

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası için Faizsiz Likidite Yönetimi ve Para Politikası Aracı Önerileri

Zeyneb Hafsa Orhan

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası için Faizsiz Likidite Yönetimi ve Para Politikası Aracı Önerileri

Ö Z E T

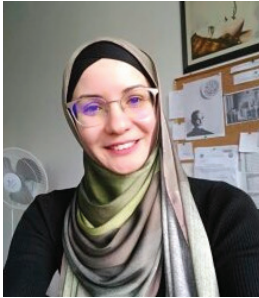
Bu politika raporunun amacı, dünyada çeşitli ülkelerde giderek yaygınlaşan kullanıma sahip faizsiz para politikası araçlarına yönelik olarak Türkiye için önerilerde bulunmaktadır. Buna gerek duyulmasının temel sebebi, belirli bir büyüklüğe erişmiş olan katılım finans kurumları ve özelde katılım bankaları ile Merkez Bankası arasındaki ilişkilerin daha etkin bir hale getirilmesidir. İlâveten, para politikası araçlarının çeşitlendirilmesi de önem arz etmektedir. Rapor kapsamında önerilerde bulunulurken örnek ülkelerdeki uygulamalar ve Türkiye'deki mevcut durum dikkate alınmıştır. Netice itibarıyla 9 ayrı araç incelenmiş ve bunların uygulanabilir olup olmadığı hakkında sebepleriyle birlikte değerlendirilmede bulunulmuştur.

Anahtar Kelimeler: Merkez bankası, Türkiye, para politikası, para politikası araçları, faizsiz para politikası araçları

Atıf: Orhan Z. H. (2021). *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası için Faizsiz Likidite Yönetimi ve Para Politikası Aracı Önerileri*, (Politika Notu: 2021/24). İstanbul: İLKE İlim Kültür Eğitim Vakfı. DOI:<http://dx.doi.org/10.26414/pn024>

Teşekkür: Bu raporunda hazırlanmasında tecrübelerinden faydalandığım Pakistan Merkez Bankası çalışanı Dr. Sajjad Zaheer'e teşekkür ederim. İlâveten, ilgili konudaki doktora tezinden ve yaptığı yayınlardan faydalandığımız, metnin de taslak halini okuyup kıymetli katkılarda bulunan Dr. Fatih Kazancı'ya çok teşekkür ederim.

Y A Z A R H A K K I N D A



Zeyneb Hafsa Orhan, Bahçeşehir Üniversitesi ekonomi (tam burslu) bölümü mezunudur. Doktora tezi, katılım bankacılığındaki ortaklıkların risk analizine ilişkindir. 2015'ten bu yana İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi İşletme ve Yönetim Bilimleri Fakültesi'nde görev yapmaktadır. Bankacılık ve sigortacılık ana alanı, katılım bankacılığı alt alanında doçent ünvanına sahiptir.



İLKE Vakfı, toplumsal meselelerle ilgili bilgi, politika ve strateji üreten, karar alıcılara yol gösterecek araştırmalar yapan ve gelecek için gerekli birikimin oluşmasına katkı sağlayan bir sivil toplum kuruluşudur.



Bu Politika Notu İslam İktisadı Araştırma Merkezi (İKAM) tarafından hazırlanmıştır. İKAM, yeni bir iktisadi düşüncenin küllü bir şekilde inşası için yetkin fikir ve teorilerin üretilmesini teşvik etmeyi amaçlamaktadır.

Giriş

Para politikası, maliye politikasıyla birlikte bugün dünya genelinde ülkelerin ekonomi yönetimi için kullandığı önemli bir politika türüdür. Gerek dünyada gerekse Türkiye’de para politikası kapsamında kullanılan araçların, yöntemlerin birçoğu faize dayanmaktadır. Oysa bugün dünyanın özellikle bazı bölgelerinde oldukça öneme haiz duruma gelen faizsiz finans kesiminin de ihtiyaçlarını karşılamak adına ve ayrıca para politikası araçlarının çeşitlendirilip para aktarım mekanizmasının daha etkin kullanılabilmesine yönelik olarak “faizsiz para politikası araçları” gündeme gelmektedir. Bugün özellikle Malezya, Pakistan gibi ülkelerde bu tarz araçların ilgili merkez bankalarınca kullanımı söz konusu olmaktadır. Faizsiz finans kesiminin belirli bir seviyeye eriştiği Türkiye açısından ise benzeri politika araçları henüz pek fazla gündeme getirilmemektedir. Bu rapor sayesinde böyle bir gündemin oluşturulup ilgili ön adımların atılmasına yönelik bir harita ortaya konulması amacı güdülmektedir.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası ve Para Politikası

Bugün itibariyle Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) için temel hedef, tıpkı dünyadaki diğer merkez bankalarında olduğu gibi fiyat istikrarını sağlamaktır. Bu kapsamda enflasyon hedefleri belirlenmekte, bu hedeflere erişmek içinse politika faizleri başta olmak üzere diğer para politikası araçları kullanılmaktadır. Bu sayede talep ve enflasyon beklentilerinin yönetilmesi amaçlanmaktadır (TCMB, t.y.a).

2008 finansal krizinin ardından alınan kararlarla TCMB para politikası kapsamında birden fazla faizi araç olarak kullanmaya başlamış, koridor sistemi ile de esnek bir yapı oluşturmaya çalışmıştır. Bunun dışında para politikası araçları olarak zorunlu karşılıklar ve Rezerv Opsiyon Mekanizması gibi araçlar kullanılmaktadır (TCMB, t.y.b). TCMB tarafından mevcutta kullanılan faiz oranları şunlardır:

- TCMB gecelik faiz oranları
- TCMB geç likidite penceresi faiz oranları
- 1 haftalık repo faizi

Faiz politikası dışında TCMB tarafından kullanılan diğer temel geleneksel para politikası araçları ise şunlardan oluşmaktadır:

- Açıkpiyasa işlemleri (APİ) (genel olarak faizli tahvil alım-satımına dayanmaktadır)
- Zorunlu karşılıklar (karşılığında genelde faiz ödemesi yapılmaktadır)
- TL ve döviz likidite araçları

Fakat bu ve diğer likidite yönetimi araçları arasında katılım bankalarının faizsizlik ilkesine uymayan araçlar çoğunlukta olduğu için TCMB'nin özellikle katılım bankalarıyla ilişkilerinde bu anlamda araç çeşitlendirmesine ihtiyaç duyulmaktadır.

Faizsiz Likidite Yönetimi ve Para Politikası Aracı Önerileri

Tablo 1'de Pakistan ve Malezya'daki faizsiz likidite yönetimi ve para politikası ortaya konulup bunlar Türkiye açısından değerlendirilmektedir. Burada katılım bankalarının TCMB ile ilişkilerinde kullanılan ve kullanılabilir olan araçlara yer verilmiş olup katılım bankalarının yalnızca kendi aralarında kullandığı araçlara yer verilmemiştir.¹ Tablo 1'de Pakistan ile Malezya'nın yer almasının temel sebebi, bu ülkelerdeki mevcut araçların geneli yansıtmasıdır.² Tablo 1'deki ürünlerin Türkiye açısından değerlendirilmesi,

Tablo 1'i takiben madde madde ayrıca ele alınmaktadır.

Tablo 1'den takip edilebileceği üzere Pakistan'dan iki, Malezya'dan altı tane olmak üzere toplamda sekiz adet faizsiz likidite yönetimi ve para politikası aracı paylaşılmıştır. Bizi burada asıl ilgilendiren ise bu araçların kullanımının Türkiye açısından değerlendirilmesidir. Buna dair olan sütuna bakılacak olursa şunlar özetlenebilir:

- a. Kısaca bir malın satıcıdan vadeli olarak alınıp bir başka kişiye/kuruma peşin olarak daha düşük fiyatla satılması işlemi olan **teverruk**, üzerinde bütün fıkıh âlimlerinin görüş birliği olmasa da cevaz verilen bir araçtır (organize teverruk hariç). Bu cevazlardan hareketle Türkiye'de de merkez bankası ile katılım bankaları arasındaki ilişkide bir likidite yönetim aracı olarak kullanılabilir. Böylece likidite açığı olan banka nakit para elde edebilecektir. Likit açığı söz konusu olduğunda ise bu işlemin tersi söz konusu olacaktır. Hatta bu yöntem, Kazancı'nın (a.g.e.) da belirttiği üzere katılım bankalarının merkez bankasında tuttuğu zorunlu rezervlere karşılık faiz ödemesi yerine ikame edilebilir. Fakat buradaki önemli mevzu, söz konusu mal alım satımının yapıldığı borsadır. Şu an için bu işlemler sıklıkla Londra Metal Borsası'nda yapılmakta olup fiktif işlem hükmünde kalmaktadır. Bu aracın kullanılabilmesi için gerçek işlemlerin yapıldığı bir borsa yapısına ihtiyaç vardır. Nitekim bu amaçla kullanılabilir bir yapının 2021'de faaliyete

1 Buna dair bir örnek, Malezya'da kullanılan *mübarebe* (emek-sermaye ortaklığı) Bankalararası Yatırım (MII) aracıdır.

2 Diğer ülke örnekleri için bkz. Kazancı (2020, ss. 246-48).

Tablo 1: Katılım Bankalarının Merkez Bankası ile İlişkilerinde Kullanabileceği Faizsiz Likidite Yönetimi ve Para Politikası Araçları

Ülkeler	Faizsiz Likidite Yönetimi Araçları	Türkiye Açısından Durum
Pakistan	a. Mal/emtia murabahası/teverruk*	a. Teverrukla ilgili verilen cevazlar bulunmaktadır fakat hangi borsanın kullanılacağı önemlidir.
	b. Faizsiz Açık Piyasa İşlemleri (API) (icare <i>sukuk</i> ile)(GIS)	b. Fikhi açıdan uygun şekilde yapılandırıldıkları takdirde uygulanabilir.
Malezya	c. Sukuka dayalı Devlet Yatırım Sertifikaları (GIC)	c. Bir önceki şıkta (b şıkkı) bahsi geçenlere ilave çekinceler barındırmaktadır.
	d. Sat ve geri ala dayalı Devlet Yatırım İhracı (GII)	d. Fikhi açıdan oldukça tartışmalı îne satışına dayandığı için uygun değildir.
	e. Varlığa dayalı icare <i>sukuk</i>	e. Sukukla ilgili dile getirilenler ışığında kullanılabilir.
	f. Teminatlı (<i>collateralized</i>) murabaha**	f. Teverrukla ilgili dikkate alınması gerekenlerle birlikte uygulanabilir.
	g. Vedia Kabulü	g. Hibe meselesine dikkat edilerek değerlendirilebilir.
	h. Bank Negara*** Para Sertifikaları-i	h. İncelenebilir bazı kısımları olmakla birlikte ciddi çekinceler içermektedir.

* Bu ürün Malezya'da da mal murabahası programı (CMP) ismiyle yer almaktadır. Pakistan kısmında ele alındığı için ayrıca Malezya kısmına ilave edilmemiştir.

** Bu aracın kaynağı BAE'dir (Birleşik Arap Emirlikleri).

*** Bank Negara Malaysia (BNM), Malezya'nın Merkez Bankası'dır.

Kaynak: Bilgiler ilgili merkez bankalarından alınmış olup yazar tarafından tercüme edilip tabloluşturulmuştur.

- geçmesi söz konusudur; Türkiye Ürün İhtisas Borsası (TÜRİB).
- b. Türkiye'de kira sertifikası olarak bilinen **icare sukukunun** Pakistan özelinde işleyişi kısaca şöyledir; merkez bankası, en geç 1 yıl içerisinde ödemesi yapılmak üzere katılım bankalarını GIS satmak için davet eder. Burada sukuk satmaya hak kazanan katılım bankaları ellerindeki

GIS'leri merkez bankasına transfer eder. Merkez bankası ise isterse bunu vadeye kadar tutar, isterse de likidite fazlalığı olan katılım bankalarına peşin olarak satar. Merkez bankası, vadesi geldiğinde ise vadeli ödemeyi yapar. Bunun Türkiye açısından değerlendirilmesine geçecek olursak, hazinenin ihraç ettiği kira sertifikaları kullanılarak katılım bankaları

- haftalık APİ repo/ters repo piyasasına girilmektedir. Buna da “geri satım vaatli alım/geri alım vaatli satım” işlemi denmektedir. Fakat bugün özellikle hazinenin kira sertifikalarına yönelik bazı tartışmalı hususlar³ giderildikten sonra uygun bir yöntem olarak gözükmektedir.
- c. Malezya'daki mevcut **GIC** de b şikkında bahsi geçen sukuka dayanmakla birlikte burada özellikle dikkat edilmesi gereken husus şudur; bu uygulamada sertifikaların alımı için devlete karz-ı hasen (karşılıksız borç) şeklinde fon sağlanmakta, karşılığında ise hediye olarak bir miktar verilebilmektedir. Bu hediye kısmının adet haline getirilmesi, olayın faizli borca dönmesine sebebiyet verebilecek durumdadır. Dolayısıyla b şikkında dile getirilenlere ilaveten bu hususun ayrıca dikkate alınması gerekmektedir.
- d. **GII**, faizli repo uygulamasına alternatif olarak kullanılmaktadır. Buna göre Malezya hükümeti belirli bir varlığını önceden anlaşılmiş nakit fiyatı üzerinden katılım bankalarına satmakta ve ardından aynı varlığı katılım bankalarından ileride ödenecek daha yüksek bir fiyattan geri satın almaktadır. Böylece alım fiyatı GII formunda menkul kıymetleştirilmektedir. Vadesi geldiğinde ise ilgili meblağ ödenmektedir. Bu işlem, teverrukun ikilisi olan îne satışına dayanmakta olup fıkıhçıların ekseriyeti tarafından cevaz verilmeyen bir uygulamadır. Nitekim Körfez Bölgesi'ndeki âlimler de bunun katılım bankacılığı özelinde uygulanmasına cevaz vermemektedirler. Bu an-
- lamda Türkiye uygulaması için çok tercih edilir olmadığını dile getirebiliriz.
- e. **Varlığa dayalı icare sukuku** da daha önce bahsi geçen kira sertifikaları uygulamasına dayanmaktadır. Daha önce bahsi geçtiği üzere bu araç ülkemizde hazinenin çıkardığı kira sertifikaları ile kullanılmaktadır. Fakat b şikkında dile getirilen fıkhi tartışmalar gözetilerek düzenlemeler yapılması halinde uygulanabilir.
- f. **Teminatlı murabaha**, daha önce bahsi geçen teverruk işleminin teminat (kira sertifikası gibi kıymetli evraklar) gösterilerek gerçekleştirilidir. Katılım bankaları ile merkez bankası arasındaki ödemeler gerçekleşinceye değin ilgili teminat merkez bankasında tutulmaktadır. Bu yöntem, ilgili maddedeki (a şikkı) şerhlerle birlikte Türkiye için kullanılabilir. Böylece TCMB ile katılım bankaları arasında depo ve repo işlemleri için kullanılabilir. Buna yönelik borsa içinse a şikkında dile getirilen TÜRİB bir opsiyon olabilir.
- g. **Vedia kabulü**, Malezya Merkez Bankası'nın (BNM) katılım bankaları arasındaki likidite yönetimine yönelik olarak kullandığı bir araçtır. Burada fazlalık fona sahip bankalar bunu BNM'de tutmaktadır. BNM bunu yaparken vedia sözleşmesine bağlı kalır yani elindeki fonlara karşılık olarak herhangi bir fazlalık ödemekle yükümlü değildir. Fakat isterse hediye veya hibe ödeyebilir. Fakat daha önce de değinildiği üzere bunun adet haline getirilmesi faize kapı açacaktır. Bunun yerine,

3 Bunlara dair bkz. (Bayındır, 2012).

Kazancı (2019) tarafından önerilen tekaruz (karşılıklı karz) yöntemi kullanılabilir.

h. Bank Negara Para Sertifikaları-i, uzun dönemli likidite yönetimi için kullanılmaktadır. Bunlar, BNM tarafından ihraç edilen İslami sertifikalardır. Vadeleri 3 yıllıktır. Bu sertifikalar ya iskonto edilmiş halde ya da kupona dayalı halde ihraç edilmektedir. İlki için Malezya İslami Hazine Bonosu çıkarılmakta iken ikincisi için kâra dayalı Gİİ'lar kullanılmaktadır. Kâr ise şu gibi sözleşmeler üzerinden sağlanmaktadır; murabaha, icare, BBA (bai bithaman ajil)⁴ ve istithmar⁵. Bunlardan iskonto edilmiş olanında iskontonun ters faiz olmasına yönelik fıkhi çekinceler gündeme gelmektedir. Kâra dayalı olan da ise BBA üzerine yapılandırılan şekli, Malezya dışındaki diğer ülkelerde uygun görülmemekte ve uygulanmamaktadır. Istithmar üzerine yapılandırılarda eğer sukuk ile bağlantısı varsa bunda da alacakların satılmasına yönelik fıkhi sorun karşımıza çıkmaktadır. Bir tek murabaha ve icare üzerine olan Para Sertifikaları tekrar değerlendirilebilir gözükmektedir. Ancak genel itibarıyla Bank Negara Para Sertifikaları'nın çok da uygun olmadığı söylenebilir.

Değerlendirme ve Sonuç

Buraya kadar, katılım bankacılığı ile merkez bankası ilişkiler açısından önemli iki ülke olan Pakistan ve Malezya'dan hareketle toplamda 9 adet faizsiz likidite yönetimi ve para politikası aracı incelenmiştir. Bu 9 araç ve Türkiye açısından değerlendirilme neticesi şöyle özetlenebilir:

- Mal/emtia murabahası ya da teverruk, şerhli uygulanabilir
- Kira sertifikaları ile faizsiz API, uygulanmaktadır fakat yeniden ele alınması gereken noktalar vardır
- Sukuka dayalı Devlet Yatırım Sertifikaları, çekinceleri fazla olduğu için ayrıca ince elenip sık dokunarak uygulanabilir
- Sat ve geri ala dayalı Devlet Yatırım İhracı, uygun değildir
- Varlığa dayalı kira sertifikası, uygulanmaktadır fakat yeniden ele alınması gereken noktalar vardır
- Teminatlı murabaha, şerhli uygulanabilir,
- Vedia kabulü, çekinceleri fazla olduğu için ayrıca ince elenip sık dokunarak uygulanabilir
- Bank Negara Para Sertifikaları, uygulanabilir olan bazı kısımları ayrıca incelenmelidir

4 Taksitli kârlı satış olan murabahaya çok benzemekle birlikte peşin ödemesiz taksite dayanması, maliyet ve kârın açıkça söylenmesinin gerekmemesi ve müşterinin malı satın almasının zorunlu olması gibi açılardan farklılaşmaktadır.

5 Istithmar'ın kelime anlamı "yatırım"dır. Burada kastedilen şekliyle "sat ve geri kirala" ve murabaha ile gerçekleştirilen birleşik yapılara yatırım yapılmasıdır.

İLKE POLİTİKA NOTU

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası için Faizsiz
Likidite Yönetimi ve Para Politikası Aracı Önerileri

Bunlardan hani araca neden şerh düşüldüğü ve neden kısmen uygulanabilir olduğı yukarıda detaylı bir şekilde incelenmiştir.

Bunun dışında şü ilave bilgileri vermekte yarar vardır; Malezya, fıkhi mezhebi açısından Körfez Bölgesi ve Türkiye ile aynı konumda bulunmamaktadır. Orada kullanılıp diğer yerlerde kullanılmadığından bahsedilen araçlara yönelik ifadelerin arka planında yatan temel sebep budur.

İlaveten, yukarıda listelenen ürünlere ek olarak şü gibi araçlar dile getirilebilir; yukarıda

dipnotta belirtildiğı üzere Malezya'da yalnızca katılım bankaları arasında kullanılan *müdarabe* (emek-sermaye ortaklığı) Bankalararası Yatırım (MII) aracı ve g şikkında dile getirilen tekaruz.⁶

Son olarak, Malezya'daki temel para hedeflemesinde politika oranı olarak yalnızca faiz oranı kullanılmaktadır. Buna yönelik bir öneri olarak Kazancı (2020b), gerçekleşen GSYİH'ye (gayri safi yurt içi hâsıla) dayalı politika getiri oranını dile getirmektedir.

6 Türkiye'deki katılım bankalarınca mevcutta uygulanan yatırım vekâleti tartışmalı bir araçtır. Dolayısıyla burada ayrıca zikredilmemiştir (Bu konuya dair bkz. Özdemir ve Kapıcı, 2020). Enflasyona endeksli karz sözleşmeleri opsiyonu ise enflasyon endekslemesine yönelik tartışmalar dolayısıyla ayrıca yer almamıştır.

Kaynakça

Bayındır, S. (2012). Hazinesin Çıkardığı Kira Sertifikaları Helal mi?, 8 Şubat 2021 tarihinde şu adresten erişilmiştir: <https://www.suleymaniyevakfi.org/islam-iktisadi/hazinesin-cikardigi-ki-ra-sertifikalari-helal-mi.html>

Kazancı, F. (2020a). *Merkez Bankaları ve Faizsiz Bankacılık*, İstanbul: İktisat Yayınları.

Kazancı, F. (2020b). Merkez Bankalarının İkili Finansal Sistemde Kullandıkları Parasal Aktarım Mekanizmasına Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Örneği Üzerinden Faizsiz bir Yaklaşım, İslam Ekonomisi ve Finansı Dergisi, Cilt 6, No. 2, ss. 275-311.

Kazancı, F. (2019). Merkez Bankalarının Faizsiz Para Piyasası Yöntemlerine Yeni Bir Örnek: Tekaruz Yöntemi, *Journal of Islamic Economics and Finance*, Cilt 5, No. 2, ss. 65-96.

Özdemir, M., ve Kapıcı, N. (2020). Katılım Bankacılığında Kullanılan Yatırım Vekaleti Hesaplarının Fıkhi ve İktisadi Tahlili, *Sakarya Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi*, Cilt 22, Sayı 42, ss. 343-372.

TCMB (t.y.a). Para Politikası, 13 Mart 2021 tarihinde şu adresten erişilmiştir: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/>

TCMB (t.y.b). Merkez Bankası Para Politikası Çerçevesi, 13 Mart 2021 tarihinde şu adresten erişilmiştir: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Para+Politikasi+Cerceve>

Bu politika raporunun amacı, dünyada çeşitli ülkelerde giderek yaygınlaşan kullanıma sahip faizsiz para politikası araçlarına yönelik olarak Türkiye için önerilerde bulunmaktadır. Buna gerek duyulmasının temel sebebi, belirli bir büyüklüğe erişmiş olan katılım finans kurumları ve özelde katılım bankaları ile Merkez Bankası arasındaki ilişkilerin daha etkin bir hale getirilmesidir. İlaveten, para politikası araçlarının çeşitlendirilmesi de önem arz etmektedir. Rapor kapsamında önerilerde bulunulurken örnek ülkelerdeki uygulamalar ve Türkiye'deki mevcut durum dikkate alınmıştır. Netice itibarıyla 9 ayrı araç incelenmiş ve bunların uygulanabilir olup olmadığı hakkında sebepleriyle birlikte değerlendirilmiştir.

İLKE
ilim kültür eğitim vakfı

ikam
İSLAM İKTİSADI ARAŞTIRMA MERKEZİ