olan İslami finansın bulunduğu Müslüman ülkelerde devlet katılım kâğıtlarının (NPP) getiri oranlarını

belirlemek hiç de kolay değildir. Bu nedenle gelişmiş ülkelerde bulunan uluslararası sermaye piyasasındaki uygun olabilecek endekslerin veya bölgesel endekslerin kullanılması önerilmektedir. Muhtemeldir ki, uluslararası endeksler devlet katılım kâğıtlarını kullanan ülkelerin kendi iç dinamiklerini yansıtmadığından uygun olmayabilir. Ancak sermaye piyasaları gelişmemiş dahi olsa bilinen bir gerçekliktir ki; hisse başı kazanç oranı, fiyat kazanç oranı, öz sermaye karlılığı yatırım kararlarında etkin diğer faktörlerdir. Yatırım kararlarında etkin kullanılan oranların devlet katılım kâğıtlarının (NPP) getiri oranlarını belirlemekte de kullanılması mümkündür. Yol gösterici olması adına şu şekilde genel endeks önerilmektedir: (Haque ve Mirakhor, 1999: 31-34).

$$I = w_1WI + w_2PPI + w_3LSI + w_4 ROG$$

I = Endeksin büyümesi, NPP'nin belirsiz getiri oranını belirleyecektir

WI = uluslararası sermaye piyasası endeksi (International Finance Corporation's Emerging Market Index veya Morgan Stanley's World Index gibi endeksler kullanılabilir)

PPI= piyasa geliştikçe elde edilmesi mümkün olan ticari katılım kâğıtlarının getirilerinin ağırlıklı ortalaması

LSI= NPP devlet katılım kâğıtlarının ihraç edildiği piyasanın performans endeksi

EPS = hisse başı kazanç

ROE= hisse senedi getirisi

ROG= NNP devlet katılım kâğıtlarının temelini oluşturan, devlet yatırımlarının getiri oranının ölçüsü

$W_1, \dots, W_4$ = Belirlenmesi gereken ağırlıklar

Devlet yatırımlarının getiri oranının ölçüsünün (ROG) Merkez bankası tarafından hesaplanabileceği ön görülmektedir. Tartışıldığı üzere NPP devlet katılım kâğıtlarının ihraç edildiği piyasanın performans endeksinin(LSI) gelişmemiş piyasa

koşullarında elde edilebilmesi pek mümkün görülmemektedir. Bunun yerine hisse başı kazanç oranı (EPS) ve hisse senedi getirisinin (ROE) de kullanılabileceği savunulmaktadır. Ticari katılım kâğıtlarının getirilerinin ağırlıklı ortalaması (PPI) piyasa geliştikçe daha sağlıklı elde edilmesi mümkün olacaktır. İşlem hacmi, ihraç edilen kâğıtların miktarı ve piyasa gelişmişliği durumlarına göre belirlenmesi gereken ağırlıkların mahiyeti otorite tarafından düzenlenmesi önerilmektedir (Haque ve Mirakhor, 1999: 34-35).

NPP devlet katılım kâğıtlarının getiri oranlarının hesaplanmasında veri olarak kullanılabilecek bir diğer öneri de büyüme oranlarıdır. Nominal GSYİH'nın geçmişteki hareketlerine ve onun bileşenlerine dayanan sermayenin getiri endeksini oluşturmak makul olabilir. GSYİH deki büyüme özel sektör üretimi oranlarına vekâlet edebilir. Bütün bu öneriler ışığında sağlıklı bir endeks elde edilmesi mümkün görünmektedir. Hem piyasaların derinleşmesiyle hem de NPP devlet katılım kâğıtlarının yaygınlaşmasıyla endeks hesaplamasında uzmanların daha güvenilir bir sonuç ortaya koymaması ümit edilmektedir (Marson, Shabsigh ve Sundararajan, 1998: 10).

3.4.4.2.2.Öz Sermaye Tabanlı Devlet Senetleri (Equity Based Government Securities)

Kâr -zarar paylaşımına dayalı değişken getiriler sunan öz sermaye tabanlı devlet senetlerinin konvansiyonel sistemdeki borca dayalı devlet tahvillerinin yerine açık piyasa işlemlerinde kullanılması önerilmektedir. İstenilen işlevleri yerine getirebilmesi için düşük riskli, güvenilir ve kolay likit hale gelmeleri gerekmektedir. Bu doğrultuda sermaye tabanlı devlet senetlerinin birincil piyasalarda açık piyasa işlemleri için kullanılması ve geri alım ve geri satım gibi esnek özelliklere sahip nitelikte düzenlemiştir. Bu nitelikleri sayesinde ikincil piyasalarında gelişimini sağlayacağı düşünülmektedir. Getirisi ve vadesine göre kısa dönemli devlet hisse senetleri sıklıkla ihale yoluyla birincil piyasalarda işlem görmesi ve ikincil piyasalarda alım satımı kolaylığı sağlaması durumunda çabuk likide dönüşeceği düşünülmektedir. Uzun vadeli yatırımlar için iki yıllık, beş yıllık veya on yıllık devlet hisse senetleri önerilmektedir. (Choundry ve Mirakhor, 1997: 42)

Hisse senetlerinin getirileri devletin işletim fazlasını⁴ temel almaktadır. Hisse senetlerinin getirileri politika parametresi olduğundan fiyat sinyali görevini de görmektedir. Hisse senetlerinin getirisi nominal değerine, vadesine, sayısına, temettü dağılımına, vadesi dolduğunda devletin geri ödemesine göre şekillenmektedir. Piyasaya sürüldüğü tarihte getirisi “beklenen temettü” olarak kote edilerek ve bu beklenen getiri devletin kamuya duyurulan bütçe sonucuna 90 günlük süreçlerle yenilenmektedir. Nominal değeri ayarlandıktan sonra hisse senetlerinin piyasa fiyatı beklenen getiriye, vadeye ve arz talebe göre şekillenmektedir. Dönemlik (90 günlük süreç) yapılacak olan yenilemeler belirsizliğe neden olacağından, risk hisse senetlerinin ve diğer piyasa varlıkları arasında farklılık göstererek piyasa koşullarını etkileyen önemli bir unsur haline gelmektedir. Elbette beklenen temettü üzerinde yapılan yenilemeler noktasında devletin iyi niyetle mali ihtiyatı sağlaması güvenilirliği, hisse senetlerinin kolay likiditeye dönüşebilmesini ve risksiz devlet hisse senetlerinin nosyonunu sürdürmesi için oldukça önemlidir. (Choundry ve Mirakhor, 1997: 42)

Hisse senetlerini satın alanların bekledikleri kazanç, beklenen temettüden elde edilmektedir. Hisse senetlerinin piyasa değeri, egemen öne çıkan getiri oranlarıyla beklenen kazançların iskonto edilmiş halidir. Diğer bir yandan, iskonto edilen beklenen kazanç devletin fazlasından elde edildiğinden bu öz sermaye maliyeti olmuş olur. Piyasa değeri ile öz sermaye maliyeti birbirine eşit olduğu zaman piyasa tarafından hisse senetlerinin fiyatı belirlenir. Eğer kamunun beklentisi devletin fazlasının daha fazla olması yönünde ise tahvillere talep fazla olacaktır. Sonuç olarak beklenen temettü beklenen devlet fazlasından daha fazla ise piyasa fiyatları yükselir. Nitekim arz talep dalgalanmaları sonucu fiyatlar dengeye gelir. Hisse senetlerinin alım-satım işlemleri tıpkı konvansiyonel sistemdeki devlet tahvilleri gibi Hazine ve Merkez bankası yolu ile para politikası amacı ile de kullanılabilir. Eğer merkez

⁴ Devlet yatırımlarından işletim fazlası elde etmese dahi beklenen temettü konsepti devam etmektedir. Çünkü devletin hizmetlerinden elde edilen marjinal sosyal fayda vergilerden elde edilen marjinal gelirden daha büyüktür. Daha fazla bilgi için bkz: Choudhry, N. Nurun & Mirakhor, Abbas: 1997 ‘‘Indirect Instruments of Monetary Control in an Islamic Financial System’’ Islamic Economic Studies, Vol.4, No. 2.

bankası parasal müdahale amaçlı piyasadan para çekmek amacı ile devlet hisse senetlerini satarsa devlet hisse senetlerinin fiyatı; vadesine ve beklenen temettü üzerinde yapılan yenileme riskine göre düşer. (Choundry ve Mirakhor, 1997: 43)

Kar-zarar paylaşımına dayalı değişken getiriler sunan öz sermaye tabanlı devlet senetlerinin para politikası doğrultusunda açık piyasa işlemlerinde kullanılabilmesi mümkün olsa da piyasa derinliği gibi diğer gerekliliklerin de sağlanması gerekmektedir. İslami finansın hizmet verdiği çoğu ülkede bütçe fazlaları değil bütçe açıları söz konusudur. Bütçe açığı durumunda sosyal getiri oranı konsepti ve vergilendirme ile temettü dağılımında gerekli düzenlemelerin yapılması öngörülmekteyse de düzenlemeler yeterince açık değildir. Bu nedenle bütçe açığının ve finansmanının makroekonomik sorun teşkil ettiği ülkelerde bütçeyi temel alan finansal enstrümanın verimliliği düşündürücüdür.

3.4.4.2.3. Öz Sermaye Tabanlı Merkez Bankası Senetleri (Equity Based Central Bank Securities)

İslam iktisadı bağlamında para politikası amacına yönelik açık piyasa işlemleri türünden bir yöntem ile para arzı kontrol edilmek istenilirse devlet hisse senedi gibi merkez bankası hisse senetleri, hazine hisse senetleri ihraç edilebilmektedir. Merkez bankası senetleri için getiri konsepti yukarıda anlatılan devlet senetleri ile aynı prensibe bütçe fazlasına dayanmaktadır.

Açık piyasa işlemleri yolu ile para politikasının hedeflerine ulaşması; ihraç edilen Merkez bankası hisse senetlerinin/hazine hisse senetlerinin ulaşılabilir, yaygın olmasına, birincil ve ikincil piyasaların büyüklüğüne, rekabetçi bir interbank piyasasının varlığına bağlıdır. Bu bağlamda genel olarak devletin tasarrufları yatırıma dönüştürme isteğine ve piyasada yatırıma fon aktarım mekanizmasını yeniden düzenleme isteği aynı derecede önemlidir. Çoğu İslam ülkesinde ikincil piyasalar yok veya yeni gelişme aşamasında olduğundan, Merkez bankasının açık piyasa işlemleri yeni basılmış hazine/merkez bankası hisse senetleri yolu ile birincil piyasalardan rezervleri emme veya enjekte etme ile sınırlıdır. Merkez bankası yeni bir hisse senedi ihraç ettiği zaman piyasadaki para arzını artırmış olur. Bu ihraç edilen hazine/merkez bankası hisse senetleri, Devlet borç yönetimi operasyonu

niteliğinde borç finansmanı için kullanılması uygun görülmemektedir. İhtiyaçtan daha fazla senedin ihraç edilmesi durumunda Merkez bankası senetleri vadesinden önce geri alarak bankaların rezerv hesaplarına kredi olarak yansıtılmaktadır(Choundry ve Mirakhor, 1997: 43-45).

Aynı konvansiyonel sistemdeki devlet tahvillerinin ihalesi gibi merkez bankası tarafından hazine/merkez bankası hisse senedi ihalesi düzenlenmektedir. Bankalar beklenen temettüye göre talepte bulunarak hazine/merkez bankası hisse senetlerinin arz talep dengesince piyasada değerleri oluşmuş olur. (Choundry ve Mirakhor, 1997: 43-45)

3.4.4.2.4.Merkez Bankası Müşareke Sertifikası CMC (Central Bank Musharaka Certificates)

Merkez Bankası Müşareke sertifikası, Merkez bankalarının ticari bankalardaki sahipliğine karşı oluşturulmuş öz sermayeye dayalı bir enstrümandır. İslam iktisadı bağlamında likidite yönetimi için para politikası aracı olarak kullanılması hedeflenmektedir. Farklı ülkelerde benzer finansal enstrümanların bulunması mümkünse de Merkez bankası müşareke sertifikası para politikası kapsamında Sudan merkez bankası tarafından aktif olarak kullanılmaktadır (IFSB, 2008: 23).

Prensipte merkez bankasının karlarını temel alan merkez bankası müşareke sertifikasının ihracı, ikincil piyasalarda işlem görmesi durumunda para politikası aracı olarak kullanılması mümkün görülmektedir. Bu sertifika temelinde Merkez bankası yatırımcılarla karında ortak olmaktadır. Merkez bankası ve yatırımcı arasındaki kar paylaşımı sözleşmesi menkul kıymetleştirilerek sertifika olarak ikincil piyasada işlem görebilmektedir(Marson, Shabsigh ve Sundararajan, 1998: 11).

Merkez bankasının karının temel alınması bir takım sorunlara neden olmaktadır. Merkez bankalarının performansını ve karını ölçmek kolay değildir. Merkez bankaları ekonomik sistemdeki konumu sebebiyle gerekliliği durumunda gizlilik politikası uygulamaktadır. Diğer bir sorun ise merkez bankası parasal operasyonları karlılık adına değil piyasanın sağlıklı işlemesi adına kimi zaman zarar ederek gerçekleştirmektedir. Merkezi bankanın kârlarının CMC için bir temel olarak

kullanılmasına ilişkin sorunlardan kaçınılması için CMC'leri ticari bankalardaki merkez bankası sahipliğinden oluşan özel bir fona karşı ihraç etmek sorunu çözmektedir. Bu şekilde belli bir fon karşılığında CMC ihraç edilmesi ile tanımlanabilir bir kar elde edilmesi ve getiri oranına ulaşılması mümkündür. CMC sertifikalarının ihracının temelini oluşturmakta olan fona dair muhasebe teknikleri, varlık değerlendirilmesi, özellikle borsada olmayan ticari finans kuruluşlarının getirilerin hesaplanması düzenlemelerin yapılması gerekmektedir. Bu düzenlemeler kapsamında fona dair teknik gereklilikler şu şekilde sıralanmaktadır (Marson, Shabsigh ve Sundararajan, 1998: 12):

- Ticaret dışı bankalar için şeffaf bir getiri / temettü ölçümü yapılması
- Borsa dışı bankaların net değerlerinin ve merkez bankasının tuttuğu değerin belirlenmesi
- Fonun değerlemesinin şeffaf bir biçimde periyodik olarak yapılması, fonun performansına dair ve diğer piyasanın ihtiyaç duyduğu bilgilerin sağlanması
- Fonun portföyünde işlem gören ve ihraç edilmemiş hisse senetlerinin varlığı göz önüne alındığında CMC fonunun değerlendirilmesi

CMC sertifikaları için temel teşkil eden fon ile ilgili teknik konuların yanı sıra, merkez bankası CMC sertifikalarının birincil ihracının öncesi ve sonrası açık artırma prosedürleri ve bilgileri, birincil ve ikincil işlemler için muhasebe ve ödeme prosedürleri geliştirmelidir. İkincil piyasalarda derinliğin sağlanabilmesi için uygun bir mikro yapı geliştirmesi gerekmektedir. Çünkü özellikle merkez bankası faaliyetlerinde güvenilirlik tesis etmeye çalışması gereken ilk aşamalarda Enstrümanın likiditesi önemlidir. Bu nedenle Merkez bankası, yatırımcıların sahip olduğu CMC'leri geri almaya istekli olacağı bir mekanizma kurması gerekmektedir. Geri alım fiyatı piyasa mekanizması çerçevesinde belirlenebilmeli ve merkez bankası dışında alıcılardan da talep görmelidir. Ayrıca merkez bankası, banka likiditesini ve piyasa koşullarını etkilemek için CMC'nin etkili bir şekilde kullanabilmeyi amaçlamaktadır. Bunun için merkez bankası plasmanları yönlendirmek ve mevcut enstrümanları değiştirmek için likidite tahmin ve izleme prosedürlerini oluşturmalıdır (Marson, Shabsigh ve Sundararajan, 1998: 12).

CMC sertifikalarının ve para politikası doğrultusunda kullanılması planlanan bütün enstrümanların şu özelliklere sahip olması gerekmektedir(Marson, Shabsigh ve Sundararajan, 1998: 12):

- Parasal sinyallerin piyasada etkin bir şekilde iletilebilmesi için enstrüman yaygın tutulma potansiyeline sahip olmalı
- Para politikasının bankaların fonlarının marjinal maliyetini hızla etkileyebilmesi için, gereğinden fazla rezervleri yönetmenin bir aracı olarak bankalar için cazip olmalı
- Enstrüman mümkün olan en düşük fiyat ve yatırım riskini taşımalı, böylece diğer daha riskli menkul kıymetler ve finansal araçlar için bir kıyaslama görevi görebilmeli
- Özellikle ikincil piyasa gelişmekte olan ilk aşamalar sırasında enstrümana likidite sağlamak için merkez bankasında "yeniden fiyatlandırılabilir" (yani bir fiyata geri satın alınabilir) olmalı.

3.4.4.2.5.Sukuk

Finansal ürünler arasında şüphesiz hemen her kesim tarafından tanınan İslami prensiplere uygun olarak kabul edilen finansman aracı sukuk'tur. Bono ve tahvil ile yakın işlevsel özellikleri nedeni ile konvansiyonel faizli sistemin hâkim olduğu batıda İslami bono veya İslami tahvil olarak anlandırılmaktadır. Arapçada sertifika anlamını taşıyan "sakk" kelimesinin çoğulu olan sertifikalar için "sukuk" kelimesi kullanılmaktadır. Ortaçağda Müslümanlar tarafından ticareti kolaylaştırmak için alış verişlerinden ve diğer faaliyetlerinden meydana gelen yükümlülüklerini belgeleyen bir vesika olarak kullanılmıştır(Büyükakın ve Önyılmaz, 2012: 101). Tarihsel mahiyetinden de anlaşılacağı üzere sukuk bir varlığın veya hakkın belgesidir. İslami Finans Kurumları ve Muhasebe ve Denetim Organizasyonu şu şekilde tanımlamaktadır: Sukuk, "yatırım sertifikaları, mevcut mal (ayn),menfaat veya hizmet ya da belirli/mevcut bir proje veya özel bir yatırım faaliyeti halinde bulunan varlıklar üzerinde şayi ortak mülkiyeti ifade eder şekilde ve birbirine eşit değerde ihraç edilen sertifikalardır. Ancak bu sertifikalar(sukuk), sertifika bedelleri tahsil edildikten, ihraç gerçekleşip halka/ yatırımcılara arz tamamlandıktan ve bunlar

ihraç edildikleri amaç için kullanılmaya başlandıktan sonra varlıklar üzerinde eşit değerde ortak mülkiyet ifade eder.” (Odabaşı ve Aktepe, 2012: 370)

Sukuk ihracının temelinde, toplanan fon ile yeni bir projeye başlamak, mevcut bir projeyi geliştirmek veya ticari bir faaliyetin finansmanı için kullanma amacı yatmaktadır. Dolayısı ile tasarruflarını Sukuk ile değerlendiren kimsenin elde edeceği getiri ticari faaliyet veya ortaklık sonucu elde edilmiş kardan veya bir varlığın mülkiyetinden kaynaklanan haktan doğan pay olmaktadır. Sukuk ihracı sayesinde tasarruf sahibi kesim İslami inançları doğrultusunda yatırım imkânına kavuşmuş olmaktadırlar aynı zamanda sukuk ihracı yapan kesim finansal çeşitlilikle portföyünü ve yatırımcı tabanını genişletebilmektedir(<http://www.tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/sukuk%20makalesi8.pdf>).

Çağımızda Sukuk ilk olarak murabaha alacaklarına dayalı olarak 1997 yılında Malezya tarafından ihraç edilmiştir. Bugün en yaygın bilinen örneği olan icara sukuk ise 2001 yılında Bahreyn hükümeti tarafından ihraç edilmiştir (Bayındır, 2015: 99). Sukuk sadece Müslüman ülkeleri tarafından değil konvansiyonel sistem üzerine inşa edilen ekonomilere sahip batılı ülkeler tarafından da ilgi görmektedir. Bugün Sukuk global bir yatırım aracı olarak kullanılmaktadır. Lüksemburg Borsasının ardından 2006 yılında Londra Borsasına da kota edilmiştir. Down Jones endeksi ve Citi Group 2006 yılından beri Down Jones Citigroup Sukuk İndeksi ile ihraç edilen sukukların performanslarını değerlendirmektedirler(Yılmaz, 2014:86). Bu noktada Malezya öncülüğünde konu ile ilgilenen Merkez bankalarınca International Islamic Liquidity Manangement Corporation (IILM) kurulmuştur. IILM İlk kez 26 Ağustos 2013 tarihinde ABD Doları cinsinden yüksek kalitede, kısa vadeli, Standard & Poor's Derecelendirme Kuruluşu tarafından A-1 olarak derecelendirilen 490 milyon USD’lik İslami kurallara uygun Sukuk ihraç etmiştir (<http://www.iilm.com/the-inaugural-issuance/>).

Bankacılık kesimi tarafından yaygın kullanımı ve piyasasının belirgin bir derinliğe sahip olması sebebiyle para politikası bağlamında sukuk enstrümanlar

arasında en uygun olanlardan biridir. Yaygın olması ve belli bir piyasa derinliğine sahip olması para politikası bağlamında etkisini artırmaktadır.

Sukuk, hisse senedi ve tahvil ile sıklıkla karşılaştırılmakta hatta Batı’da İslami bono olarak anlamlandırılmaktadır. Detaylı bakıldığında sukuk’un tahvil ve hisse senedinden farklı olduğu anlaşılmaktadır. Tahvil ve sukuk arasındaki en büyük ve belirgin fark tahvil borca dayalı bir menkul kıymet iken sukuk varlığa dayalı bir menkul kıymettir. Sukuk belli bir getiriyi ancak hazine garantisi gibi başka teminatlar yolu ile garanti edebilmektedir. Tahvil de ise getiri garantisi mevcuttur. Hisse senedi ile karşılaştırılmasında ise hisse senedi sahibine şirkete ortaklık hakkı verirken sukuk konu olan projeye veya varlığa ortaklık hakkını belli bir süreyle tanımaktadır. Sukuk sahibine oy kullanma yönetime katılma gibi hisse senedinin sağladığı hakları da sağlamamaktadır(Yılmaz, 2014:83).

TABLO 3.1. SUKUK, BONO ve HİSSE SENETLERİNİN KARŞILAŞTIRILMASI

	Sukuk	Bono	Hisse Senedi
İhraç Konusu	Borç senedi değildir. Belirlenmiş varlık ya da proje üzerinde bölünmemiş sahiplik hakkı söz konusudur.	İhraç edenin borcu söz konusudur.	Şirketin hissesinden sahiplik hakkı söz konusudur.
Varlığa Dayalı Olma Durumu	En az belirlenen oran nispetinde maddi varlık olmalıdır (%51-sukuku icara için)	Genellikle gerekli değildir	Gerekli değildir.
Teminat	Dayandığı varlıklar ya da proje üzerindeki sahiplik hakkı ile teminat sağlamaya ek olarak teminat artırımı ile de teminat sağlar.	İpotekli tahviller, teminatlı borç senetleri vb. dışında genellikle teminat içermezler.	Teminat içermezler
Anapara ve Gelir	İhraççı tarafından garanti edilmemiştir.	İhraççı tarafından garanti edilmiştir.	Şirket tarafından garanti edilmemiştir.
Amaç	Sadece İslam hukukuna uygun amaçlar için ihraç edilebilir.	Her türlü amaç için ihraç edilebilir.	Her türlü amaca uygundur.
Senetlerin Satılması	Belirlenmiş varlık ya da proje üzerindeki sermaye payının satışı söz konusudur	Bir borç senedinin satışı söz konusudur.	Şirketin hisselerinin satışı söz konusudur.
Senet Hamillerinin Sorumlulukları	İhraç edilen senetlere katılım oranında dayalı olduğu varlık/ teşebbüse bağlı olarak tanımlanmış bir sorumluluk söz konusudur.	Bono sahiplerinin ihraççının mali durumunu için herhangi bir sorumluluğu yoktur	Sahip olunan şirket hisseleri oranında şirketin işlerinden sorumluluk söz konusudur

(Yılmaz, 2014:84)

İslami kurallara uygun hizmet veren finansal kuruluşlar; faizsiz bankalar, katılım bankaları, tekâfül (İslami Sigorta) kuruluşları sukuk ihraç ettikleri gibi sahip oldukları fon fazlasını değerlendirmek için sukuk satın almaktadırlar. Türüne bakılmaksızın sukuk ihracına ilişkin işlemin türünü, beklenen getirisini, süresini ve İslami kurallara uygunluğunu belirten şartname hazırlanmaktadır. Sukuk ile fon sağlamada İslami bankacılık sisteminin kullandığı bütün finansman modelleri kullanılabilir. Hangi finansman modeli kullanılmakta ise ona göre isimlendirmek mümkündür (Tunç, 2013: 154). Finansman dayanağına göre sukuk türlerini geliştirmek mümkünse de sadece burada sıklıkla kullanılanlar ele alınmaktadır:

3.4.4.2.5.1.İcara Sukuk

Sukuk ihracının gerçekleşmesi üç kesimin bir araya gelmesi ile olmaktadır: sukuk sertifikasına konu olan varlığın sahibi olan organizatör kuruluş, sukuk ihracını gerçekleştirirken varlığın sahibi ile yatırımcılar arasında köprü görevi gören özel amaçlı kuruluş (SPV) ve yatırımcılar. Eğer SPV isterse Sukuk sertifikalarını İslami sigorta şirketleri olarak bilinen tekafül şirketlerine sigortalatabilmektedir. Bununla birlikte SPV anaparanın ödenmemesi gibi herhangi bir riske karşı üçüncü bir taraf tarafından garanti sağlayabilmektedir. Genellikle hazine garantisi veya bir banka garantisi ile teminat sağlanmaktadır (Tok, 2009: 15).

İcara sukuk temelinde sukuk'un işleyişi ise şu şekildedir (Tok, 2009: 16-17)

1) Fon toplama amacıyla olan kamu veya özel kurum (organizatör kuruluş) sukuka temel teşkil edecek olan sahip oldukları varlığı önceden anlaşılmış olan fiyattan ve vade sonunda varlığı geri alma koşuluyla SPV'ye satar.

2) SPV organizatör kuruluştan aldığı miktar tutarını eşit şekilde vadeli sukuk sertifikası ihraç ederek sağladığı finansmanı varlık sahibi kuruma verir.

3) SPV ile organizatör kuruluş arasında kira sözleşmesi imzalanır. Bu sözleşme ile organizatör kuruluş kiracı SPV mal sahibi konumunda olur.

4)SPV organizatör kuruluştan periyodik olarak kira bedelini alır.

5) Kira bedeli sukuk sahiplerine önceden belirlenmiş periyodik kira ödemeleri şeklinde SPV tarafından payları oranında dağıtılır.

6) Vadenin dolmasıyla birlikte SPV ile organizatör kuruluş arasındaki geri alım anlaşması çerçevesinde önceden belirlenmiş fiyattan varlık organizatör kuruluşa geri satılır.

7)SPV geri satış sonucu elde ettiği miktarı sukuk sahiplerine anapara ödemesi olarak dağıtır.

Sukuk yatırımcılarına hem periyodik olarak kira bedeli sağlamış olmaktadır hem de vade sonunda anaparalarını sunmaktadır. Özellikle icara sukuk için ikincil piyasa da likide çevirme imkânı varlığı bugün Sukuk denilince ilk akla gelen türü olmasına neden olmaktadır.

3.4.4.2.5.2.Müşareke Sukuk

Kâr zarar yatırım ortaklığına dayanan İslami kuralları uygulayan bankalarca sıklıkla kullanılan müşareke modelini temel alan sukuk türüdür. Yeni proje yatırımları olabildiği gibi mevcut projenin revizyonu ve geliştirmesi yatırımlarının da temel teşkil edebildiği sukuk ihracıdır. Müşareke ortaklığı hem emek hem sermayenin aynı veya farklı oranlarda ortaklığı ile mevcut bulmaktadır. Müşareke ortaklığı ile yeni bir projenin veya mevcut projenin oluşumunda sukuk sertifikasına sahip olanlar projeye veya faaliyete ortak olmuş olmaktadır. Sukuk sahipleri ellerindeki sertifikada belirtilmiş pay dâhilinde projenin veya faaliyetin karından ortaklık hakkı elde etmiş olurlar. Sukuk'u hem kamu kurum kuruluşları hem de özel kurum kuruluşlar ihraç edebilmektedirler. İşleyişini kısaca şu şekildedir: sukuk birden çok yatırımcının ortak proje geliştirmesi ile oluşturulan müşareke ortaklığı ile ihraç edilmektedir. Sukuk ihraç etmek isteyen yatırımcı kamu kuruluşu veya ticari banka proje için gerekli finansmanı sukuk yolu ile sağlamak amacı ile SPV'ye projeyi devreder. SPV projeyi menkul kıymetleştirmek yolu ile piyasaya sukuk sertifikalarını arz eder. SPV sukuk ihracı ile sağladığı finansmanı yatırımcı kamu kuruluşu veya ticari bankaya devreder. Yatırımcı taraf daha önceden sukuk şartnamesinde özellikleri ve vadesi belirtilen projeyi gerçekleştirir. Projeden elde edilen kar SPV tarafından sukuk sahiplerine hisseleri nispetinde pay edilir (Tunç, 2013: 154-155). Müşareke sukuk ikincil piyasalarda da alım satımının yapılmasında engeli olmaması nedeniyle oldukça ilgi gören sukuk türlerindendir.

3.4.4.2.5.3.Mudaraba Sukuk

Mudaraba sukuk kar zarar ortaklığı çerçevesinde bir tarafın emek bir tarafın sermaye koyarak oluşturduğu faaliyet dolayısıyla elde edilen kardan sertifika sahiplerinin pay almasıdır. Mudaraba sukuku banka ve tasarruflarını değerlendirmek isteyen müşteriler temelinde ele alırsak genellikle işleyişi şu şekilde gerçekleşmektedir(Büyükakın ve Önyılmaz, 2012: 102-103): Bankanın girişimciye sağlayacağı finansman desteğine fon bulabilmek amacıyla sertifika çıkarma yoluna gitmesi halinde, çıkarılan sertifikalara mudaraba sukuk denmektedir. Banka ile girişimci arasında yapılan mudaraba anlaşması temelinde ihraç edilen Sertifikaların satışı sonunda sağlanan fon girişimciye aktarılır. Banka girişimcinin gerçekleştirdiği projeden kaynaklanan kâra önceden anlaşılmış oranlarda ortaklık hakkı elde etmektedir. Girişimci projenin gerçekleşmesinin ardından önceden belirlenmiş oranda ki karı bankaya verir. Ancak, zaman içinde sukuka konu olan projenin veya varlığın piyasa değerinde bir artış olması durumunda sukuk sahiplerinin herhangi bir hakkı bulunmamaktadır. Ayrıca mudaraba sukuk sahiplerinin genel kurulda söz sahibi değillerdir. Ancak, şirketin zarar etmesi durumunda ise zarar, sukuk sahiplerine yansıtılmaktadır. Herhangi bir ihmal ya da anlaşma ihlalinin ortaya çıkması halinde de zarardan banka sorumlu tutulmaktadır.

Mudaraba sukuk kamu sektörü projelerinin finansman ihtiyacını gidermek için ihraç edilen geleneksel finansal sistemdeki gelir ortaklığı senetlerine benzer olmakla birlikte sukuk sahipleri sadece projenin gelirinden pay sahibi olmaktadırlar (Tok, 2009:19).

3.4.4.2.5.4.Murabaha Sukuk

En genel tanımı ile murabaha, bir malın maliyetine önceden üzerinde anlaşılmış miktar kadar kâr ilave edilerek yapılan satış işlemi olarak tanımlanmaktadır. Bu sukuk türünde sertifika ihraç eden taraf belirli bir malı satın alıp belli bir kar oranı ile satmak için murabaha sukuk vasıtasıyla tasarruf sahiplerinin fonlarını toplar. Tasarruflarını vererek murabaha sukuk satın alan sertifika sahipleri murabaha işlemine konu olan emtiaya sahip olurlar ve emtianın tekrar satışında nihai satış fiyatı hakkına sahiptirler. Murabaha temelli sukukun

İslami kurallar çerçevesinde geçerli olması için sadece birincil piyasada işlem görmesi gerekir. Murabaha Sukukun ciro edilmesi veya ikincil piyasada işlem görmesi İslami kurallar çerçevesinde uygun görülmemektedir. Çünkü murabaha sukuk, emtia alıcısının sertifika sahiplerine borcunu temsil etmektedir ve borcun vadeli olarak alınıp satılması faizle sonuçlanacağından izin verilmemiştir (Tok, 2009: 21). Özetle; murabaha sukuku ile toplanan fonlarla malların peşin alınıp, daha önceden belirlenen kâr oranı eklendikten sonra vadeli olarak satılması ve yatırımcının son satış fiyatı üzerinden alacak hakkına sahip olması esasına dayanmaktadır (Yılmaz, 2014: 90).

İkincil piyasalarda işlem görememesi nedeniyle para politikası aracı olarak kullanılması pek mümkün görülmemekle birlikte Murabaha'nın türevi niteliğindeki enstrümanlar interbank piyasasında kullanılmaktadır (Commodity murabaha). Ayrıca murabaha sukuka benzer nitelikteki ürünler Malezya da belli şartlar altında ikincil alış satışa konu olabilmektedirler. Son alıcısına satılmadan önce alım satımının yapılması uygun görülmektedir. Alım satımının nominal değer üzerinden yapılmasının gerekliliği ayrıca belirtilmektedir. (Abduh&Azmi&Sukmana,53)

3.4.4.2.5.5.İstisna Sukuk

Üreticisinin malın alıcısı ile önceden anlaşılan fiyatta ve özelliklerde malı üretmek için ürün sağlama sorumluluğunu aldığı sipariş sözleşmeleri olarak tanımlanmaktadır. Malın üreticisi olan taraf sukuk ihracı vasıtasıyla malın üretimi için gerekli olan finansmanı sağlamaktadır. İstisna Sukuk alan tasarruf sahipleri malın üretimi için fon sağlamış olmakla aynı zamanda üretilecek malın veya projenin hissedarlarıdır. Üretim için finansmana ulaşan tarafın malı üretmesi sonucunda elde ettiği kar SPV vasıtasıyla sukuk sahipleri arasında hisselerine göre pay edilmektedir. İstisna sukuku büyük miktarda fona ihtiyaç duyulan köprü, baraj, yol gibi büyük projelerin finansmanında kullanılmaktadır.(Öztürk, 2013:75). İstisna sukukun ikincil piyasada işlem görmesi İslami kurallar çerçevesinde uygun görülmemektedir.

3.4.4.2.5.6. Selem Sukuk

Selem ödemenin peşin sözleşme anında satın alınan malın ise sözleşmede belirtilen tarihte yapıldığı alım satım işlemidir. Selem Sukuk ise teslimatı ilerde yapılacak satın alınan malın bedelini peşin ödemek için finansman sağlamak amacı ile eş değerli olarak ihraç edilen belgelerdir. Genel hatlarıyla kısaca özetlemek gerekirse (Tok, 2009: 91): SPV selem finansmanına dayalı sukuk ile iş yapmak isteyen organizatör ile hem malları hem de alıcıları bulmak için anlaşma imzalar. Organizatör, sukuk alıcıları adına malları almayı ve sonrasında yine sukuk sahipleri adına kar etmek için malları satmayı taahhüt eder. Selem sukuk belgeleri yatırımcılara verilir ve SPV Sukuk getirilerini alır. Selem getirileri ileri bir tarihte malları satacak olan organizatöre verir. SPV organizatörden malları alır. Organizatör başta taahhüt ettiği üzere sukuk sahipleri adına malları kâr ile satar. Sukuk sahipleri malların satışından elde edilen getirilerini alır.

Genellikle, selem sözleşmesi tahıl, petrol, demir ve benzeri ölçülebilir ve standartlaştırılabilir mallar üzerine yapılmaktadır. Bu sözleşmelerin finansmanı için çıkarılan sukuklar ikinci el piyasada nominal değer üzerinden işlem görebilmektedir. Malların teslim tarihindeki fiyatına yönelik beklentiler doğrultusunda alınıp satılabilmektedir(Küçükçolak, 2008:34).

3.4.4.2.5.7. Melez Sukuk

Melez sukuk programı birden fazla varlık havuzuna dayandırılarak oluşmaktadır. Farklı türde sözleşmeler (istisna, murabaha, icara vb.) sukuk dayanağını oluşturmaktadır. Ancak ikincil piyasada işlem görmesi İslami kurallara uygun olması ve sabit bir gelir sağlaması açısından portföyün % 51'i ve üzeri icara sukuktan oluşturulmaktadır. (Tok, 2009: 22)

3.4.4.2.6. Merkez Bankası İcara Sertifikası

Merkez bankasına veya hükümete ait kiralanan bir binaya veya herhangi bir varlığa ait sahiplik hakkını belgeleyen sertifika türüdür. Genellikle varlığın kiralınması ve buna dayalı sukuk ihraç edilmesi gibi düzenlemeler yukarıda da çeşitli sukuk türlerinde belirtildiği üzere SPV tarafından yürütülmektedir. Para piyasası enstrümanı olarak kullanılan Merkez bankası kira sertifikası gibi sukuk

ihraçları ülkelerin ihtiyaçlarına göre farklılıklar arz etmektedir. Sudan da SPV ve yatırımcılar arasındaki ilişki mudaraba temeli üzerinde sınırlandırılmıştır. Bahreyn de ise merkez bankası SPV olmaksızın hükümet adına sukuk ihraç etmektedir. Merkez bankası yatırımcılar ve hükümet arasında bir nevi SPV görevi görmektedir. İhraç edilen sukuk kapsamında sertifikalar sahiplerine kira ödeme garantisi verirken vade sonunda Merkez bankası tarafından geri alınmaktadır. Beklenen getiri, kiralamadan gelen sabit kira geliri ile belirlenmektedir. Sudan da ilk ihracın satışı açık artırma ile ihalede gerçekleştirilmektedir. Sudan da sertifikaların vadeleri üç yıl ile 10 yıl arasında değişirken Bruney ve Bahreyn de kısa vadeli sertifikalar ihraç edilmektedir. Merkez bankası tarafından yürütülen Açık piyasa işlemlerinde kullanılmaktadır(Sarker, 2016: 19-20).

3.4.4.2.7.Hükümet Yatırım Senetleri (Government Investment Issue)

Hükümet Yatırım senetlerinin ikincil piyasası olmaması nedeniyle likidite yönetiminde yaşanan zorluklar dolayısıyla ihraç edilmeye başlanılmıştır. Yukarıda da bahsettiğimiz gibi hükümet yatırım sertifikaları karz'el hasen (beneficiare loan) dayanaklı çıkarıldığı için ikincil piyasada işlem görmesi İslami kurallar çerçevesinde mümkün değildir. Bunun sonucunda 2001 yılından itibaren Malezya merkez bankası hükümet adına satım tekrar alıma(sale and buyback) dayalı hükümet yatırım senetlerini ihraç etmektedir (Omar, Abduh ve Sukmana, 2009: 60).

Hükümet yatırım senetleri, hükümetin kalkınma harcamalarını finanse etmek amacı ile çıkarılmaktadır. Süreç şu şekilde işlemektedir: Merkez bankası İslami kurallara uygun bir kendisine veya hükümete ait bir varlığı peşin fiyatla fon fazlası olan yatırımcı bankaları ihale yolu ile satmak için davet etmektedir. Fon fazlası ile yatırım yapmak isteyen bankalar arasında en rekabetçi fiyatı veren banka varlığı satın almaktadır. Yatırım yapan banka varlığı tekrar Merkez bankasına belirli periyotlarda ödemek(kuponlu) üzere vadeli fiyattan satmaktadır veya hiç kupon ödemesi yapmadan vadesi geldiğinde satın aldığı fiyat artı kâr (murabaha kârı) olarak ödemek üzere satmaktadır. Yatırımcı bankanın merkez bankasına varlığı kuponlu olarak vadeli fiyat ile satması durumunda, bu satış işleminden kaynaklanan borcun menkul

kıymetleştirilmesi yolu ile ihraç edilen hükümet yatırım senetleri ikincil piyasada işlem görebilmektedir. Hükümet yatırım senetlerinin ikincil piyasalarda alım satımının yapılabilmesi borç satımına dayanmaktadır. Bu sayede hükümet yatırımlarını finanse etmek için ihtiyaç duyduğu fonu hem bankalar hem de yatırımcılar yolu temin etmektedir. Bankalarda fon fazlasının hükümet yatırım senetleri ile değerlendirerek likidite yönetimini etkin bir biçimde gerçekleştirmektedir(Omar, Abduh ve Sukmana, 2009: 60).

3.4.4.2.8. Malezya İslami Hazine Bonosu

İslami Hazine Bonosu isminden de anlaşılacağı üzere konvansiyonel sistemdeki hazine bonolarına alternatif olarak Malezya hükümeti tarafından çıkarılan kısa vadeli menkul kıymetlerdir. Hükümetin kamu harcamalarını finanse etmek için hükümet adın Merkez bankası tarafından ihraç edilmektedir. Hazine bonoları alım geri satım işlemi üzerine temellendirilmiştir. Hükümet yatırım senetlerinde olduğu gibi Merkez bankası hükümete veya kendisine ait bir varlığı ihale ile yatırımcı finans kuruluşlarına arz eder. Açık artırma ile en yüksek fiyat ve geri satış için en düşük fiyatı öneren finans kuruluşu ihaleyi almaktadır. Hükümet merkez bankası aracılığı ile sattığı varlığı vadeye göre ihaleyi alan finans kuruluşuna eşit miktarlarda öder. Hükümet ortaya çıkan borcuna istinaden iskonto edilmiş fiyatta İslami hazine bonoları ihraç eder. Hazine bonolarını hem konvansiyonel finans kuruluşları hem de İslami finans kuruluşları satın almaktadırlar(Omar, Abduh ve Sukmana, 2009: 61-62).

3.4.4.2.9. Vadeli Mevduat Sertifikaları (Islamic Negotiable

Instruments= INI)

Konvansiyonel sistemdeki mevduat depozitoları(CDs) referans alınarak İslami kurallara uygun mevduat sertifikaları çıkarılmıştır. Murabaha ve mudaraba temelli iki tip vadeli mevduat sertifikası olarak düzenlenmiştir. Murabaha temelli olan ürün İslami borç sertifikası(NIDC) olarak tanımlanırken mudaraba temelli olan ürün İslami vadeli mevduat sertifikası (INID) olarak tanımlanmaktadır(Omar, Abduh ve Sukmana, 2009: 63).

3.4.4.2.9.1.İslami Borç Sertifikası(NIDC)

NIDC, İslami finans kuruluşuna belirli bir periyotta vadeli mevduat olarak bir miktar paranın mevduat olarak yatırıldığını belgeleyen sertifikadır. İslami finans kuruluşu tarafından ihraç edilen NIDC sertifikaları vadesinde mevduat artı kar payını ödenmesini şart koşturmaktadır. NIDC sertifikalarının ihraç edilmesi şu şekilde olmaktadır: NIDC ihraççısı olan İslami finans kuruluşu hesabında bulunan vadeli mevduat tutarınca bir varlığı yatırımcıya geri almak koşulu ile satar. Yatırımcı ileri vadede belirlenen satış fiyatı artı kar payı ile varlığı bankaya tekrar satmak koşulu ile satın almaktadır. İslami finans kuruluşu yatırımcıya borçluluğunu belgelemek amacı ile NIDC sertifikalarını ihraç etmektedir. Vade sonunda, yatırımcı veya taşıyıcı, NIDC sertifikasını, nominal tutarı artı kâr payı karşılığında ödemeye karşı yatırımcıya arz etmektedir(Ridzwan ve İsmail, 2006: 199). NIDC ilk olarak yatırımcı hamiline ihraç edilse de, yatırımcı vadeden önce iskonto edilen fiyattan satabilmektedir. NIDC sertifikaları fiyat temelinde işlem görmektedirler; bu, ana değer 100 nominal değer başına fiyat açısından kote edildiği anlamına gelmektedir.

3.4.4.2.9.2.İslami Vadeli Mevduat Sertifikası (INID)

INID sertifikaları, NIDC sertifikaları gibi ihraççı İslami finans kuruluşunun hesabında vadeli mevduat olarak bulunan yatırımcısına finansal ürünün nominal değeri artı kar ödeyeceğini belgelemektedir. INID, İslami finans kuruluşu yatırımcı arasında girişimci ve sermayedar ilişkisi üzerine temellendirilmiştir. Nominal değer üzerine eklenen kar oranı, kar zarar ortaklığına göre belirlenmektedir(Ridzwan ve İsmail, 2006: 199). Tıpkı NIDC gibi, INID sertifikaları da fiyat temelinde işlem görür; bu da, ana değer 100 nominal değer başına fiyat olarak kote edildiği anlamına gelmektedir.

3.4.4.2.10.Satım ve Geri Alım Anlaşmaları(Sale and Buyback Agreement)

Konvansiyonel sistemdeki tekrar satın alma anlaşmalarını belgeleyen repoyu referans alan menkul kıymettir. Bilindiği üzere konvansiyonel sistemde kısa vadeli menkul kıymetler belirlenmiş bir tarihte önceden belirlenmiş fiyattan almak üzere

satılmasına dayanan repo anlaşmaları yapılmaktadır. Repo yatırımcısına bütün fiyat risklerinden arındırılmış bir biçimde vadesi belli fon sağlamaktadır.

Karşılaştırıldığı zaman repo para alım satımı anlaşması iken, satım geri alım anlaşmaları(SBBA) varlık alım satımına dayanmaktadır. Satım geri alım anlaşmaları(SBBA) şu şekilde düzenlenmektedir: Merkez bankası elindeki İslami kurallara uygun nitelikteki menkul kıymetleri İslami finans kuruluşuna peşin fiyatla satmaktadır. Merkez bankası ile banka arasında belirlenen tarihte belirlenen fiyattan menkul kıymetleri tekrar geri almak üzere vadelileşme gerçekleşir. Vade sonunda Merkez bankası vadelileşmeye uygun olarak belirlenmiş fiyattan menkul kıymetleri İslami finans kuruluşundan geri satın almaktadır(Omar, Abduh ve Sukmana, 2009: 68).

İslami finans kuruluşları likidite açıklarını ve fazlalarını SBBA anlaşmaları ile hükümet yatırım sertifikaları (GIC) ve hükümet yatırım bonoları(GII) satın alarak etkin yönetim gerçekleştirebilmektedirler. Merkez bankası ile SBBA anlaşmaları yapılırken sınırsız menkul kıymetler seçeneği olduğu gibi sınırlı menkul kıymetler seçeneği para otoritesi tarafından belirlenmektedir.

SONUÇ

İslam iktisadı bağlamında merkez bankacılığı ve para politikası alanındaki çalışmaların finans alanındaki çalışmalara oranla az sayıda ve nitelik açısından zayıf olmasına karşın son birkaç on yılda bu alanda çalışmaların arttığı gözlemlenmiştir. İslam İktisat görüşünün sadece finans alanına sıkıştırılması İslam iktisadının günümüz ekonomi düzeninin diğer alanlarına dair fikir ve uygulamalar oluşturulmasına öncülük edecek temele sahip olmamasından değil insanların üzerine çalışma yapmamasından ve ön yargılarından kaynaklanmaktadır. İslam iktisadı ile para politikasının çelişki ile karşılanmasının sebebi önyargıdan ibarettir. Son yüzyılda dünyada yaşanan finansal krizler alternatif yollar aranmasına neden olarak önyargıların üzerine gidilmesini kolaylaştırmıştır. Bugün yeryüzünde hâkim olan kapitalist sistemin insanların üretimi olduğu ve faizin insanlar tarafından icat edildiği unutulmaktadır. Sistemin kusursuz olmadığı hatta krizler yarattığı 2008 krizinden sonra zihinleri daha çok meşgul eder hale gelmiştir. Faizsin bir ekonomi mümkün olduğu gibi para politikası da elbette mümkündür. İslam iktisadının bugünkü ekonominin modern kavramlarının içini doldurabilecek nitelikte olduğu açıktır. Ancak unutulmaması gereken nokta konvansiyonel sistemin araçlarını kendi içerisinde başarılı kabul ettikten sonra İslam iktisadı bağlamında ele alarak araçların kullanılamaz olması İslam iktisat görüşünün bu alanda eksiklik sahibi olarak algılanması oldukça yanlıştır.

İslam iktisadı bağlamında para talebi ve para arzı konusunda ortaya konulan bilgiler dikkat çekicidir. Para politikasının belirlenmesinde ve stratejisinin oluşturulmasında hayati önem taşıyan para talebinin İslam iktisadı minvalinde istikrarlı bir yapı içerisinde olması parasal otorite için sevindiricidir. Para politikası oluşturulurken hangi insan için ve hangi dinamikler için oluşturulduğu önemlidir. İslami değerler çerçevesinde insanların spekülasyon saikiyle para talebinde bulunmaması para talebinin istikrarında anahtar rol üstlenmektedir. Yapılan ampirik çalışmalar sonucunda kar-zarar paylaşımına dayalı mevduatlarda da istikrarlı bir yapının olması konvansiyonel sisteme oranla parasal büyüklüklerin ara hedef olarak kullanılmasını daha verimli hale getirmektedir. Aslında parasal büyüklüklerin istikrarlı yapıda olması sadece parasal hedefleme için değil para politikasının her

kısımında büyük önem taşımaktadır. Nitekim faiz oranlarının hedeflenmesinde de gecelik faiz oranları veya kullanılan operasyonel hedef para talebine göre değiştirilmektedir.

Sistemlerin kendi içerisinde değerlendirilmesi gerekliliğinin önemini İslami bankacılık ile parasal genişlemede de görülmektedir. İslami bankacılık sisteminin finansman modellerindeki değişiklikler zannedilenin aksine parasal genişlemeye neden olmaktadır ve fakat konvansiyonel sistemdeki ile aynı oranda değildir. Reel sektördeki proje üretiminden doğan getiriler üretim tabanlı olduğu için enflasyonist olmamaktadır. Özellikle mudaraba yatırım hesaplarına ilişkin rezerv oranı düzenlemesi bu hesaplara talebi değiştirecektir. Vadesinden önce çekilemeyen mudaraba yatırım hesaplarına rezerv oranı uygulamasının yapılmaması önerilmektedir. Rezerv oranları ile ilgili İslam iktisatçıları arasında % 100 karşılık oranını savunanlar olduğu gibi kısmi karşılık oranının uygulanmasında bir mahsur görmeyenlerin sayısı da oldukça fazladır.

Özellikle son 20 yıl içerisinde İslam iktisadı bağlamında para politikasına yönelik finansal enstrümanların gelişiminde ve kullanımında ivmelenen bir çaba olduğu açıktır. Finansal enstrümanların gelişimi için körfez bölgesi petrol kazançlarının İslami kurallara uygun finansal varlıklarla değerlendirilmesinin teşviki ve İslami finans kuruluşlarının uluslararası birlikler ve kurumlar oluşturarak entegre olmaları önemli rol üstlenmiştir.

İslami merkez bankacılığının ve para politikasının uygulama alanı bulduğu ülkelerin çoğunluğu gelişmekte olan ülkelerdir. Bu nedenle açık piyasa işlemleri gibi dolaylı yolla piyasayı etkilemeye çalışan para politikası araçlarının kullanımı gelişimini tamamlamamış birincil ve ikincil piyasalarda hem zor hem de etkinliği düşüktür. Finansal enstrümanların geliştirilebilmesi kadar birincil ve ikincil piyasaların gelişimi de hayati önem taşımaktadır. İslami kurallara uygun finansal enstrümanların genellikle yeterli piyasa derinliğine sahip olmadığı görülmektedir. Bu yönde Merkez bankalarının öncülük ederek bu ürünlerin alım satımına dair teşvikler ve yaptırımlar yapması önerilmektedir.

Açık piyasa işlemleri ile ilgili bir diğer üzerinde durulması gereken ve özellikle IMF raporlarında sıkça kritik edilen konu ise finansal enstrümanlarda bir tekdüzeliğin olmayışıdır. Örneğin icara sukukun ikincil piyasalarda işlem görmesi uygunken murabaha sukuk için aynı durum söz konusu değildir. Bu gibi bütün enstrümanlar için standart bir yapı ve işlev söz konusu değildir.

Kamu borçlarının finanse edilmesi meselesi ise diğer bir gündem konusudur. Kamunun üstlendiği ve açık vermesine neden olan birçok projenin sermaye tabanlı varlıklarla finanse edilmesi yönünde finansal enstrümanlar geliştirilmiştir. Sosyal getiri oranı bu finansal enstrümanların ilgi çekici kısmıdır. Kamu projelerinin basit bir projenin nicel getirisinden ziyade sosyal refah ve kalkınmaya olan katkısından dolayı getiri oranlarının hem sifıra eşit olamayacağı hem de reel sektörden daha fazla olacağı savı bu anlamda düzenlenen devlet katılım kağıtlarının işlevselliğini artırmıştır. Devlet katılım kağıtlarının sosyal getiri oranı ile birlikte sıfırdan yüksek getiri garantisi oluşmuştur. Devletin projelerinin finansmanına dayalı sermaye tabanlı sertifikalar ve varlıklar geliştirilmiştir.

Bugün para politikası araçları içerisinde birinci sırayı alan açık piyasa işlemlerinin devlet tahvili ve bono gibi faizli finansal enstrümanlarla yapılması hakkında daha uzun süre olduğuna dair farklı rivayetler olsa da ortalama yüz yıldır süre gelmektedir. Bu anlamda bakıldığında İslam iktisadı bağlamında açık piyasa işlemlerinin ve enstrümanlarının daha fazla anlayışa ve sabra hem ihtiyacı hem de hakkı olduğu açıktır.

Getiri oranlarının reel sektör tarafından belirlenmesi nedeniyle aktarım mekanizmasında verimliliğinin yüksek olduğu ve para politikası kapsamında faiz oranlarına alternatif niteliği taşıdığı savunulmaktadır. Tez de yapılan çalışmalarda getiri oranlarının piyasayı faiz oranları gibi IS-LM modeli temelinde dengeye getirdiği bulgusuna yer verilmiştir. Ancak bu alanda daha fazla çalışmaya ihtiyacın olduğu açıktır.

Para politikası araçlarından konvansiyonel sistemde olmayan ve süreç içerisinde kullanımıyla verimliliğinin artması beklenen bir diğer araç ise kar- zarar paylaşım oranlarıdır. Piyasalarda kar zarar paylaşımına dayalı enstrümanların

derinlik kazanmasıyla birlikte kar- zarar paylaşım oranının değişiminin piyasalar üzerindeki etkinliğinin artırması muhtemeldir. Birincil ve ikincil piyasalardaki sınırlı gelişme ile birlikte selektif kredilerin önemi konvansiyonele göre artmıştır.

Sonuç olarak İslam iktisadı bağlamında merkez bankacılığı ve para politikası mevcut araçlarla ve kendine özgü geliştirdiğı finansal enstrümanlarla sınırlı sayıda gelişmekte olan ülkede de olsa uygulanmaktadır. Bunula birlikte İslami finansın ilham verici gelişimi göz önünde bulundurulduğunda zaman içerisinde daha da iyi olmaması için hiçbir neden yoktur.



KAYNAKÇA

AAOIFI. Çev. Mehmet Odabaşı, İshak Emin Aktepe, **Faizsiz Bankacılık Standartları**, Türkiye Katılım Bankaları Birliği, No:2, Erkam Matbaası, İstanbul, 2012.

Abdul- Rahman, Yahia. **The Art of Islamic Banking and Finance Tools, Techniques for Community- Based Banking**, Jony Wiley and Sons, New Jersey, 2010.

Albaraka Türk. **Temel Bankacılık**, Eğitim ve Organizasyon Müdürlüğü, 2010.

Akdiş, Muhammet. **Para Teorisi ve Politikası**, Gazi Kitapevi, 2. Baskı, Ankara, 2011.

Aktan, Çoşkun Can, Utku Utkulu, Selahattin Togay. **Para Politikasının Uygulanma Süreci ve Para Politikası Uygulamalarına İlişkin Ana Tartışmalar**, (Çevrimiçi) http://www.canaktan.net/canaktan_personal/canaktan-arastirmalari/iktisat-okullari/aktan-utkulu-parapolitikasi.htm , (02.04.2017).

Aktepe, İshak Emin. Ed. Esranur Bayrak, **İslam Hukuku Çerçevesinde Finansman ve Bankacılık**, Hayat Yayın Grubu, İstanbul, 2010.

Ariff, Mohammad. **Monetary Policy In An Interest- Free Islamic Economy- Nature And Scope**, presentation, International Seminar on the Monetary and Fiscal Economics, Jeddah, Saudi Arabia, October: 7-12, 1978.

Askari, Hossein, Zamir Iqbal, Abbas Mirakhor: **Challenges In Economic And Financial Policy Formulation An Islamic Perspective**, Palgrave Macmillan, India, 2014.

Ay, Ahmet, Burcu Güvenek, Sinem Yapar Saçık. **IMF ve Merkez Bankalarının Borç Veren Son Merci Olarak Ekonomik Krizler Üzerinde Etkinliği**, Karamanoğlu Mehmet Bey Üniversitesi KMU İİBF Dergisi, Yıl.11, Sayı.17, ss 113-123, Aralık/2009.

Awad, Ibrahim. **Conducting Monetary Policy Under A Fully- Fledged Islamic Financial System**, Journal of Economics, Banking and Finance, Vol.11, No.1 , Jan-March, 2015.

Awad, Ibrahim L. , Soliman, M. Alaa. **The Stability of The Demand For Money Function In Islamic and Non-Islamic Monetary Policy Regimes**, Economic Issues, Vol.21, No.1, 2016, ss.67-85.

Büyükakın, Figen, Onur Önyılmaz. **Faizsiz Finansman Bonosu Sukuk ve Türkiye Uygulamaları, Marmara Üniversitesi**, Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, Cilt.3, Sayı. 7, ss.1-16, 2012.

Bayındır, Servet. **Fıkhi ve İktisadi Açidan İslami Finans (Para ve Sermaye Piyasaları)**, Süleymaniye Vakfı Yayınları, İstanbul, 2015.

Chapra, Muhammad Umer. **Monetary Management in An Islamic Economy**, Islamic Economic Studies, Vol.4, No.1, ss. 1-35, 1996.

Chapra, Muhammad Umer. **Towards A Just Monetary System**, The Islamic Foundation, London, 1985.

Choudhry, Nurun N. , Abbas Mirakhor. **Indirect Instruments of Monetary Control In An Islamic Financial System**, Islamic Economy Studies, Vol.4, No.2, May, 1992, ss.27-65.

Dusuki, Asyraf Wajdi. **Commodity Murabahah Programme (CMP): An Innovative Approach to Liquidity Management**, Journal of Islamic Economics, Banking and Finance, ss.1-23, 2008.

Eğilmez, Mahfi. **Hazine**, Remzi Kitabevi, 12. Baskı, İstanbul, 2015.

Eğilmez, Mahfi, Ercan Kumcu. **Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması**, Remzi Kitabevi, 20. Baskı, İstanbul, 2015.

Eğri, Taha, Oğuz Karasu, Necmettin Kızılkaya. **İslam İktisadını Yeniden Düşünmek**, İgiad Yayınları, İstanbul, 2014.

El Hamiani Khatat, Mariam. **Monetary Policy in The Presence Of Islamic Banking**, IMF Working Paper, 2016.

En-Neccâr Ahmed. Çev. Ramazan Nazlı, **İslam Ekonomisine Giriş**, Hilâl Yayınları, İstanbul.

Erkal, Mehmet. **Beytûlmâl**, İslam Ansiklopedisi, Türkiye Diyanet Vakfı İslam Araştırmalar Merkezi, C.6, İstanbul: İSAM ,ss.90-94, 1992.

Ernst and Young, **Günümüzün Gözde Finansman Aracı: Sukuk**, 2012.

Eroğlu, Nadir. **Türkiye’de Parasal Kesim ve Merkez Bankası İşlemlerinin Analizi**, Der Yayınları, 4. Baskı, İstanbul, 2014.

Günel, Mehmet: **Para Banka ve Finansal Sistem**, Nobel Yayın Dağıtım, 3. Baskı, Ankara, 2010.

Güneş, Hurşit: **Enflasyonun Kontrolünde Alternatif Para Programı**, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 1992-18.

Hakim, Sam R. **Islamic Money Market Instruments**, ss161-171.

Hanif, Nadim M. , Salman Sheikh. **Central Banking And Monetary Management in Islamic Financial Environment**, MPRA Paper, No. 23548, June, 2010.

Hoggarth, Glenn. **Introduction to Monetary Policy**, Bank of England Handbooks in Central Banking, England, 1996.

International Islamic Liquidity Management Corporation, **The Inaugural Issuance**, (Çevrimiçi), <http://www.iilm.com/the-inaugural-issuance/> , (E.T. 23.04.2017.)

Ismail, Rifki. **Central Bank Islamic Monetary Instruments: A Theoretical Approach**, Studies in Economics And Finance, Vol. 28, No. 1, ss.51-67.

Islamic Financial Services Board (IFBS). **Technical Note On Issues in Strengthening Liquidity Management of Institutions Offering Islamic Financial Services: The Development of Islamic Money Markets**, 2008.

İncekara, Ahmet, Ferda Yerdelen Tatoğlu, Halil Tunalı: **Para Talebi Olgusu ve Türk Halkının Para Talebinin İncelenmesi**, İktisadi Araştırmalar Vakfı, İstanbul, 2010.

Kara, Hakan A, Musa Orak. **Eflasyon Hedeflemesi**, Ekim, 2008. (Çevrimiçi)
http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/5b866de6-5523-4f31-82b9-f39a4f8bd4eb/kara_orak.pdf?MOD=AJPERES, (18.03.2017).

Karaca, Orhan. **Para Politikası Aktarım Mekanizması ve 2001 Krizi Sonrası Türkiye Uygulaması**, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2010.

Kapız, Serap. **Para Politikasının Yürütülmesinde Sinyal Kalitesi ve İletişim**, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Muğla Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muğla, 2010.

Keyder, Nur. **Money, Theory- Policy-Application**, Seçkin Yayınları, 5. Baskı, Ankara, 2002.

Khan, Mohsin S. , Abbas Mirakhor. **Monetary Management in An Islamic Economy**, Journal of King Abdulaziz University Islamic Economy, Vol.6, ss.3-21.

Khan, Mohsin S. , Abbas Mirakhor. **The Finansal System and Monetary Policy in An Islamic Economy**, Journal of King Abdulaziz University Islamic Economy, Vol.1, ss.39-57.

Kia, Amir, Darrat, F. Ali: **Modeling Money Demand Under The Profit-Sharing Banking Scheme: Evidence on Policy Invariance and Long-Run Stability**, Presentation, ERF's 10th Annual Conference to be held in Marrakech, Morrocco, December:16-18, 2003.

Koçyiğit, Dilek. **Olağan ve Olağan Dışı Durumlarda Kullanılan Para Politikası Araçları ve Likidite Yönetim Stratejileri**, Yayınlanmış Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, 2009.

Küçükçolak, Necla. **Faizsiz Finansman Sertifikası Sukuk'un Türk Sermaye Piyasası Açısından Değerlendirilmesi**, Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Haziran 2008, C.45, S.520, 2008.

Mirakhor, Abbas. **Equilibrium in A Non-Interest Open Economy** , MPRA Paper, No. 56011. May, 2014.

Mirakhor, Abbas. **Shariah Compliant Macro-Economic Policy**, presentation, 2nd Islamic Finance in A Challenging Economy: Moving Forward (ISRA), Malaysia, 27th November, 2012.

Mishkin, S. Frederic. Çev. Ömer Faruk Çolak, Alparslan Zengin, **Para Politikası Stratejisi**, Efil Yayınevi, 1. Baskı, Ankara, 2014.

Nuradli Ridzwan, Shan Mohd Dali, Abdul Ghaffar Ismail. **Malaysia: Islamic Money Market Instruments**” ,The Business Review, Cambridge, Vol.6, No.1, ss,193-200, 2006.

Oktar, Suat, Erkan Tokucu, Zekayi Kaya. **Finansal Küreselleşme Sürecinde Merkez Bankacılığı ve Para Politikaları**, Nobel Akademik Yayıncılık, 2. Basım, Ankara. 2013.

Omar, Mohd Azmi, Muhamad Abduh, Raditya Sukmana. **Fundamentals of Islamic Money and Capital Markets**, Jony Wiley and Sons, India, 2009.

Orakçı, Celal Alper. **Para Politikası Stratejisi Olarak Enflasyon Hedeflemesi: Dünya ve Türkiye Uygulaması**, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2009.

Orhan, Osman Z., Seyfettin Erdoğan. **Para Politikası**., Umuttepe Yayınları, 2. Baskı, İstanbul, 2015.

Orman, Sabri. **İslâmi İktisat, Değerler ve Modernleşme Üzerine**, İnsan Yayınları, İstanbul, 2014.

Öçal, Tezer, Faruk Çolak, Selahattin Togay, Kadir Eser. **Para Banka Teori Politika**, Gazi Kitapevi, 1. Baskı, Ankara, 1997.

Önder, Timur. **Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması**, Yayınlanmış Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, 2005.

Özatay, Fatih. **Parasal İktisat Kuram ve Politika**, Efil Yayınevi, 3. Baskı, Ankara, 2013.

Öztürk, Funda. **Yeni Bir Sermaye Piyasası Aracı Sukuk**, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul. 2013.

Parasız, İlker. **Para Teorisi ve Politikası**, Ezgi Kitapevi, 3. Baskı, İstanbul, 2012.

Pay, Merih. **Para Teorisi ve Para Politikası**, Türkmen Kitapevi, 6. Baskı, İstanbul, 2013.

Rais, Abdul, Abdul Majid. **Developing A vibrant and Progressive International Islamic Financial Market**, presentation, 3rd Developing A Vibrant and Progressive International Islamic Money Market, Kuala Lumpur, Malaysia, November, 2002.

Shaikh, Salman. **Monetary Policy and Monetary Regime in An Interest Free Economy: An Alternate Approach in Monetary Economics Amidst Great Recession**, MPRA Paper, No. 20029, January, 2010.

Sari, Norhanim Mat, Abbas Mirakhor. **Islamic Monetary Policy in Malaysia A Conceptual Framework**, presentation, 2nd Islamic Finance in A Challenging Economy: Moving Forward (ISRA), Malaysia, 27th November, 2012.

Sari, Norhanim Mat, Azura Othman, Syed Othman Alhabshi, Abbas Mirakhor. **Islamic Financial Reform and Macroeconomic Policies: A Case of Malaysia**, presentation, 10th International Conference on Islamic Economics and Finance (ICIEF), Doha, Katar, March:23-25, 2015.

Sarker, Abdul Awwal. **An Evaluation of Islamic Monetary Policy Instruments Introduced in Some Selected OIC Member Countries**, Islamic Economic Studies, Vol.24, No.1, ss.1-47.

Siddiqi, Muhammed Nejatullah. **Impact of Islamic Modes of Finance On Monetary Expansion**, Journal of King Abdulaziz University Islamic Economy, Vol.4, ss. 37-46.

Sundararajan, V. , David Marston, Ghiath Shabsigh: **Monetary Operations and Goverment Debt Management Under Islamic Banking**, Presentation, 8th Annual Conference on Monetary and Foreign Exchange Policies, IMF Working Paper, Iran, May: 20-21, 1998.

Tabakoğlu, Ahmet. **İslâm İktisadına Giriş**, Dergâh Yayınları, 3. Basım, İstanbul, 2013.

Tahir, Sayyid. **Fiscal and Monetary Policies in İslamic Economics: Contours of An Instituional Framework** ,presentation, 8th International Conference on Islamic Economics and Finance (ICIEF), Doha, Katar, December:19-21, 2011.

TOK, Ahmet. **İslami Finans Sistemi Çerçevesinde Sukuk (İslami Tahvil) Uygulamaları, Katılım Bankaları ve Türkiye Açısından Değerlendirmeler**, Yeterlik Etüdü, Sermaye Piyasası Kurulu, Hukuk İşleri Dairesi, Ankara 2009.

Tokel, Dilek. **Para Politikası ve Faiz Kararları Arasındaki İlişki: Teorik ve Uygulamalı Yaklaşım**, Yayınlanmış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul, 2011.

Tunç, Hüseyin. **Katılım Bankacılığı Felsefesi, Teorisi ve Türkiye Uygulaması**, Nesil Yayın Grubu, 10. Baskı, İstanbul, 2013.

Turna, Fatma. **Geçmişten Günümüze Merkez Bankaları Ve Modern Merkez Bankacılığının Bir Örneği: Avrupa Merkez Bankası**, Journal of Life Economics, 2014/1, ss.41-77.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**, Ankara, 2008.

Uddin, Akther, Asyraf Halim. **Islamic Monetary Policy: Is There An Alternative of Interest Rate?**, 4th International Centre for Education in Islamic Finance (INCEIF), Kuala Lumpur, Malaysia, February, 2015.

Ul Haque, Nadeem, Abbas Mirakhor. **The Design of for Government Finance in An Islamic Economy**, IMF Working Paper, March, 1998, ss.1-17.

Ul Haque, Nadeem, Abbas Mirakhor: **The Design of Instruments for Government Finance in An Islamic Economy**, Islamic Economic Studies, Vol.6, No.2, May, 1999, ss.27-43.

Uzair, Mohammed: Ed. Mohammad Ariff. **Central Banking Operations In An Interest- Free Banking System**, presentation, International Seminar on the Monetary and Fiscal Economics, Jeddah, Saudi Arabia, October: 7-12, 1978.

Yanpar, Atila. **İslâmi Finans İlkeler, Araçlar ve Kurumlar**, Scala Yayıncılık, 2. Baskı, İstanbul, 2015.

Yılmaz, Erdal. **Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi**, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı. 61, ss.81-100, 2014.

Yousefi, Mahmood, Sohrab Abizadeh, Ken McCormich. **Monetary Stability And Interest-Free Banking: The Case of Iran**, Applied Economics, Vol. 29, ss. 869-876.

Yurt, Emel. **Dışa Açık Ekonomilerde Para Politikaları**, Filiz Kitapevi, İstanbul, 2005.

Zangeneh, Hamid, Ahmad Salam. **Central Banking in An Interest- Free Banking System**, Journal of King Abdulaziz University Islamic Economy, Vol.5, ss.25-36.

Zulkhibri, Muhamed, Abdul Ghafar Ismail, Sutan Emir Hidayat. **Macprudential Regulation And Policy For The Islamic Financial Industry Theory And Applications**, Springer International Publishing, Switzerland, 2016.