

MERKEZ BANKASI BİLANÇOSU VE PARASAL BÜYÜKLÜKLERİN GELİŞİMİ

Fikret KARTAL^(*)

Özet: Küresel krizden negatif yönde etkilenen Türkiye’de, Merkez Bankası’nın izlediği politikalar finansal istikrar ve güvenin muhafaza edilmesine katkı sağlamıştır. Kriz ile birlikte, parasal büyüklük ve para politikası gelişmelerinin bir göstergesi olarak kabul edilen merkez bankası bilançosu yakından izlenmiştir. Çalışmada, dünya genelinde para politikasının gelişimi ve merkez bankası bilançosunun ana özellikleri açıklandıktan sonra, 2007-2011 döneminde izlenen politikaların merkez bankası analitik bilançosu ve para arzı büyüklüklerinde oluşturduğu değişim analiz edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Merkez Bankası, Para Politikası, Türk Bankacılık Sektörü, Türkiye Ekonomisi.

Abstract: Turkey has been negatively affected by the recent global crisis. The monetary policy implemented by the Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT) have helped to defend financial stability and to boost confidence in financial markets. During the recent crisis, the economic agents have paid more attention to central bank balance sheets as a indicator of the development of monetary policy. After reviewing the evolution of monetary policy worldwide and the key features of central bank balance sheet, this paper mainly focuses on how policy responses transformed the analytical balance sheet of the CBRT and the money supply measures for the period 2007-2011.

Keywords: Central Banks, Monetary Policy, Turkish Banking Sector, Turkish Economy.

I. Giriş

Finansal kırılganlıkların arttığı, ekonomik aktivitelerdeki daralma ve istihdam sorunlarının şiddetlendiği küresel kriz ortamında, merkez bankası bulunan para politikası uygulamalarının etkilerinin izlenebildiği merkez bankası bilançolarına yönelik artan bir ilgi gözlemlenmektedir. ABD, Avrupa, İngiltere ve gelişmekte olan ülkelerde merkez bankası bilançolarının keskin bir büyüme gösterdiği, bilançolarda yer alan varlık ve yükümlülüklerin büyüklük, ağırlık ve yönelimlerinin hızla değiştiği görülmüştür. Merkez bankası bilançolarındaki değişimler; reel ve yapısal sorunların parasal araçlarla giderilmeye çalışıldığı ve bu durumun geleceğe dönük tehlikeli sinyaller içerdiği yönünde değerlendirilebilmektedir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) yasal ve temel görevi olan fiyat istikrarının yanısıra küresel krizin etkilerinin hissedildiği son dönemde finansal istikrarı da gözetmeye başlamış; bu doğrultuda politika faizi, faiz koridoru, açık piyasa işlemleri, zorunlu karşılıklar ve döviz işlemlerini etkili araçlar olarak kullanmıştır. Söz konusu araçlarla TCMB bankalar üzerinden

^(*)Dr., Birleşik Fon Bankası A.Ş., Teftiş Kurulu Başkan Yardımcısı

finansal sistemi ve iktisadi birimleri yönlendirmiş; aktarım mekanizması aracılığıyla ticari bankaların kullanılabilir kaynakları, fonlama ve kredi maliyetleri bu durumdan etkilenmiş, talep tepki vermiştir.

TCMB piyasadaki likidite koşullarını bilançosu içinde yer alan varlık ve yükümlülüklerini değiştirmek suretiyle düzenlemeye çalışmaktadır. Uygulanan para politikası ve kullanılan politika araçlarının yarattığı parasal büyüklükler merkez bankası bilançosu ve para arzı büyüklükleri üzerinden izlenebilmekte; bu durum bilanço içinde yer alan büyüklüklerin yorumlanmasını önemli hale getirmektedir.

TCMB'nin analitik bilançosunun analizini esas alan çalışmanın ilk bölümünde, para politikasının ve merkez bankacılığının hedef ve işlevleri değerlendirilmiş; ikinci bölümde TCMB analitik bilançosunun yapısı ve para arzı açıklanarak temel parasal büyüklüklerde meydana gelen değişikliklerin nasıl yorumlandığı ve yansımaları genel anlamda belirtilmiş; son bölümde ise küresel kriz ortamında ABD ve Avrupa merkez bankalarının bilançolarında meydana gelen değişimlere yer verilerek, 2007-2011 döneminde TCMB analitik bilançosu ve para arzı büyüklüklerinde yaşanan değişimler analiz edilmiştir.

II. Para Politikasının Gelişimi ve Merkez Bankası'nın İşlevi

Ekonomi politikalarının büyüme ve istihdam, ödemeler dengesi ve fiyat istikrarına odaklanan temel hedefleri bulunmaktadır. Bu hedeflere ulaşmada maliye politikası ile birlikte uygulanan para politikası ve politika araçları merkez bankalarının görev ve sorumluluğu altındadır. Para politikası; paranın miktarı, maliyeti ve firmalar ile hanehalkının bekleyişlerini etkilemek suretiyle temel hedeflere ulaşılmasına dönük stratejidir. (TCMB, 2006a, s. 5) Parasal büyüklükler ve faiz oranında meydana getirdiği değişikliklerle para politikası hedeflerine ulaşmaya yönelik merkez bankalarının politika içeriğinin şekillendirilmesinde ekonomik göstergeler kadar içinde bulunulan konjonktür ve beklentiler de belirleyici olup; resesyonist eğilimler görüldüğünde para arzını genişletici ve faiz oranlarını düşürücü yönde “gevşek para politikası”; talep şişkinliği ve enflasyonla mücadele amacıyla, para arzını daraltan ve faiz oranlarını yüksek düzeylerde tutan “sıkı para politikası” sözkonusu olabilmektedir. (Orhan ve Erdoğan, 2006, ss. 421-423)

Ekonomi politikaları içinde önemli bir yere sahip olan para politikasının misyonu ve hedefleri tarihsel süreçte dönüşüme uğramış; para politikasının yürütülmesinden sorumlu olan merkez bankacılığının işlevleri ve araçları değişim göstermiştir. Merkez bankaları ortaya çıktıkları ilk dönemlerde, savaş şartlarında kamunun finansmanında önemli rol oynamalarına karşın asli olarak paranın iç ve dış değerinin korunması sorumluluğunu taşımışlardır. Alım gücünün korunması ve artırılması iç değer; yabancı paralar karşısında değer muhafazası ise dış değer korunmasıdır. Gerçek anlamda merkez bankacılığı 18. yüzyılda ortaya çıkmış; banknot ihraç edebilme tekeline sahip olunması ve

son likidite mercii fonksiyonunu taşıması görevleri öne çıkmıştır. Zaman içinde, koşullar ve sahip olunan para sistemine bağlı olarak bazı dönemler para politikası öncü nitelik kazanabildiği gibi, bazı dönemlerde ise maliye politikası uygulamaları belirleyici olmuştur. Farklı ve birbiriyle çelişmesi muhtemel hedeflerin para politikası uygulamalarına yansıtılması, belirli bir deneyim ve elde edilen sonuçlar ışığında eleştirilmiş; çok sayıda hedefi dikkate alan bir para politikasının uzun dönemde beklenen ekonomik büyümeye destek sağlamadığı gibi, enflasyonist bir sürece de sebebiyet verebildiği konusunda görüş birliği oluşmaya başlamıştır. Farklı usullerde tatbik edilen sabit kur sistemlerinin yerini dalgalı kur sistemine bıraktığı ve birbiriyle çelişen farklı hedeflere aynı anda ulaşmaya çalışılmasının negatif sonuçlar verdiği kanaatinin yaygınlaşmaya başladığı 1970'li yıllardan itibaren merkez bankaları para politikası stratejilerinde yaygın olarak fiyat istikrarını sağlamayı öncelikli hedef olarak kabul etmişlerdir.

Ekonomik aktörlerin kararlarını şekillendirmeleri esnasında fiyat değişimlerini dikkate almadıkları noktada fiyat istikrarının sağlandığı kabul edilmektedir. (TCMB, 2006b, ss. 3-6) Uygulanan döviz kuru hedeflemesi ve parasal hedefleme stratejilerinin, fiyat istikrarının tesis edilmesinde istenen sonuçları verememesi ve bazı ülkelerde bu stratejilerin krizlerle neticelenmesi 1990'lı yıllardan itibaren alternatif bir politika olarak enflasyon hedeflemesini gündeme getirmiştir. Bazı teknik düzenlemeler ve koşullar taşıyan enflasyon hedeflemesi stratejisi genel anlamda; nihai hedef olarak belirlenen fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi amacına yönelik olarak para politikasının makul bir dönem için belirlenen sayısal bir enflasyon hedefi ya da hedef aralığına dayandırılmasıdır. (Bernanke, Laubach, Mishkin ve Posen, 1999, s. 4; Kuttner, 2004, s.93; Bernanke ve Mishkin, 1997, s. 2; Erdoğan, 2005, ss. 34-35)

Zaman içinde değişen misyonu içinde merkez bankacılığının günümüzde belirgin hale gelen temel hedefi; fiyat istikrarını sağlamak, fiyat istikrarı ve enflasyon hedefleri ile çelişmediği sürece ekonominin diğer ihtiyaçlarını dikkate almaktır. 2008 yılından itibaren negatif etkileri yaygınlaşan ve devam etmekte olan küresel kriz sürecinde, fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrar da para politikasının gözardı edemeyeceği öncelikli bir hedef haline gelmiştir.

Para politikasının amaç ve araçları bakımından dönemin uluslararası egemen anlayışı ve ulusal ekonomik yapı Türkiye'de merkez bankacılığının fonksiyonlarını belirlemiştir. Türkiye'nin 1980 sonrasında yaşadığı mali serbestleşme sürecinde mali varlıklar çeşitlenmiş, finansal yapı uluslararası sisteme adapte olarak hızlı şekilde genişlemiş; ancak uluslararası kısa vadeli sermaye hareketlerine duyarlılık artmış, bankacılık sektörü faiz yarışı, riskli işlemler, kötü yönetim ve kamu bankalarının haksız rekabeti nedeniyle kırılgan hale gelmiştir. 2000-2001 yıllarında yaşanan şiddetli krizin etkilerini gidermek ve istikrarlı bir iktisadi kimlik kazanmak amacıyla IMF destekli programı yürürlüğe koyan Türkiye bu kapsamda, mali sistemde yeniden yapılandırmaya,

maliye politikasında sıkı bütçe uygulamalarına ve faiz dışı bütçe fazlasına yönelmiş; para politikasında ise TCMB araç ve amaç bağımsızlığına kavuşturulmuş, dalgalı kur politikasıyla birlikte 2002 yılından itibaren örtük, 2006 yılından itibaren ise devam etmekte olan açık enflasyon hedeflemesi stratejisi tatbik edilmiştir.

Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde, enflasyonun belirli bir düzeye düşürülmesi, mali baskınlık ve kamu borç düzeyinin faizler üzerindeki etkisinin sınırlandırılması ve yapısal reformların gerçekleştirilmesi amaçlanmıştır. 2004 yılında tek haneli enflasyona ulaşılmıştır. 2006 yılında uygulanmaya başlanan ve temel aracı kısa vadeli politika fazi olan açık enflasyon hedeflemesi döneminde ağırlıklı olarak tek haneli enflasyon oranının yakalanmasına karşın, genellikle hedeflere ulaşılamamıştır.

Küresel krizin yarattığı olağanüstü şartlar ve merkez bankacılığına bakışın değişmesiyle birlikte, TCMB yeni politika arayışlarına yönelmiştir. Enflasyon hedeflemesi stratejisine bağlı kalındığının ifade edilmesine karşın, hedefle uyumlu enflasyonla birlikte kredilerde aşırı büyüme, döviz kurunun iktisadi temellerden sapması, cari denge ve finansmanının bozulması gibi makro finansal riskler de para politikasına eklenmiştir. Farklı öncelik ve hassasiyetlerin doğması sonucu fiyat istikrarının geri planda kalabileceği ve enflasyon hedeflemesi stratejisinin esnek hale geldiği yönünde görüşler belirtilmekle birlikte, bu durumun fiyat istikrarından kalıcı şekilde ödün verildiği yönünde yorumlanmaması gerektiği ifade edilmektedir. (Kara, 2012, s. 23) Fiyat istikrarı ile birlikte kısa vadeli sermaye girişlerinin azaltılması ve kredi genişlemesinin yavaşlatılmasına dönük farklı politika araçlarından oluşturulan yeni TCMB stratejisinin bileşimi; düşük politika faiz oranı, geniş faiz koridoru ve yüksek zorunlu karşılıklardan meydana gelmektedir. Bu politika bileşiminin, özellikle yüksek cari açık veren ülkelerde kısa vadeli sermaye hareketlerinin yaratabileceği makroekonomik dengesizliklerin olumsuz etkilerini hafiflettiğine işaret edilmektedir. (Başçı ve Kara, 2011, ss. 4, 17)

Ancak küresel ekonomilerde atılan adım ve alınan kararların belirgin etkileri karşısında, dışa açık ulusal para politikalarının tek başına ekonomik faaliyet ve göstergeleri yönlendirmede istenen sonuçları vermesi mümkün olamamaktadır. Türkiye’de enflasyon, faiz, borsa ve kur hareketleri, büyüme ve istihdam gibi konular ağırlıklı olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin genişleyici para ve maliye politikaları, borç büyüklükleri, ihraç pazarlarındaki talep, küresel risk iştahı, emtia fiyatları, alternatif piyasalardaki getiri ve maliyetler gibi entegrasyonun kaçınılmaz etkilerine bağımlı hale gelmiştir. Böyle bir ortamda TCMB’nin izleyeceği politika ve politikanın sonuçları da dar bir alan içinde etki gösterebilmektedir.

Para politikasının etkinliğinde belirgin şekilde uluslararası gelişmeler ön plana çıkarken, aktarım mekanizmasının işlerliği de dikkat çeken diğer bir husustur. Merkez bankalarının alacağı kararların başta tüketim ve yatırım harcamaları, piyasa faizi ve döviz kuru olmak üzere iktisadi birim ve

göstergelere yansımaları ve fiyat seviyesini etkilemesinde parasal aktarım mekanizması önem kazanmaktadır. Aktarım mekanizması bu yansıma ve etkilerin hangi süre ve büyüklükte olacağına yönelik beklenti ve tahminleri belirlemekte ve çeşitli kanallardan oluşmaktadır. Merkez bankası temel politika aracı olan faizi değiştirmekte ve böylece piyasa faizleri etkilenmekte; faizlerdeki değişiklik, beklenti, varlık fiyatları ve döviz kuru üzerinde etkili olmakta; harcama, tasarruf ve yatırım kararları şekillenmekte; toplam mal ve hizmetlere olan talep etkilenmektedir. (TCMB, 2006a, s. 8) Aktarım mekanizmasının sağlıklı çalışabilmesi, dolayısıyla alınan para politikası kararlarının fiyat hareketleri ve piyasa faizlerine istenen zaman ve düzeyde etkide bulunabilmesi için, mali baskınlığın ve kamu borcunun yüksek olmadığı, etkin ve derinliği bulunan para ve sermaye piyasalarının mevcut olduğu bir ortama ihtiyaç duyulmaktadır.

Türkiye’de para politikasında sıkılaştırmanın ekonomik faaliyet üzerindeki etkisinin yaklaşık olarak bir yıl, enflasyon üzerindeki etkisinin ise yaklaşık iki yıl içinde hissedildiği; bu zaman diliminde enflasyon beklentilerinin kontrol altına alınabildiği belirtilmiştir. (TCMB, 2007, ss. 5-7) Küresel kriz sürecinde aktarım mekanizmasının daha etkin çalıştığı, risk algılamalarındaki dalgalanmaya karşın, para ve kredi piyasalarında oluşan faizin politika faizine bağlı olduğu, bu durumun ekonominin normalleşme sürecini gösterdiği TCMB tarafından ifade edilmektedir. (TCMB, 2010, s. 3)

III. Merkez Bankası Bilançosunun ve Para Arzının Analizi

A. Merkez Bankası Analitik Bilançosunun Yapısı ve Para Arzı

Banknot ihraç etme yetkisine münhasıran sahip olması, ulusal paranın değerinin korunmasına yönelik işlemler yapması, hükümetin haznedarlığını ifa etmesi, ana hedef olan fiyat istikrarı ve diğer hedefleri gözetmesi gibi görevleri TCMB’nin bilançosuna yansımaktadır. Bilançonun aktif tarafında altın, döviz gibi varlıklar, kredi ve menkul değerlerden kaynaklanan alacaklar ve diğer bazı kalemler bulunurken; yükümlülükler tekabül eden pasifte ise döviz ve TL yükümlülükleri mevcuttur. TCMB analitik bilançosu, bilanço kalemlerinin belirli parasal büyüklükleri ifade etmek üzere toplulaştırılması ve netleştirilmesi suretiyle elde edilmektedir. Amaç, varlık ve yükümlülük takibinin para politikasının işleyişini esas alarak, sade bir biçimde gruplandırılması; doğrudan bilançonun finansman şekli ve yaratılan varlıkların gösterilmesidir. TCMB’nin yayımladığı analitik bilançonun ana kalemler itibarıyla genel formatı Tablo 1.’de gösterilmektedir.

Tablo 1. TCMB Analitik Bilançosunun Temel Büyüklükleri

Varlıklar (Aktif)	Yükümlülükler (Pasif)
1- Dış Varlıklar	1- Toplam Döviz Yükümlülükleri
2- İç Varlıklar	- Dış Yükümlülükler
	- İç Yükümlülükler
	2- Merkez Bankası Parası (TL Yükümlülükler)
	- Rezerv Para
	- Emisyon
	- Bankalar Mevduatı
	- Fon Hesapları
	- Banka Dışı Kesim Mevduatı
	- Diğer Merkez Bankası Parası
	- Açık Piyasa İşlemleri
	- Kamu Mevduatı

Kaynak: TCMB, İstatistiki Veriler, <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>

Analitik bilançonun aktifinde dış ve iç varlıklar bulunmaktadır. Altın mevcudu, TCMB şubelerindeki efektifler, hariçteki muhabirler nezdindeki döviz mevcudu ve diğer döviz alacakları dış varlıkları oluşturmaktadır. İç varlıklarda ise, nakit işlemler altında sahip olunan DİBS'leri gösteren bankamız portföyü ve bankacılık sektörüne açılan krediler önemli yer tutarken, bilançoda bulunan değerlendirme hesabından farklı olarak analitik bilançoda cari kurdan değerlendirilmiş TL karşılığı dış yükümlülükler (IMF'ye olan döviz yükümlülükleri gibi) bulunmaktadır. Bilançoda yer alan Değerleme Hesabı, bankanın aktif ve pasifinde bulunan altın ve dövizlerin yeniden değerlemesi sonucu oluşan farkları, gerçekleşmemiş gelir veya gider şeklinde kapsamaktadır. Aleyhe farklar aktifte, lehe farklar pasifte yer almaktadır. (TCMB, 2006a, s. 44)

Analitik bilançonun pasifinde ana başlıklar itibariyle, iki finansman aracı olan döviz ve TL kaynaklarına istinaden; döviz yükümlülükleri ve Merkez Bankası Parası (MBP), diğer bir ifadeyle TL yükümlülükler yer almaktadır. Döviz yükümlülükleri; kredi mektuplu döviz tevdiat hesapları, süper döviz hesapları ve IMF borçlarından oluşan yurt dışına döviz yükümlülükleri ile kamu ve bankaların döviz mevduatlarından oluşan yurt içine döviz yükümlülüklerinden oluşmaktadır.

Pasifte yer alan ikinci finansman kalemi MBP ise; ekonomideki diğer birimlere olan TL yükümlülüklerini, dolayısıyla TCMB'nin yarattığı para miktarını göstermekte; para politikası kararlarının likidite üzerindeki etkisinin incelenmesi açısından iyi bir gösterge kimliği taşımaktadır. Analitik bilançoda, MBP'yi oluşturan kalemlerden rezerv para; emisyon, bankalar mevduatı, fon hesapları ve banka dışı kesimin mevduatından oluşmaktadır. Diğer parasal büyüklükleri belirgin şekilde etkilediği için rezerv para önemlidir. Ekonomide kriz yaşanması ve TL'ye olan güvenin azalması halinde, bankaların tutacakları döviz mevduatının payı artacağı için rezerv paranın payının düştüğü

belirtilebilir. Rezerv paraya, piyasadaki likiditeyi düzenlemek için yapılan açık piyasa işlemleri nedeniyle bankacılık kesimine karşı oluşan yükümlülük (ya da alacakların) eklenmesiyle parasal tabana ulaşılmaktadır. Kamu mevduatının parasal tabana ilavesiyle MBP elde edilmektedir. (TCMB, 2006a, s. 45)

Para politikası uygulamalarının likidite koşullarına yansımalarını izlemede MBP önemli bir göstergedir. Likidite düzeyini etkileme açısından emisyon araçlardan sadece biri olup, MBP'yi oluşturan tüm kalemlerin mali sisteme giriş biçimi ve mekanizmaları farklı olabilmekle birlikte likidite yaratma etkileri denktir. (Serdengeçti, 1997) Gelişmiş bir ekonomiye sahip ülkelerde MBP'nin bilanço içindeki payının %90'ın üzerinde olmasının sağlıklı bilançoya işaret ettiği belirtilmektedir. (TCMB, 2006a, s. 51)

TCMB'nin döviz alım-satımı ve TL işlemlerinin belirlediği MBP, döviz borçlanması veya döviz borcu verilmesi işlemlerinden etkilenmemektedir. Bilanço yapısına ilişkin uzun dönemli hedef, TCMB'nin net iç varlıkları (TL yükümlülükler-net döviz varlıkları) denetleyerek, MBP'deki büyümeyi net dış varlıklardaki büyüme ile sınırlandırmaktır. (TCMB, 2006a, s. 49)

TCMB bilançosunun yanısıra, bankacılık sektörü ve likidite koşullarını etkileyen en önemli göstergeler arasında yer alan para arzı; merkez bankası bilanço büyüklüklerini aşan, merkez bankası ve bankalar dahil olmak üzere belirli nitelikteki finansal araçların faaliyetlerinden kaynaklanmaktadır. Ticari bankalar izleyecekleri politikalarla para arzını etkilemekte, dolayısıyla para arzı bankalar ve merkez bankasının etkileşimi ile şekillenmekte; merkez bankası emisyon, açık piyasa işlemleri ve zorunlu karşılıklar gibi sahip olduğu araçlarla para tabanını hareketlendirerek bankaları ve para arzını yönlendirmektedir.

Geleneksel para arzı tanımında TCMB'nin son dönemde yapılan değişiklikler aşağıdaki gibidir. (TCMB, Para Arzı Sunumu, www.tcmb.gov.tr)

- 2007 Ocak ayında parasal sektör tanımı, merkez bankası ve mevduat bankalarına ilave olarak kalkınma ve yatırım bankaları, katılım bankaları ve B tipi likit fonları (para piyasası fonları) kapsayacak şekilde genişletilmiş; bu kurumların parasal yükümlülükleri para arzına dahil edilmiştir.

- Tüm para arzı kalemleri, bankalararası işlemler hariç olacak şekilde hazırlanmıştır. Bu kapsamda, repo işlemleri yoluyla sağlanan fon tutarından B tipi likit fonlarla yapılan repolar çıkartılmıştır.

- M2Y içerisinde yer alan yabancı para cinsinden parasal yükümlülükler vade gruplarına göre M1 ve M2 para arzı tanımları içerisine alınmıştır.

- Resmi mevduatlar ve diğer TCMB mevduatı içerisinde yer alan merkezi yönetime ait mevduatlar M3 para arzı tanımından çıkarılıp, karşılık kalemleri içerisindeki merkezi yönetim mevduatı kalemine dahil edilmiş; merkezi yönetim dışında kalan ve M3 içerisinde yer alan diğer genel yönetim mevduatları (yerel yönetimler ve sosyal güvenlik kurumları) ise vade gruplarına göre M1 ve M2 içerisinde gösterilmeye başlanmıştır.

- İhraç Edilen Menkul Değerler kalemi 31.12.2010 tarihinden itibaren M3 para arzı tanımına ilave edilmiştir. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme

Kurumu'nun (BDDK) bankaların yurtiçinde TL menkul kıymet ihracına izin vermesi ile söz konusu menkul değerlerin ihracında gözlenen artış ve uluslararası uygulamalara yakınsama amacıyla, Aralık 2010 tarihli veriden başlamak üzere M3 para arzı tanımına; bankalarca yurtiçinde TL üzerinden ihraç edilen ve orijinal vadeleri 2 yıla kadar olan tahvil ve bonolar eklenmiş, bu ihraçlardan, yurtiçi bankaların portföyünde tutulanlar ile yurtdışı yerleşiklerin mülkiyetindekiler düşülmüştür.

Yukarıda belirtilen güncelleme ve değişiklikler sonrasında para arzı göstergeleri arasında yer alan M2Y, M2YR, M3, M3Y, M3YR tanımları kaldırılmış; aşağıdaki yeni tanımlar oluşturulmuştur:

M1= Dolaşımdaki Para + Mevduat ve Katılım Bankaları ile TCMB Nezdindeki Vadesiz Mevduat (TL,YP)

M2= M1 + Mevduat ve Katılım Bankaları ile TCMB Nezdindeki Vadeli Mevduat (TL,YP)

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

Para arzındaki genişleme merkez bankasının kendi bilançosu ve çarpan faktöründen kaynaklanmaktadır. Merkez bankasının parasal taban üzerinden para arzını kontrol edebilmesi ancak para çarpanının tahmin edilebilmesi halinde mümkündür. Para çarpanını belirleyen faktörlerden sadece zorunlu karşılık oranları merkez bankasının kontrolünderken, nakit tercihi, serbest rezerv ve mevduat gibi büyüklükler tam anlamıyla kontrol altında değildir. (Emil ve Ata, 1998, s.3)

Merkez bankasının yükümlülüklerini karşılayabilme gücü ve sahip olduğu uluslararası güveni göstermesi açısından uluslararası rezervler dikkate alınan önemli bir değerdir. Uluslararası rezervler, para otoritesi tarafından her zaman kullanılabilen ve uluslararası ödeme aracı olarak kabul gören varlıklardır. Likit olması ve getiri sağlaması nedeniyle rezerv olarak döviz ve altın tercih edilmektedir. Ülkelerin makroekonomik hedefleri ile para politikası ve döviz rejimlerine destek sunmak, aşırı oynaklık, kriz ve olağandışı durumların yaratabileceği olumsuzlukları azaltmak, uluslararası piyasalardan borçlanırken risk primini düşürmek, ödemeler dengesi kaynaklı ihtiyaçlar için likidite bulundurmak gibi amaçlarla uluslararası rezervler tutulmaktadır. Yeterli rezerv miktarının tespiti önemli olup, belirtilen amaçlarla birlikte uygulanan döviz politikası, döviz yükümlülükleri, dışsal şoklar ya da dalgalanmalara yönelik beklentiler belirleyicidir. Ülkeden ülkeye rezerv miktarı ya da hedeflenen rezerv miktarı değişebilmektedir. Rezerv miktarına yönelik farklı ölçütler geliştirilmiş olup; rezervlerin 3 aylık ithalatı karşılama, rezervlerin para arzına oranının %20 seviyesinde bulunması, rezervlerin kısa vadeli borçları karşılanabilir düzeyde olması gibi farklı ölçütler mevcuttur. Rezervlerin hangi alanlarda kullanılacağı ve rezervin maliyeti (genelde dış borca ödenen faiz ile rezervden sağlanan getiri arasındaki fark) tutulacak rezerv miktarını etkilemektedir. (TCMB, 2011a)

B. Merkez Bankası Analitik Bilançosunun Analizi

Merkez bankası bilançosunun taşıdığı özel önem, uygulanan para politikalarının parasal büyüklükler üzerindeki etki ve sonuçlarının bilanço hesaplarından izlenebilmesinden kaynaklanmaktadır. Para politikasının ilgilendiği temel meselelerden olan likiditenin ekonominin ihtiyaçları doğrultusunda sağlanması gereği merkez bankasının varlık ve yükümlülüklerinin değiştirilmesi ve ayarlanmasıyla ilgilidir. (Serdengeçti, 1997) Merkez bankasının iç ve dış varlıklarını arttırmak ya da azaltmak suretiyle ekonominin likiditesini düzenlemeye yönelik işlem ve hesapları kapsayan bilançosu, para politikasının hangi araçlarla tatbik edildiği ve nasıl bir trend içinde bulunduğu konusunda bir rehber niteliğindedir. Uygulanan para politikası ve kullanılan araçlar ile mali sistemin karşılıklı etkileşimi merkez bankası bilançosunu biçimlendirmekte; bilançonun aktif tarafı varlıkları, pasif tarafı ise yükümlülükleri göstermektedir.

Ülkenin ödemeler bilançosu merkez bankasının dış varlıklarındaki değişimleri etkilemekte, kısa dönemde döviz kuru politikasına yansımaktadır. Diğer varlıklarda olduğu gibi dış varlıklardaki artış da para arzını yükseltici etki yapmaktadır. Pasifte döviz yükümlülüklerinin artması, varlık artışının yabancı para ile finanse edildiğini; dış yükümlülüklerin dış varlıklardan fazla olması ise, merkez bankası bilançosunun riskli bir nitelik taşıdığını göstermektedir. Diğer taraftan, iç varlıkların dış varlıklara oranla payının yükselmesi durumunda, artan iç varlık kalemi ve bu artışın hangi yükümlülükle sağlandığı önem kazanmaktadır. İç varlıkların ağırlıklı olarak kamu borçlanma araçlarından oluşması, para politikasında kredi arzını veya para hacmini ayarlama için kullanılan en büyük aracın açık piyasa işlemleri olduğunu göstermekte; alınan bono ve tahvillerin karşılığında emisyon veya bankalar mevduatı kalemi yükselmektedir. Varlıklar içinde kamuya kullanılan krediler yoluyla iç varlık artışı ve para yaratımı sağlanmış ve bir süre sonra bu kredilerde kısıtlama yapılmış ise sıkı para politikasına başvurulduğu yönünde bir değerlendirme yapılabilecektir. (Yardımcı, 2006, ss. 161-162) TCMB'nin Hazine ve kamu kurumlarının ihraç ettiği borçlanma araçlarını birincil piyasadan almasının bağımsız para politikası ile çelişeceği düşünülerek, 2001 yılında yapılan düzenleme ile, kamu borçlanma araçlarının alımı sadece ikincil piyasada açık piyasa işlemleri yoluyla yapılabilmektedir. Böylece kamu ve TCMB arasındaki kredi hattı veya ilişki kesilmiştir.

İç ve dış varlıklardaki değişimler para politikası hedefleri açısından uyumluluk göstermediği hallerde, merkez bankası açık piyasa işlemlerine başvurur. Merkez bankası portföyündeki menkul değerler üzerinden doğrudan alım-satım ve repo-ters repo işlemleri yaparak piyasadaki likiditeyi düzenlemekte; doğrudan para arzı üzerinde etki yaratması yanında açık piyasa işlemleri kısa vadeli piyasa faiz oranlarına referans oluşturmaktadır. (Yardımcı, 2006, s. 161)

Uygulanan para politikalarının bir göstergesi olan MBP bileşenlerinde yaşanan değişimler farklı anlamlar taşıyabilmektedir. Varlıklardaki artış karşısında TL yaratmanın benimsenmesi durumunda, emisyon artırılıyorsa likidite artışının enflasyonist bir beklenti yaratabileceği düşünülebilir; ancak bir rezerv kalemi olan banka mevduatının alt kalemi zorunlu karşılıklarda artışın tercih edilmesi durumunda, piyasaya para aktarımı olmayacağından, varlık artışının genişletici bir etki oluşturmayacağı belirtilebilir. Varlıklardaki artışın TL yükümlülüklerle karşılanması, ancak rezerv paranın aynı düzeyde kalması halinde, TL'nin sterilizasyon yoluyla (açık piyasa işlemleri aracılığıyla) çekildiği anlaşılacak, MBP'nin diğer bir kalemi olan açık piyasa işlemleri yükselecektir. (Yardımcı, 2006, ss. 164-167)

Bankaların merkez bankasında tuttukları zorunlu karşılıklar bilançonun pasifinde banka mevduatları içinde yükümlülük olarak yer almaktadır. Zorunlu karşılık oranlarının etkin bir politika aracı olarak kullanılması (2010 sonlarından itibaren gözlemlendiği gibi) ve artırılması durumunda bankaların likidite koşulları ve fonlama maliyeti doğrudan etkilemektedir.

Gelişmiş bir mali yapı ve fiyat istikrarının bulunduğu ortamda, merkez bankası, yükümlülüklerin tamamına yakını kendi bastığı para biriminden oluşturmak ve özellikle emisyonun MBP içinde ağırlığa sahip olmasını sağlamak amacıyla işlemler yapmaktadır. Emisyon hacmi, ekonomik birimlerin nakit talebi ile belirlenmekte; reel ekonomik aktivite, alternatif yatırım araçlarının getirisi ve ters para ikamesi nakit talebinin belirleyicilerini oluşturmaktadır. (Önder, 2008, ss. 11-13)

1980-1987 döneminde TCMB bilançosunun büyük kısmı döviz ile finanse edilmiş; genişleyen kamu finansman açıklarının kapatılmasında TCMB kaynaklarına başvurulması nedeniyle 1980'lerin sonlarından itibaren iç varlıkların toplam varlıklar içindeki payı yükselmiştir. 1994 krizinden sonra Hazineye açılan kısa vadeli avansların azalmaya başlaması ve dış varlıkların artması neticesinde iç varlıkların payı kademeli olarak azalmıştır. 1998-2000 döneminde eksiye düşen iç varlıklar, 2001 krizi ile birlikte gerçekleşen bankacılık operasyonları kapsamında alınan DİBS'ler nedeniyle yükseliş göstermiş; ancak 2002 yılından itibaren DİBS itfaları ile döviz alımına dönük ihale ve müdahaleler nedeniyle, iç varlıkların toplam varlıklar içindeki payı tekrar düşüş eğilimi göstermiştir. Emisyonun toplam yükümlülükler içindeki payı krizin ağır etkilerinin hissedildiği 2001 ve 2002 yıllarında %10 düzeyine kadar gerilemiş; istikrar ve pozitif görünüm nedeniyle sonraki yıllarda artış eğilimine girmiştir. (Önder, 2008, ss. 10-13)

C. Merkez Bankası İşlemlerinin Ticari Bankalar Üzerindeki Etkisi

TCMB'nin izlediği para politikasının ticari bankalara doğrudan etkisinin; likidite hacmi, fonlama maliyeti ve beklentilerin şekillendirilmesi kanallarıyla gerçekleştirildiği belirtilebilir. Merkez bankası özellikle; politika faizi, açık

piyasa işlemleri (repo-ters repo, kesin alım-satım, depo işlemleri), döviz alım-satım işlemleri ve zorunlu karşılıklar aracılığıyla piyasadaki likidite ve para arzını düzenlerken, bankaların kullanılabilir fonlarının miktar ve maliyetini etkileyebilmektedir. Söz konusu işlemlerde miktar ve faiz oranlarını piyasa koşulları ve izlediği politika doğrultusunda TCMB belirlemektedir.

TCMB'nin müdahaleci yöntemlerle bankacılık sektörü üzerinden talep ve likidite koşullarını düzenlemesine yönelik gösterilebilecek en yakın dönem örneği, 2010 yılından itibaren alınan kararlardır. BDDK kredi hacminin genişlemesine yönelik gayri resmi ancak zorlayıcı üst limit konulması, hızlı artış eğiliminde bulunan ihtiyaç kredileri için karşılık oranının yükseltilmesi ve sermaye yeterliliğinin hesaplanmasında ihtiyaç kredilerinin risk ağırlığının artırılması gibi araçlara başvururken; TCMB, cari açık ve kısa vadeli sermaye girişlerine karşı düşük politika faizini kullanmış, bankaların fonlama maliyetlerini yükselterek kredi hacmi ve likiditenin daraltılması için geniş faiz koridoru ve zorunlu karşılıkların artırılması uygulamalarına yönelmiştir. Sıkılaştırıcı tedbirler olarak tanımlanan bu uygulamalardan zorunlu karşılıklar 2011 yılının ikinci yarısından itibaren düşürülerek genişletici ve rezerv artırıcı bir eğilim yansıtılmıştır. TCMB, diğer yandan sermaye girişleri, konjonktürel ortam ve beklentileri dikkate alarak döviz arz ve talebindeki dengeyi sağlamak amacıyla bazı dönemler döviz alım, bazı dönemler döviz satım ihaleleri gerçekleştirmiştir. (TCMB, 2012; TCMB, 2011b) Faiz koridorunun önemi ise, üst sınırın fonlama maliyetinin ulaşabileceği azami düzeye işaret etmesidir.

Bankaları etkileyen ve TCMB tarafından yönlendirilen temel enstrümanlardan biri faiz oranıdır. Politika faiz oranı veya faiz koridoru dışında bankaların gerçekleştirdikleri işlemlerin fonlama miktarı ve maliyetini etkileyen piyasalar da mevcuttur. Operasyonel çerçevede; İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) bünyesinde Repo-Ters Repo Pazarı'nda borç verme (repo) ve borçlanma (ters repo) oranları ve TCMB bünyesindeki Bankalararası Para Piyasası'nda gecelik vadede uygulanan borçlanma ve borç verme oranları piyasa açısından gösterge niteliği taşımaktadır.

Bankacılık sisteminde likidite fazlası bulunması durumunda gecelik piyasa faiz oranları TCMB'nin borçlanma faiz oranı düzeyinde belirlenirken; likidite açığının ortaya çıkması halinde ise piyasalarda, temel fonlama aracı olan repo ihale faizleri referans alınmaktadır. Merkez bankası yükümlülükleri ile bankacılık sektörünün kullanılabilir fonları arasında ters yönlü bir ilişkinin bulunduğu belirtilebilir. Merkez bankası yükümlülüklerinin artması halinde piyasa likiditesinde daralma meydana gelmekte, bankacılık sisteminin rezervleri azalmaktadır. (Güler, 2009, s. 5)

IV. Küresel Kriz Ortamında Merkez Bankası Bilançoları ve TCMB Analitik Bilançosunun Gelişimi

A. Küresel Kriz Ortamında Merkez Bankası Bilançolarının Gelişimi

Son dönemde merkez bankası bilançolarına yönelik ilgi, ilk olarak 1997-1998 Asya finansal krizi sırasında artmıştır. Finansal kırılganlıklara karşı uluslararası rezervlerin taşıdığı önem artmış ve krizin derin etkilerini hisseden ülkelerin rezervleri sonraki dönemlerde hızlı şekilde artmıştır. Sözkonusu artışa paralel olarak, parasal büyüklükler ve sterilizasyon amaçlı tahvil ihracı gibi parasal yükümlülüklerin düzenlenmesi ayrı bir önem kazanmıştır. Merkez bankası bilançolarına önem kazandıran son gelişme ise içinde bulunulan küresel krizdir. Kriz ortamında finansal kurum ve ürünlere olan güven azalmış, merkez bankaları ekonomiyi desteklemek amacıyla politika faiz oranlarını düşürmüş, piyasaya borç vermiş ve uzun vadeli varlıkları satın almıştır. (Caruana, 2011)

Son küresel ekonomik krize ilk dönemlerde ABD, Avrupa ve İngiltere benzer şekilde tepki göstermiş, geleneksel olmayan yöntemlerle müdahalelerde bulunmuş, varlık alımı gerçekleştirerek piyasaya likidite sunmuş, faizleri sıfıra yakın düzeylere çekmişlerdir. Ancak bu önlemler etkisiz kalmış, 2010 yılından itibaren politikalarda farklılıklar görülmüştür. Mayıs 2006-Mayıs 2012 döneminde merkez bankalarının bilançosundaki genişlemeye bakıldığında, ABD’de (FED) %230, Avrupa Merkez Bankası’nda (ECB) %170, İngiltere’de (BoE) %300 oranında muazzam büyüme oranları kaydedilmiştir. Bilanço aktifleri açısından yaklaşım farklılıkları bulunmaktadır. ABD hazine tahvili gibi risksiz varlık alımına yoğunlaşmış, bankalara az miktarda borç kaynak vermiş; Avrupa Merkez Bankası ise riskli olarak tanımlanabilecek varlık alımı yapmış ve zayıf bankalara yüksek tutarlı borç vermiştir. (European Parliament, 2012, ss. 8-14)

Euro’nun nakit olarak kullanılmaya başlandığı 2002 yılından, mevcut finansal krizin başlangıcı 2007 yılına kadar Avrupa Merkez Bankası bilançosunda gözlemlenen değişikliklerin %90’ı emisyondaki gelişmelerden kaynaklanmıştır. Ancak 2007 yılından sonra yükümlülüklerde yaşanan artış emisyon, banka rezervleri, sermaye ve diğer yükümlülüklerden kaynaklanmıştır. Kriz döneminde özellikle gecelik mevduatta artış yaşanmış; bu durum ise bankaların birbirlerine güvenmemeleri nedeniyle kredi mekanizmasının işlememesi ve merkez bankasından ödünç alma veya fon fazlalarının merkez bankasında değerlendirilmesinden kaynaklanmıştır. Merkez bankası bilançosunun aktif tarafında ise kredi işlemlerinden kaynaklı alacaklarda ciddi artış olmuş, altın rezervlerinin tutarı altın fiyatlarındaki artışın da etkisiyle ikiye katlanmıştır. (Valimaki, 2011, ss. 38-43) Avrupa Merkez Bankası’nın bilanço bileşimine bakıldığında, 2007-2011 döneminde yükümlülükler içinde emisyonun payı %44’den %32’ye gerilerken, banka rezervlerinin payı %25’ten %31’e yükselmiştir. Kriz öncesinde Avrupa Merkez Bankası’nın bilanço

büyükliğünün milli gelire oranı %10-11 iken, 2011 yılında %30'a yükselmiştir. (Amol Agrawal, 2012)

ABD'de 2007 yılında milli gelirin %6-7'si olan FED bilanço büyüklüğü 2011 yılında %19,4'e yükselmiştir. FED'in bilanço bileşimine bakıldığında ise, özellikle banka rezervlerinin payında keskin yükseliş yaşanmış, 2007 yılında yükümlülükler içinde %2 payı olan banka rezervleri 2011 yılında %53'lük paya sahip olmuş; emisyonun payı ise %87'den %35'e gerilemiştir. (Amol Agrawal, 2012)

Gelişmiş ülkelerin merkez bankası bilanço büyüklükleri, 2007 yılına göre iki kattan fazla artarak toplam 8 trilyon USD'ye ve milli gelirin yüzde %20'sine ulaşmıştır. Söz konusu genişleme enflasyon ve finansal istikrara ilişkin endişeleri artırmıştır. (Caruana, 2011)

Gelişen Asya ekonomilerinde merkez bankası bilançolarının son dönemde hızlı şekilde genişlemesi ve bunun etkilerine yönelik yaptıkları çalışmada Filardo ve Yetman (2012, ss. 47-56); gelişen 9 Asya ülkesinin 2001 yılında 1,1 trilyon USD olan konsolide merkez bankası bilanço büyüklüğünün 2011 yılında 6,4 trilyon USD'ye yükseldiğini; bazı ülkelerde merkez bankası bilançosunun milli gelirin %100'üne ulaştığını; ama bu oranın ortalamada %35 olduğunu belirtmiştir. Çalışmada, merkez bankası bilançosundaki hızlı ve büyük genişlemenin, parasal büyüklüklerdeki artış nedeniyle yüksek enflasyon oluşturacağı endişesinin bulunduğu; ancak merkez bankalarının parasal olmayan diğer yükümlülüklerini genişletmeye başvurarak, sterilizasyon yoluyla bu baskıları hafiflettiği ve enflasyon riskinin oluşmadığı belirtilmiştir. Diğer yandan döviz alım ve sterilizasyon işlemleri nedeniyle ticari bankaların kullandırılabilir kredi kaynaklarının daraldığı gözlemlenmiştir. Ancak Çin ve Hindistan'da döviz rezervlerindeki hızlı artışa kredi hacmindeki artış da eşlik etmiştir.

ABD ve Avrupa başta olmak üzere merkez bankalarının bilançolarındaki hacimli genişlemenin, reel ve finans sektörünü sarsan yapısal ve köklü sorunların para politikasıyla çözümlenmeye çalışıldığını gösterdiği, ancak büyük ve yaygın sorunların çözümünün parasalci yaklaşımların boyutunu aştığı ifade edilmekte; bu nedenle merkez bankası bilançolarındaki genişlemenin ilerleyen dönemlerde enflasyon gibi sorunları gündeme getireceği ve bir süre sonra mevcut sorunlar karşısında para politikasının yeterli etkinliği gösteremeyebileceği belirtilebilir.

B. TCMB Analitik Bilançosu ve Para Arzı Göstergelerinin Gelişimi

Küresel krizin etkilerini göstermeye başladığı 2007 sonu ile 2011 sonu arasındaki dönemde TCMB analitik bilançosunda gerçekleşen değişim Tablo 2.'de gösterilmektedir.

Tablo 2. TCMB Analitik Bilançosunun Gelişimi (2007-2011)

Bin TL	2007	2008	2009	2010	2011	2007-2011 Değişim (%)
VARLIKLAR	106.624.807	113.458.778	110.026.310	128.463.527	146.213.614	37
Dış Varlıklar	90.891.087	114.963.634	115.414.658	135.575.254	173.108.774	90
İç Varlıklar	15.733.720	-1.504.856	-5.388.347	-7.111.727	-26.895.161	-271
- Nakit İşlemler	11.023.133	4.872.367	-378.244	134.123	-6.696.446	-161
- Hazine Borçları	16.887.784	13.602.438	8.644.171	7.924.719	7.741.330	-54
- Bankacılık Sektörüne Açılan Nakit Krediler	374	389	485.836	689.345	3.049.858	815.370
- TMSF'na Kullandırılan Krediler	-	-	-	-	-	-
- Diğer Kalemler	-5.865.025	-8.730.460	-9.508.250	-8.479.942	-17.487.633	198
- Değerleme Hesabı	4.710.587	-6.377.223	-5.010.104	-7.245.849	-20.198.714	-529
- IMF Acil Yardım Takip Hesabı (Hazine)	-	-	-	-	-	-
YÜKÜMLÜLÜKLER	106.624.807	113.458.778	110.026.310	128.463.527	146.213.614	37
Toplam Döviz Yükümlülükleri	51.834.376	58.758.027	59.294.454	57.846.218	93.059.973	80
- Dış Yükümlülükler	19.912.752	22.127.634	22.917.373	21.002.915	21.779.279	9
- İç Yükümlülükler	31.921.624	36.630.393	36.377.081	36.843.303	71.280.694	123
- Döv.Ol.Tak.Ol. Mevduat	12.248.217	14.927.741	15.903.617	7.498.754	8.285.586	-32
- Bankaların Döviz Mevduatı	19.673.407	21.702.652	20.473.464	29.344.549	62.995.108	220
Merkez Bankası Parası	54.790.431	54.700.751	50.731.856	70.617.309	53.153.641	-3
Rezerv Para	46.547.980	62.967.175	64.723.456	75.986.989	84.047.396	81
- Emisyon	27.429.389	31.743.434	38.340.278	48.937.560	55.103.174	101
- Bankalar Mevduatı	18.920.584	30.941.828	26.178.667	26.805.959	28.782.059	52
- Bankalar Zorunlu Karşılıkları	-	-	-	-	-	-
- Bankalar Serbest İmkani	18.920.584	30.941.828	26.178.667	26.805.959	28.782.059	52
- Fon Hesapları	92.410	142.565	135.652	104.696	107.989	17
- Bank Dışı Kesimin Mevduatı	105.597	139.348	68.859	138.774	54.174	-49
Diğer Merkez Bankası Parası	8.242.451	-8.266.424	-13.991.600	-5.369.680	-30.893.755	-475
- Açık Piyasa İşlemleri	3.911.210	-10.125.625	-18.917.404	-10.913.061	-39.128.657	-1.100
- Kamunun TL Mevduatı	4.331.241	1.859.201	4.925.804	5.543.381	8.234.901	90

Kaynak: TCMB, İstatistiki Veriler, <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>

2007-2011 döneminde varlıklar %37 oranında bir büyüme göstermiş; alt ana hesaplara bakıldığında, dış varlıklar %90 artarken, iç varlıklar %271 azalmıştır. Aktiflerde dış varlıkların ağırlığının artması ve dış varlıkların dış yükümlülüklerden yüksek olması, gelişmekte olan ve dış ticaret açığı veren Türkiye açısından olumlu bir gelişmedir.

Pasifleri oluşturan yükümlülükler içinde, döviz yükümlülüklerinin %80 arttığı, TL yükümlülükleri gösteren MBP'nin ise %3 küçüldüğü görülmektedir. Bilançonun finansmanında artan döviz yükümlülüklerinin alt kalemleri incelendiğinde; dış kesime olan döviz yükümlülükleri %9 artarken, yurt içi kesime olan döviz yükümlülükleri %123, bankaların döviz mevduatı ise %220 yükselmiştir.

MBP'nin alt bileşenlerinden olan rezerv para 2007-2011 döneminde %81 artmış, bu artışı %101 yükseliş ile emisyon beslemiş; bankalar mevduatı %52 artarken, banka dışı kesimin mevduatı %49 azalmıştır. Rezerv paraya açık piyasa işlemlerinin eklenmesiyle ulaşılan parasal taban ise aynı dönemde %11 daralmıştır. Rezerv paradaki %81'lik artışa karşın parasal tabanda gözlemlenen sözkonusu düşüş, açık piyasa işlemlerinden 2007 yılında 3,9 milyar TL'lik yükümlülük oluşmasına karşın (net olarak likidite fazlasının çekilerek bankalara borçlu olunması), 2011 sonunda açık piyasa işlemlerinin terse dönüp, 29,7 milyar TL'lik alacağın oluşmasıdır. Açık piyasa işlemlerinden alacaklı olunması (piyasaya borç verilmesi) durumunda, parasal taban rezerv paraya göre düşük kalmaktadır. Açık piyasa işlemleri sonucunda 2008 yılından itibaren merkez bankası piyasaya borç vererek alacaklı konuma geçmiştir. Bu durum ise, küresel krizin yansımalarının doğurduğu likidite ayarlaması ihtiyacının bir gereği olarak piyasaya likidite sunulduğu şeklinde değerlendirilebilir. Emisyon artışının piyasanın likidite ihtiyacına yeterince yanıt verememesi ve tercihler açık piyasa işlemlerinin kullanılmasına yol açmıştır.

Analitik bilançonun temel büyüklüklerinin yıllık değişim oranı Tablo 3.'de gösterilmektedir.

Tablo 3. Analitik Bilançonun Bazı Ana Kalemlerinin Yıllık Büyüme Oranı

	2007	2008	2009	2010	2011
Bilanço Yıllık Büyüme Oranı	2	6	-3	17	14
Emisyon Yıllık Büyüme Oranı	2	16	21	28	13
Rezerv Para Yıllık Büyüme Oranı	12	35	3	17	11
Parasal Taban Yıllık Büyüme Oranı	17	5	-13	42	-31
Merkez Bankası Parası Yıllık Büyüme Oranı	31	0	-7	39	-25
Döviz Yükümlülüklerinin Yıllık Büyüme Oranı	-17	13	1	-2	61
Dış Varlıkların Yıllık Büyüme Oranı	-1	26	0	17	28

Kaynak: TCMB, İstatistik Veriler, <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>

Analitik bilançonun yıllık büyümesine bakıldığında, 2008 yılında %6'lık büyüme gerçekleşirken, 2009 yılında açık piyasa işlemleri kaynaklı olarak parasal taban ve MBP'de daralmanın etkisiyle %3'lük küçülme yaşanmış, 2010 yılında parasal taban ve MBP'de genişlemenin etkisiyle %17'lik büyüme, 2011 yılında ise dış varlıklardaki artış nedeniyle %14'lük büyüme görülmüştür. Döviz yükümlülüklerinde 2008 yılında %13, 2009 yılında %1'lik büyüme

olmasına karşın, 2010 yılında %2'lik küçülme, 2011 yılında bankaların merkez bankasında tuttıkları döviz mevduatındaki %114'lük artış nedeniyle %61'lik yükselme yaşanmıştır. Dış varlıklar ise 2009 yılında aynı düzeyde kalırken, 2010 ve 2011 yıllarında artmıştır.

Analitik bilançoda yer alan bazı ana kalemlerin bilanço içi ağırlıkları ve gelişimleri Tablo 4.'de gösterilmektedir.

Tablo 4. *Analitik Bilançonun Temel Rasyoları*

Temel Rasyolar	2007	2008	2009	2010	2011
Emisyon / Toplam Yükümlülükler	26	28	35	38	38
Emisyon / Merkez Bankası Parası	50	58	76	69	104
Rezerv Para / Toplam Yükümlülükler	44	55	59	59	57
Rezerv Para / Merkez Bankası Parası	85	115	128	108	158
Parasal Taban / Toplam Yükümlülükler	47	47	42	51	31
Parasal Taban / Merkez Bankası Parası	92	97	90	92	85
Merkez Bankası Parası / Toplam Yükümlülükler	51	48	46	55	36
Dış Yükümlülükler (Döviz) / Toplam Döviz Yükümlülükleri	38	38	39	36	23
İç Yükümlülükler (Döviz) / Toplam Döviz Yükümlülükleri	62	62	61	64	77

Kaynak: TCMB. İstatistiki Veriler, <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>

2007-2011 döneminde rezerv paranın ve bu büyüklüğün bir kalemi olan emisyonun yükümlülükler içindeki ağırlığı belirgin şekilde artmış; emisyonun payı %26'dan %38'e, rezerv paranın payı %44'den %57'ye yükselmiştir. Benzer artışlar sözkonusu kalemlerin MBP içindeki ağırlığında da gözlemlenmiştir. Ancak TL yükümlülükleri gösteren MBP'nin toplam yükümlülükler içindeki payı 2007 yılında %51 düzeyinde iken, düzenli olarak azalmaya başlamış ve 2011 sonunda %36'ya gerilemiştir. Bu gerilemenin ana sebebi sözkonusu dönemde MBP ve parasal tabanın alt kalemi olan açık piyasa işlemleri yoluyla piyasaya likidite verilmesi ve dolayısıyla TL yükümlülüklerin azalması ve aynı zamanda bankaların döviz mevduatlarında görülen çarpıcı artıştır.

Dış kesime olan döviz yükümlülüklerinin toplam döviz yükümlülüklerine oranı %38'den %23'e gerilemiş; döviz yükümlülüklerinin toplam yükümlülükler içindeki payı %49'dan %64'e yükselmiştir. Bilançoda MBP'nin payında düşüş ve döviz yükümlülüklerinin payındaki artış istenmeyen bir durum olmakla birlikte, dış açık veren gelişmekte olan ülkelerde küresel kriz koşullarının şekillendirdiği kaçınılmaz ve zorunlu bir yönelim olarak belirtilebilir.

Merkez bankasının aktif kalitesi ve yükümlülüklerini karşılayabilme gücünü yansıtan önemli bir değer ve gösterge ise uluslararası rezervlerdir. TCMB'nin uluslararası rezervleri Tablo 5.'de gösterilmektedir.

Tablo 5. Merkez Bankası Rezervleri

Milyon USD	2007	2008	2009	2010	2011
Merkez Bankası Brüt Döviz Rezervleri	71.568	69.715	70.689	80.696	77.756
Altın	3.123	3.229	4.121	5.264	10.090

Kaynak: TCMB. İstatistiki Veriler, <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>

2007-2011 döneminde 71,5 milyar USD'lik döviz rezervinin 77,7 milyar USD'ye; 3,1 milyar USD'lik altın rezervinin 10 milyar USD'ye yükseldiği görülmektedir.

Temel para arzı tanımlarından hareketle TCMB tarafından oluşturulan para arzı büyüklükleri Tablo 6.'da gösterilmektedir.

Tablo 6. Para Arzının Gelişimi

000.- TL	2007	2008	2009	2010	2011	2007-2011 Değişim (%)
M1	72.673.185	83.523.458	107.051.398	136.236.864	148.042.798	104
- Dolaşımdaki Para	25.295.505	29.894.851	34.289.353	44.368.280	49.408.347	95
- Dolaşıma Çıkan Banknot + Madeni Para	27.598.754	33.603.157	38.817.047	49.766.418	55.039.983	99
- Banka Kasaları (-)	2.303.248	3.708.306	4.527.694	5.398.137	5.631.636	145
- Vadesiz Mevduat (TL)	25.840.149	30.648.043	44.737.540	59.611.531	55.242.100	114
- Vadesiz Mevduat (YP)	21.537.530	22.980.564	28.024.504	29.905.087	31.586.416	47
M2	343.417.896	437.699.247	494.024.148	587.814.547	655.522.524	91
- Vadeli Mevduat (TL)	181.605.426	240.070.969	266.610.255	330.176.675	360.977.490	99
- Vadeli Mevduat (YP)	89.139.284	114.104.820	120.362.496	123.752.974	158.308.171	78
M3	369.184.752	461.545.335	520.674.414	616.200.874	693.068.891	88
- Repo	5.164.059	3.404.708	3.599.806	3.946.153	6.722.850	30
- Para Piyasası Fonları (B Tipi Likit Fonlar)	20.602.797	20.441.381	23.050.460	23.327.561	20.337.557	-1
- İhraç Edilen Menkul Değerler (*)	-	-	-	1.112.614	10.485.960	-

Kaynak: TCMB. İstatistiki Veriler, <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>

* Bankalarca İhraç Edilen Menkul Değerler kalemi 31.12.2010 tarihinden itibaren M3 para arzı tanımına ilave edilmiştir.

2007-2011 döneminde dolaşımdaki para ve vadesiz mevduatı içeren M1 para arzı %104 büyürken; M1 ve vadeli hesapları içeren M2 para arzı %91; M2 ve repo, B tipi likit fon ve bankalarca ihraç edilen belli nitelikteki menkul değerleri içeren M3 para arzı %88 genişlemiştir. TL mevduatın artışı yabancı para mevduata göre daha yüksek gerçekleşmiştir.

V. Sonuç

İçinde bulunulan küresel kriz ortamında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere ait para politikaları, parasal büyüklükler ve merkez bankası bilançolarının takibi, ekonominin nabızı ve gelişmelerin yorumlanması açısından artan şekilde önem ve öncelik kazanmış; iktisadi birimler merkez bankası bilançosundaki değişimleri daha dikkatle izlemeye başlamışlardır. Yasal görev, hedef ve yetkiler kapsamında, Türkiye’de izlenecek para politikasının tespiti ve tatbikinden sorumlu olan TCMB, hedefleri ve konjonktür doğrultusunda varlık ve yükümlülüklerini değiştirmek ve kontrol alanındaki faiz oranlarını belirlemek suretiyle ekonomik aktivitelere ve likidite koşullarına yön vermektedir.

Türkiye küresel kriz ortamının farklı evrelerinde, konjonktür ve beklentilere bağlı olarak, genişleyici ve sıkı ekonomi politikaları uygulamıştır. TCMB para politikası kapsamında temelde politika faizi, faiz koridoru, zorunlu karşılık ve döviz işlemleri uygulamalarıyla piyasadaki likidite ve fonların miktar ve maliyetini etkilemiş, bu etkiler iktisadi birimlerin davranışlarına yansımıştır. TCMB’nin kullandığı araçlar, bu araçların değişimi ve etkileri TCMB analitik bilançosundan izlenebilmektedir.

Çalışmada, merkez bankacılığının tarihsel süreç içinde farklılaşan temel işlevleri ile ABD ve Avrupa’da merkez bankalarının bilançolarında meydana gelen değişimlere yer verilmiş; TCMB analitik bilançosunun yapısı ile varlık ve yükümlülüklerin ifade ettiği anlam açıklandıktan sonra 2007-2011 döneminde TCMB bilançosu ve para arzı büyüklüklerindeki gelişmeler analiz edilmiştir.

TCMB analitik bilançosunun 2007-2011 dönemine ilişkin gelişimi dikkate alındığında; varlıkların %37 oranında bir büyüme gösterdiği, bu büyümenin dış varlıkların %90 oranında genişlemesi, iç varlıkların ise %271 oranında azalması sonucu gerçekleştiği görülmüştür. Aynı dönem için yükümlülükler değerlendirildiğinde, döviz yükümlülükleri %80 artmış; yurt içi kesime olan döviz yükümlülüklerinin %123, bankaların döviz mevduatının ise %220 oranında yükselmesi bu artışı sağlamıştır. Döviz yükümlülüklerinin payında artış yaşanması, küresel kriz koşullarının sebebiyet verdiği istenmeyen bir durum olarak belirtilebilir. Diğer yandan, aktiflerde dış varlıkların ağırlığının artması ve dış varlıkların dış yükümlülüklerden yüksek olması, gelişmekte olan ve dış ticaret açığı veren Türkiye açısından olumlu bir gelişmedir.

2007-2011 döneminde TL yükümlülükleri gösteren MBP %3 küçülmüş, toplam yükümlülükler içindeki payı ise %51 düzeyinden %36’ya gerilemiştir. TL yükümlülüklerin alt bileşenlerinden olan rezerv para 2007-2011 döneminde %81 artarken, emisyon %101, bankalar mevduatı %52 yükselmiştir. Rezerv paraya açık piyasa işlemlerinin eklenmesiyle ulaşılan parasal taban ise aynı dönemde %11 daralmıştır. Emisyonun yükümlülükler içindeki payı %26’dan %38’e, rezerv paranın payı %44’dan %57’ye yükselmiştir. Parasal tabanda gözlemlenen %11’lik düşüş ise, açık piyasa işlemleri kanalıyla piyasaya likidite

verilerek TCMB'nin alacaklı konuma geçmesinden kaynaklanmıştır. Piyasanın likidite talebi emisyonun yanısıra açık piyasa işlemlerinin kullanılmasına yol açmıştır.

Para arzı göstergeleri incelendiğinde 2007-2011 döneminde M1 para arzı %104, M2 para arzı %91, M3 para arzı %88 genişlemiştir. TL mevduatın artışı yabancı para mevduata göre daha yüksek gerçekleşmiştir.

ABD ve Avrupa'da merkez bankası bilançolarının 2-3 kat büyüdüğü, emisyonun yükümlülükler içindeki payının azaldığı ve aktifler içinde riskli varlıkların arttığı; makroekonomik açıdan ise borç büyüklükleri, ihrac pazarlarındaki talep, küresel risk iştahı, emtia fiyatları, alternatif piyasalardaki getiri ve maliyetler gibi parametrelerin öne çıktığı gözlenmektedir. Parasal genişlemenin damgasını vurduğu profil karşısında para politikalarının istenen etkileri yaratma gücü zayıflamaktadır. TCMB'nin hedefler ve konjonktür bağlamında belirlediği para politikası uygulamalarının istenen sonuçları vermesinde, bir süre daha etkilerinin devam etmesi kaçınılmaz görünen küresel kriz ortamında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin izledikleri iktisadi politikaların belirleyici olacağı düşünülmektedir. Bu nedenlerle, TCMB bilançosunun analizinin daha anlamlı kılınması için, referans alınan diğer ülke merkez bankalarının bilanço ve para politikalarının yakından takibi önem kazanmıştır.

Kaynaklar

- Agrawal, A., (2012), "Comparing Balance Sheets: RBI with Select Central Banks", [http://www.stcipd.com/UserFiles/File/Comparing Balance Sheets – RBI with Select Central Banks.pdf](http://www.stcipd.com/UserFiles/File/Comparing_Balance_Sheets_-_RBI_with_Select_Central_Banks.pdf)
- Başçı, E. ve Kara, H., (2011), "Finansal İstikrar ve Para Politikası", *TCMB Çalışma Tebliği*, No: 11/08.
- Bernanke, B.S., Laubach, T., Mishkin, F.S. ve Posen, A.S., (1999), *Inflation Targeting: Lessons From International Experience*, Princeton: Princeton University Press.
- Bernanke, B.S. ve Mishkin, F.S., (1997), "Inflation Targeting: A New Framework For Monetary Policy", *NBER Working Paper Series*, No:5893.
- Caruana, J., (2011), "Why Central Bank Balance Sheet Matters", Bank For International Settlements, Keynote Address at the Bank of Thailand–BIS conference on "Central Bank Balance Sheets in Asia and the Pacific: the Policy Challenges Ahead".
- Emil, F. ve Ata, D., (1998), "Para Politikaları Uygulamaları Açısından Merkez Bankası Bilançosu", *Hazine Dergisi*, Sayı: 9.
- Erdoğan, S., (2005), "Alternatif Para Politikası Stratejileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme", *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (9), ss. 34-54.

- European Parliament, (2012), Central Banks in Times of Crisis: The FED Versus the ECB.
- Filardo, A. ve Yetman, J., (2012), "The Expansion of Central Bank Balance Sheets in Emerging Asia: Where are the Risks", *BIS Quarterly Review*, June, ss. 47-63.
- Güler, H., (2009), "Likidite Yönetimi Çerçevesinde Dolaşımdaki Para Hacminin Modellenmesi ve Likidite Tahmini", *TCMB Uzman Yeterlilik Tezi*.
- Kara, A.H., (2012), "Küresel kriz Sonrası Para Politikası", *TCMB Çalışma Tebliği*, No: 12/17.
- Kuttner, K.N., (2004), "The Role of Policy Rules in Inflation Targeting", *Federal Reserve Bank of St. Louis*, July-August 2004.
- Orhan, O.Z. ve Erdoğan, S., (2006), *İktisada Giriş*, 2. Basım, İstanbul: Avcı Ofset.
- Önder, N.A.G., (2008), "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Temel Bilanço Büyüklükleri ve Enflasyonun Açıklanmasındaki Göreli Önemi, 1990-2007", *TCMB Uzman Yeterlilik Tezi*.
- Süreyya, S., (1997), "TCMB Vaziyeti ve Anlamı", TCMB Yayını, www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/ss/SSerdengecti.pdf(giriş tarihi 01/04/2007).
- TCMB, (2012), *Finansal İstikrar Raporu Kasım 2011*.
- TCMB, (2011a), *Merkez Bankalarında Rezerv ve Risk Yönetimi*
- TCMB, (2011b), *Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2011*.
- TCMB, (2010), *2011 Yılında Para ve Kur Politikası*.
- TCMB, (2007), *2008 Yılında Para ve Kur Politikası*.
- TCMB, (2006a), *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosu Açıklamalar, Rasyolar ve Para Politikası Yansımaları*.
- TCMB, (2006b), *Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı*.
- TCMB, *İstatistiki Veriler*, <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>
- TCMB, *Para Arzı Sunumu*, http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/parabank/d_diger_pas.html)
- Valimaki, T., (2011), "Central Banking and Balance Sheet Risks", *Bank of Finland Bulletin*, 4, ss. 37-48.
- Yardımcı, P., (2006), "Merkez Bankası Bilanço Kalemlerininpara Politikalarını Yönlendirmedeki Rolü", *Selçuk Üniversitesi Karaman İİBF Dergisi*, Sayı: 11, Yıl: 9, ss. 156-170.