

FİNANSAL YENİLİKLER VE PİYASALAR ÜZERİNE ETKİLERİ: Türkiye Örneği

Cafer KAPLAN^(*)

**TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI
Araştırma Genel Müdürlüğü**

**Tartışma Tebliği No: 9910
Nisan 1999**

(*) Yazar, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nda araştırmacı olarak çalışmaktadır. Bu çalışmada öne sürülen fikirler yazara ait olup, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nı ve banka mensuplarını bağlamaz. Bu çalışma, 8 - 11 Eylül tarihleri arasında gerçekleştirilen ODTÜ III. Uluslararası Ekonomi Kongresi'nde sunulmuştur. Yazar, çalışmaya yorum ve eleştirileri ile katkıda bulunan Dr. Hakan Berument ve Hüseyin Çilli'ye teşekkür eder.
E-Mail adresi: cafer.kaplan@tcmb.gov.tr

I. GİRİŞ

Teknolojik gelişmelere paralel olarak bilgi teknolojisindeki gelişmeler ve bilgisayar kullanımının yaygınlaşması finans teorisindeki gelişmeleri de olumlu yönde etkilemekte ve yeni finansal ürünlerin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Özellikle 1970'lerden sonra mali piyasalar hızlı bir değişim sürecine girmiştir. Bu dönemde ulusal ve uluslararası mali piyasalar üzerindeki sınırlamalar azaltılırken, piyasalar uluslararası gelişmelerden çok daha fazla etkilenmeye başlamışlardır. Bu da politika belirlemenin çok daha zor olmasına sebep olmaktadır.

Bu çalışmanın amacı, özellikle 1970 yılından itibaren dünyada hızlı bir artış gösteren finansal yeniliklerin çıkış nedenlerini araştırmaktır. Daha sonra bu yeniliklerin piyasalar üzerindeki etkileri tartışılacak ve önümüzdeki dönemde yeni ürünlerin ortaya çıkıp çıkmayacağı tartışılacaktır. Türkiye ile ilgili gelişmeler özetlendikten sonra ise bu çalışmadan çıkan sonuçlar özetlenecektir.

II. FİNANSAL YENİLİKLER

Teknolojik gelişmelerle beraber bilgi teknolojisindeki gelişmeler finans teorisindeki gelişmeleri de olumlu yönde etkilemekte ve yeni ürünlerin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Örneğin Otomatik Para Çekme Makinaları (ATM), kredi kartları, Elektronik Fon Transfer (EFT) sistemleri gibi yeni ürünlerin hizmete sunulabilmesi teknolojik gelişme sayesinde gerçekleşmiştir.

Finansal yenilik, finansal piyasaların tam (complete) olmaması ve/veya finansal aracılığın etkin olmaması (inefficiency) sonucu

doğan kar fırsatlarından yararlanmak için ortaya çıkan ya bir **ürün** ya da bir **süreç** olarak tanımlanabilir¹.

Finansal yeniliklerin ürün olarak ortaya çıktığı durumlarda, ana faktör enflasyon ve faiz oranlarındaki değişiklikler olmaktadır. Süreç olarak ortaya çıkan finansal yeniliklerde ise ana faktör, teknolojik gelişme olmaktadır. ABD'de son yıllarda ortaya çıkan Süper NOW Hesapları, Evrensel Yaşam Sigortası, Faiz ve Döviz Swapları, Para Piyasası Yatırım Hesapları, Faiz Oranı ve Hisse Senedi Endeksli Futures Piyasaları ürün olarak ortaya çıkan finansal yeniliklere örnek olarak verilebilir. Aynı dönemde süreç olarak ortaya çıkan yenilikler için ise; Otomatik Para Çekme Makinaları, Nokta Satış Terminalleri, Kişisel Bilgisayarlarla Finansal İşlemler ve Elektronik Fon Transferi Sistemi örnek olarak verilebilir².

III. FİNANSAL YENİLİKLERİN HIZLI ARTIŞ SEBEPLERİ

Finansal yeniliklerin dünyada 1970'lerden sonra hızlı artışını belirleyen temel gelişmeler şöyle özetlenebilir:

III.1.-Enflasyon ve Faiz Oranlarındaki Dalgalanmaların Artışı

Enflasyon ve faiz oranlarındaki dalgalanmaların artması sonucu ortaya çıkan riskleri minimize etmek için yeni ürünler ortaya çıkmıştır. Başka bir şekilde ifade etmek istersek, Bretton Woods sisteminin yıkılışı ve sabit kur sisteminden serbest kur sistemine geçilmesiyle enflasyon ve faiz oranlarındaki dalgalanmaların artışı sonucu ortaya çıkan risklerden korunmak için farklı tip araçların talebinde bir artış görülmüştür. Bu dönemde ortaya çıkan faiz ve enflasyon oranındaki

¹ Horne, J.

² Horne, J. sayfa: 625

hızlı dalgalanma mevcut yatırım araçlarının tekrar değerlendirilmesi sonucunu doğurmuştur³.

Önceki yıllara göre 1970'lerden sonra finansal piyasalar daha fazla riskli hale gelmiştir. Faiz oranlarındaki bu dalgalanma sermaye kazanç ve kayıplarına yol açmaya başlamıştır. Bu da getiri ve yatırımlar üzerinde daha büyük bir belirsizlik doğurmuştur. Faiz oranlarındaki dalgalanma ile ilgili belirsizlikler olarak ortaya çıkan risk, faiz oranı riski olarak isimlendirilmektedir. 1970'lerden sonra petrol krizlerinin ve gelişmekte olan ülkelerin borçlanma gereğinin de artmasıyla ortaya çıkan bu yüksek faiz oranı dalgalanması beraberinde faiz oranlarının daha yüksek seviyelerde oluşması sonucunu doğurmuştur. Aynı zamanda vadelerde de önemli bir kısalma ortaya çıkmıştır.

Finansal piyasalardaki bir değişme, beraberinde kar amacıyla yeni bir finansal varlık arayışını doğurmaktadır. Örneğin faiz oranı riski artan yatırım araçları daha az cazip hale gelmektedir. Böylece yatırımcıların bu yatırım araçlarını satın alınması için daha yüksek bir faiz ödemesi gerekmektedir. Banka gibi finansal kurumlar daha düşük faiz oranı riski taşıyan yatırım araçları yaratarak müşterilerine daha düşük faiz oranları vermeye çalışmaktadırlar. Bu şekilde düşük maliyetle elde edilen fonlar daha yüksek kar elde etme imkanını doğurmaktadır.

Karşı karşıya kaldıkları riski azaltabilmek için yatırımcılar da faiz oranı riskini azaltabilecekleri yeni kurulan finansal piyasalarda ve yeni yatırım araçlarıyla işlem yapma konusunda daha istekli olmaktadır. Faiz ve enflasyon oranlarındaki dalgalanmalar sonucu ortaya çıkan

³ Enflasyon belirsizliklerin yüksek olması sonucu Mart 1997'de Türkiye'de de TÜFE'ye endeksli devlet tahvilleri ihraç edilmeye başlanmıştır.

risklerden kaçınmak amacıyla 1970'lerde ortaya çıkan üç önemli finansal yenilik şunlardır:

III.1.a. Değişken Oranlı Borç Araçlarının Ortaya Çıkışı

Faiz ve enflasyon oranlarındaki dalgalanmanın yükseldiği bu dönemde bireyler sabit oranlı yatırım araçlarına fonlarını yatırmak yerine, değişken oranlı yatırım araçlarına yatırım yapmayı tercih etmeye başlamışlardır. Bu şekilde fon sahipleri kendilerini faiz oranı riskine karşı korumaya çalışmaktadırlar. Bankalar da değişken faiz oranlı yükümlülükleri arttığı için, ya değişken faiz oranlı varlıklarının (kredi veya menkul kıymetler) miktarını arttırmakta ya da faize duyarlı varlıklarının vadelerini kısaltmaktadırlar⁴.

III.1.b. Finansal Piyasalarda Vadeli İşlem Piyasalarının Ortaya Çıkışı

Bir vadeli işlem piyasası belli bir satıcının belli bir standart malı ilerde belirlenmiş bir tarihte üzerinde anlaşılan bir fiyattan alıcıya satma konusunda anlaştıkları vadeli kontratların işlem gördüğü piyasalardır. Mal ile ilgili vadeli işlem piyasaları uzun süredir kullanılmakta olmasına rağmen, finansal piyasalarda vadeli kontratlar (financial futures contract) 1970'lerin başından itibaren kullanılmaya başlanmıştır. Bu sözleşmelerle yatırımcılar risklere karşı kendilerini koruma (hedge) imkanını elde etmişlerdir. Finansal işlemlerde vadeli işlem kontratları ile hem yatırımcılar hem de finansal araçlar faiz oranı riskine karşı kendilerini koruma (hedge) imkanına sahip olmaktadır.

⁴ Son yıllarda ülkemizde kredi gibi faize duyarlı varlıklar ve mevduat gibi faize duyarlı yükümlülüklerin vadelerinde de bir kısalma dikkati çekmektedir.

III.1.c. Borç Araçları İçin Options Piyasalarının Ortaya Çıkışı

Yatırımcıları faiz oranı riskine karşı koruyabilecek diğer bir yatırım aracı da borç araçları üzerinden yapılan options işlemleridir. Bir options kontratı bir varlığı belli bir kullanım fiyatından (exercise veya strike fiyatı) alma veya satma hakkını sağlamaktadır. Bu işlemlerle de yatırımcılar kendilerini karşı karşıya kalacakları risklere karşı korumaktadırlar.

Finansal piyasalarda vadeli işlem piyasalarının ve opsiyon piyasalarının ortaya çıkması, varlıkların likiditesini arttırmakta ve ekonomik birimlerin risklere karşı kendilerini koruyabilme imkanını yaratmaktadır. Fakat bu araçlar enformasyonun çok fazla önem kazandığı yeni dönemde iyi değerlendirilmemesi halinde, aynı zamanda spekülâtif faaliyetlerin artması sonucunu da doğurmaktadır.

III. 2. Yasal Düzenlemelerdeki Değişiklikler

Firmaların kar elde etme imkanlarını sınırlayan yasal düzenlemelerden kaçınmak amacıyla da finansal yenilikler ortaya çıkmaktadır. Özellikle 1980 yılından itibaren başlayan deregülasyon akımından sonra finansal yenilikler hızlanmıştır. Bu yasal düzenlemelerden kaçınma olarak tanımlanmaktadır (loophole mining)⁵. Yasal düzenlemeler kar marjlarının azalması sonucunu doğurduğu zaman, yatırımcılar bu düzenlemelerden kaçınmak amacıyla finansal yenilik arayışına girişmektedirler.

1970'lerin başlarından itibaren mevcut yasalara ve duruma göre bir takım finansal yenilikler ortaya çıkmıştır. 1970'lerin sonlarında ve 1980'lerin başlarında finansal piyasalar arasındaki sınırlar liberalleşme ve deregülasyon hareketleri ile azalmaya başlamıştır. Çeşitli piyasalara girişteki engeller kaldırılmış ve yatırımcılar bu yeni

⁵ Edward J. K. (1981)

piyasalara daha fazla getiri elde etmek ve risk paylaşımını sağlamak amacıyla girme imkanına sahip olmuşlardır. Böyle bir ortamda yeni finansal ürünlerin ortaya çıkması kaçınılmaz hale gelmektedir.

Bankacılık sektörü en yoğun düzenlemelerin yapıldığı sektörlerden birisi olduğu için, bu sektör yeniliklerin en fazla ortaya çıktığı sektör olmaktadır. İki tür yasal düzenleme bankaların kar imkanını önemli ölçüde sınırlamaktadır:

III.2.a. Bankalara topladıkları mevduatın belli bir kısmını rezerv olarak tutma zorunluluğunu getiren karşılıklar

Munzam karşılıklar mevduat üzerinde bir vergi gibi etkide bulunduğu için yenilikleri etkilemektedir. Bu rezervler üzerinden genellikle bir faiz ödemesi yapılmadığı için bunun maliyeti kredi olarak kullanarak elde edeceği faiz kaybıdır. Her birim mevduat için munzam karşılık olarak kesilen miktar kadar kullanılabilir krediye elde edilecek faiz kaybı kadar bir maliyet ortaya çıkmaktadır. Bu maliyetten kurtulabilmek amacıyla bankalar, bu düzenlemelerden kaçınmak amacıyla repo gibi finansal yenilikler yaratarak kar artışı yaratmaya çalışmaktadırlar.

III.2.b. Mevduata ödenen faiz oranları üzerindeki kısıtlamalar

Bu da bankaların kar imkanını önemli ölçüde etkilemektedir.

Yasal düzenlemeler sonucu yeni ürünler ortaya çıktığı gibi, finansal yeniliklere karşı da yasal düzenlemeler yapılmaktadır. Son 20 yılda finansal yeniliklere karşı yapılan yasal düzenlemelerin iki temel amacı olmuştur.

i) Yabancılara karşı vatandaşların sahipliklerini arttırmak.

ii) Banka iflaslarını önlemek amacıyla finansal sistemdeki istikrarı arttırmak⁶.

III.3. Vergi Kanunlarındaki Değişiklikler

Vergi kanunlarındaki değişiklikler de yeni finansal ürünlerin ortaya çıkmasını teşvik etmektedir.

Finansal araçların vergi sonrası getirileri vergi yasalarından etkilendiği zaman, mevcut yatırım araçlarını yeni düzenlemelere göre revize eden yeni finansal ürünler ortaya çıkacaktır. Özellikle sermaye kazancına karşı faiz ve temettü getirilerinin farklı vergilendirilmesi piyasa denge sürecini etkilemektedir.

III.4. Teknolojideki Gelişmeler

Teknolojideki gelişmeler finansal yeniliklerin ortaya çıkmasına yol açmakta ve bunların hizmete sunulmasını kolaylaştırmaktadır. Finansal işlemlerin ve hizmetlerin maliyetlerini düşürmekte ve daha fazla kar imkanı yaratmaktadır. Teknolojideki gelişmeler işlem bazında etkinliğin artışında da önemli bir rol oynamaktadır. Maliyet etkinliğinin önemli olduğu finans sektöründe maliyet etkinliğini sağlayamayan ürünlerin piyasadan yok olması beklenmektedir. Finansal hizmetler sektöründe, bilgisayar kullanımının yaygınlaşması işlem başına maliyetlerin daha düşük olmasını getirmiştir. Teknolojik gelişme ile ortaya çıkan finansal yeniliklere üç örnek verilebilir. Bunlar; kredi kartları, menkul kıymetleşme ve finansal piyasaların uluslararasılaşmasıdır.

III.4.a. Kredi Kartları

Kredi kartları Amerika Birleşik Devletleri'nde 2. dünya savaşından bu yana kullanılmaktadır. Başlangıçta bir çok bireysel

⁶Mishkin, P (1989)

büyük süpermarket müşterilerine nakit kullanmadan alış-veriş yapabilmeleri için kredi kartı veriyordu. Fakat bu kartlar ülke genelinde kullanılmıyordu. İlk olarak Diners Club ülke genelinde bütün restoranlarda kullanılabilir kartları geliştirmiştir.

Bir firma kredi kartı çıkardığı zaman kredi kartı sahibine kullandırdığı krediden bir gelir elde etmektedir. Ayrıca kredi kartı ile yapılan alışveriş merkezinden de bir gelir elde etmektedir. Bankalar kredi kartı sisteminin başarısını gördükten sonra bu alandaki kara ortak olmak için bu alana yatırım yapmaya başlamışlardır. 1970'lerin başlarında kredi kartı hizmeti sunma maliyetlerini büyük ölçüde azaltan teknolojiye gelişmeler, kredi kartı sektöründeki karların daha yüksek olması sonucunu yaratmıştır. Bankaların bu alanda yaptıkları yatırımlar iki başarılı kredi kartı programı doğurmuştur. Bunlar; VISA olarak bilinen BankAmericard ve MasterCard. Müşteriler bu kartlarla alış veriş yaparak hem çek ve nakit yerine kredi kartı ile ödeme yaparak, hem de kredi imkanına kavuşarak yararlanmaktadırlar.

III.4.b. Menkul Kıymetleştirme

Menkul kıymetleştirme (Securitization), risk paylaşımı amacıyla sermaye piyasası araçları içinde likit olmayan araçların likit hale dönüştürülmesi sürecidir. Bu da teknolojik gelişme ile eş zamanlı olarak ortaya çıkan yeniliklerden bir tanesidir. Böylece büyük meblağlı yatırım araçlarına küçük yatırımcılar da ortak olma imkanına kavuşmaktadırlar. Böylece riskin kurumsal yatırımcılar ve küçük yatırımcılar arasında paylaşımı gerçekleştirilmektedir.

III.4.c. Finansal Piyasaların Uluslararasılaşması

Bilgisayar ve telekomünikasyon teknolojisindeki gelişmeler finansal piyasaların arkasındaki itici gücü oluşturmaktadır. New York ve Tokyo'da işlem yapan kişiler yerel borsayla ve o borsanın çalışma

saatleri ile sınırlı değillerdir. Herhangi bir zaman diliminde gece ve gündüz işlem yapabilmektedirler. Bilgisayar teknolojisindeki gelişmeler sonucunda uluslararası telekomünikasyonda ortaya çıkan düşük maliyet ülke dışında yatırım yapmayı daha kolay hale getirmektedir. Bunun sonucunda yatırımcılar 24 saat işlem yapabilecekleri hisse senedi, bono ve tahvillerin olduğu piyasalara kaymaya başlamışlardır.

Finansal piyasalarının uluslararasılaşmasının sonucu olarak ulusal piyasalar üzerinde yerel değişkenler kadar, uluslararası değişkenler de etki yapmaktadır. Yerel ve uluslararası piyasalar arasındaki etkileşim, bir çok ülkede yerel finansal sistemdeki değişikliklerin önemli bir kaynağı olmaya devam ettiği için, uluslararası finansal etkileşimin artması yerel finansal piyasalardaki değişimi de arttırmaktadır.

Finansal piyasaların uluslararasılaşmasında ileri telekomünikasyonun etkisi 1987 yılında ABD'de ortaya çıkan hisse senedi piyasası krizinde, 1997 yılında Güney Doğu Asya finansal piyasalarında ortaya çıkan ve 1998 yılında global bir nitelik kazanan krizde canlı bir şekilde ortaya çıkmıştır. Dünya borsalarında yaşanan düşüşler 19 Ekim 1987 tarihinde Amerikan borsasında büyük bir düşüş yaşanmasına sebep olmuştur. Amerikan piyasalarında yaşanan satış baskısı daha büyük düşüşlerle yabancı piyasalara da yansımıştır. Finansal piyasaların yüksek oranda entegre olmalarından dolayı böyle evrensel krizlerde benzer nitelikteki bütün piyasalar ya hızlı bir yükseliş ya da hızlı bir düşüş yaşamakta, aynı zamanda faiz ve fiyat dalgalanmalarında bir artış gözlenmektedir. Önümüzdeki dönemde piyasalararası entegrasyon daha da arttıkça, ortaya çıkacak kriz ortamlarda piyasaların birlikte reaksiyon göstermeleri hızlanacaktır.

III.5. Ekonomik Büyümenin Hızlanması

Ekonominin büyüdüğü dönemlerde finansal kurumlar yeni fikirleri uygulamaya sokma konusunda daha istekli olmaktadır. Fakat durgunluk ve resesyon dönemlerinde riskten kaçınma ve likit kalmayı tercih etmektedirler. Özellikle 1970'lerde uluslararası bankacılık alanında ortaya çıkan finansal yenilikler temelde ekonomideki büyümeyle bağlantılı olmuştur.

III.6. Piyasa Etkinliği Üzerinde Yapılan Akademik Çalışmalar

Piyasaların etkinliği üzerine yapılan akademik çalışmalar da finansal ürünlerin artışını olumlu yönde etkileyen unsurlardan biri olarak ortaya çıkmaktadır.

IV. FİNANSAL YENİLİKLERİN PİYASALAR ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Finansal yeniliklerin piyasaların işlem bazında daha etkin ve daha tam (complete) olmasına yardımcı olmaları beklenmektedir.

Finansal yeniliklerin birinci önemli özelliği, finansal hizmetlerin müşteriye maliyetlerini azaltarak, işlem bazında etkinliğin artmasına katkıda bulunması beklenmektedir. Finansal yenilikler özellikle risk paylaşımı imkanını arttırarak, işlem maliyetlerinin ve asimetrik bilgi problemini azaltarak etkinliğin artmasına yardımcı olabilmektedir. Fakat yeni bilgisel ortamda finansal yenilikler iyi değerlendirilemediği durumlarda daha büyük bir risk yaratabilmektedir.

Finansal yeniliklerin ikinci önemli özelliği, piyasaları daha tam olması yönünde bir hareket başlatmaktadır. Eğer dünyadaki bütün yatırım ihtimalleri dikkate alınıyorsa bu bir tam (complete) piyasa, yok eğer bazı yatırım imkanları ihtimaller içine dahil edilmiyorsa bu durumda tam olmayan piyasalar söz konusudur. Yani tam olmayan

piyasalarda bir kısım yatırımcının portföyünde bulundurmak istediği menkul kıymetlerin karşılanamaması söz konusudur. Fakat hedefi riski azaltmak olan bu araçlar, yeni bilgisel ortamda iyi değerlendirilemediği zaman daha büyük bir risk yaratacaktır. Çok değişik finansal araçların ortaya çıkması, bir araçtan diğerine geçerken işlem maliyetlerini düşürmektedir. İşlem maliyetlerindeki düşme, ödeme yapma veya herhangi bir zaman diliminde likidite sağlama imkanını vermektedir.

1970'lerden sonra ortaya çıkan yeni dönemde;

- Mevcut piyasalar hızlı bir şekilde büyümekte ve derinlikleri önemli ölçüde artmakta,

- Daha önce mevcut olmayan piyasalar ortaya çıkmakta,

- Bir çok enstrümanın ikincil piyasası kurulmaktadır. İkincil piyasaların kurulması mevcut olan ve yeni kullanılmaya başlayan araçların işlem hacmini hızlı bir şekilde arttırmaktadır. Bu gelişmelerle birlikte finansal piyasaların fonksiyonu da değişmektedir.

Son dönemde finansal piyasalardaki gelişmelerin sonucu olarak ortaya çıkan önemli gelişmelerin çoğu, likit enstrümanların (marketable instruments) hızla büyümesinden kaynaklanmıştır. Bu tür piyasalarda, arz ve talep fiyatı arasında daha küçük bir marj oluşmaktadır. Likit araçlarının artışı piyasalarda likidite imkanını arttırmaktadır. Fakat likidite imkanındaki bu artış daha düşük fiyattan nakde çevrilebilme olasılığı yüzünden, fiyat kayıp riskini de yükseltebilmektedir. Likit araçlarındaki bu artış ve finansal piyasaların gelişmesi, kısa vadeli yatırımları teşvik etmekte ve uzun dönemli yatırımlar üzerinde ise caydırıcı etki yapmaktadır. Çünkü ekonomik birimler kısa vadeli yatırım yaptığı zaman, alternatif yatırım araçlarının getirilerinde bir artış olması durumunda o alana fon transferi

yapabilmektedirler. Ayrıca finansal enstümanlardaki bu hızlı artış, ekonomik birimler tarafından tutulan finansal varlıkların kompozisyonunda büyük bir değişiklik yaratmaktadır. Bunun sonucunda, günümüzde mevduatların banka bilançosu içerisindeki payında bir azalma ortaya çıkmaktadır⁷.

Teknolojideki gelişmeler sonucunda mektup ve teleks gibi araçlardan modern bilgi ve telekomünikasyon teknolojisine geçiş ödeme sistemlerinde işlem maliyetlerinin büyük oranda düşmesine yol açmıştır. Ödemenin büyüklüğünü, hesap birimini ve ödemeyi yapan kişilerin buldukları coğrafi birimi dikkate almaksızın ödemenin hızlı bir şekilde yapılabilmesi imkanını doğurmuştur.

Otomatik para çekme makinaları ve kredi kartları gibi yeni ürünler paranın dolaşım hızını geçmiş dönemlere göre büyük oranda arttırmaktadır. Yeni ortam çok daha dinamik, uluslararası finansal gelişmeler ile yapıya çok daha duyarlı ve önceki yıllara göre çok daha hızlı tepki veren bir dönemdir. Yeni teknolojilerle, piyasa fiyatları yerel ve uluslararası gelişmelere çok daha fazla duyarlı hale gelmiştir.⁸ Merkez bankaları para politikasını uygularken ve para arzlarını belirlerken paranın dolaşım hızındaki değişimleri dikkate almak zorundadır. Teknolojik gelişme ve finansal yeniliklerle ortaya çıkan yeni dönemde, merkez bankalarına ödeme sisteminde bazı sorumluluklar düşmektedir. Merkez bankasına yeni ortamda düşen sorumluluk; etkinliği, güvenliği ve etkin parasal kontrolü aynı anda sağlamaktır. Merkez bankaları bu sorumluluklarını, piyasaları gözetim altında tutarak uyguladıkları para politikası ile gerçekleştireceklerdir.

⁷ Ülkemizde de son yıllarda repo işlemlerinin hızlı bir şekilde artması bilanço içerisinde mevduat kalemlerinin payında bir azalma beklentisini yaratmaktadır.

⁸ Greenspan, A. (1998)

Finansal yeniliklerdeki hızlı artış; para arzı, para talebi ve aktarım mekanizmasında da değişiklikler yaratmaktadır.

Para arzı tanımları değişmektedir. Para arzlarının alt kalemlerinin likiditelerine göre sınıflandırılması geçmişe göre çok daha zor hale gelmektedir. Piyasalarda ikincil piyasaların ortaya çıkması ve hızla gelişmesi ile vadelerin kısalması likiditeye göre para arzı sınırlarını belirlemede güçlükler yaratmaktadır. İkincil piyasaların gelişmesi ve vadelerin kısalması likit varlıkların geçmiş dönemlere göre hızlı bir şekilde artmasına sebep olmaktadır. Ayrıca repo gibi yeni ortaya çıkan yatırım araçlarının da para arzı tanımları içinde yer alma zorunluluğu ortaya çıkmaktadır.

Finansal yenilikler rezerv çarpanları ve para arzları üzerinde arttırıcı bir etki yapmaktadır. Nakit yönetimi gereksinimleri paralelinde, finansal yenilikler bireyin para talebini azaltmakta ve aynı zamanda toplam varlıklar içerisinde düşük getirili varlıkların payının azalmasına yol açmaktadır. Tutulan para miktarının (para talebi) azalması ve düşük münzam karşılıklı işlemler mevcut koşullar altında (ceteris paribus) rezerv çarpanını ve para arzlarını arttırmaktadır.

Yeni finansal ürün çeşitlemesindeki artış, para istikrarsızlığını arttırmakta ve para talebi tahminini güçleştirmektedir. Gelişmiş ülkeler üzerinde yapılan çalışmaların çoğunda yeni finansal ürünlerin para talebi istikrarsızlığına sebep olduğu veya mevcut istikrarsızlığı arttırdığı ortaya çıkmıştır⁹. Ortaya çıkan bir diğer sonuç da, her zaman para talebinin kısa vadeli davranışı, uzun vadeli davranışına göre daha büyük bir istikrarsızlık göstermekte ve tahmin edilmesi daha güç olmaktadır. Bu da para talebinin sınırlı olan kısa vadeli değişkenliğini anlamayı daha da güç hale getirmektedir.

⁹ Akhtar, M.A. (1983), Sayfa: 36.

Para arz ve talebi üzerindeki tartışmaları özetlemek istersek, para arz ve talebinin davranışı son yıllarda finansal yeniliklerin etkisiyle tahmin edilmesi geçmiş yıllara göre daha güç hale gelmiştir. Bunun sonucu olarak da para arzı ve para talebi istikrarsız olmakta ve tahmin etmek güçleşmektedir.

Bu ortamda finansal piyasalarla ilgili olarak yapılan düzenlemelerin amacı, şu hedefleri elde etmeye çalışmaktadır:

1. Finansal hizmetler için rekabetçi bir ortam yaratmak,
2. Ödeme sisteminde ve daha genel olarak da finansal sistemde istikrarı ve güvenliği sağlamak,
3. Finansal piyasalarda müşterilerin çıkarlarının korunması,
4. Para politikası uygulamasında dengenin ve etkinliğin sağlanması, hedeflenmektedir.

V. MALİ YENİLİKLERİN GELECEĞİ

Global finansal sistemin daha etkin olması için finansal yenilikler itici güç olarak görülmektedir. Özellikle türev ürünleri içeren yenilikler risk paylaşımı, daha düşük işlem maliyeti ve daha fazla kar imkanı yaratarak etkinliği arttırması beklenmektedir. Finansal yeniliklerin kullanımında son yıllarda ortaya çıkan hızlı artış, işlem maliyetlerinde önemli azalmalar (tasarruflar) yaratmıştır. İşlem maliyetlerinde sağlanan bu tasarruflar gelecek dönemlerde finansal yeniliklerin artmaya devam edeceğini göstermektedir. Türev ürünler, önümüzdeki dönemde global finansal sistemin önemli bir parçası olmaya devam edecektir. Yeniliklerin işlem miktarında son 20 yılda önemli bir artış ortaya çıkmıştır. Yenilikler en azından önümüzdeki dönemde de

süreceği beklenmektedir. Belki de bu süreç hızlanarak devam edecektir¹⁰.

Bu beklentinin arkasında yatan sebepler işlem maliyetlerinde gerçekleşen gerileme ve teknolojiye ilerlemelerin devam etmesidir. Ayrıca insanlar bu ürünleri öğrendikçe daha fazla bu ürünleri kullanmaya başlayacaklardır. Ekonomideki belirsizlikler sürdükçe önümüzdeki dönemde de maliyetleri azaltmak amacıyla daha önemli finansal yenilikler ortaya çıkacaktır. Bu finansal yeniliklerin özellikle risk yönetimi konusunda ortaya çıkması beklenmektedir.

Önümüzdeki dönemde ortaya çıkacak finansal yeniliklerin sadece geçmişteki gibi yeni ürünler (product) ve yeni piyasalarla sınırlı kalmaması, aynı zamanda bütün kurumsal yapıyı da etkilemesi beklenmektedir. Bu yüzden hem ölçek hem de hız olarak geçmişte görülmediği büyüklükte kurumsal değişikliklerin ortaya çıkması beklenmektedir. Bu kurumsal değişikliklerin etkilerinin özel sektör kurumları yanında, kamu kurumlarını da kapsamaması beklenmektedir. Özellikle kurumsal değişim önümüzdeki dönemde merkez bankalarının fonksiyonlarını ve bu fonksiyonları nasıl yerine getirecekleri konusunda değişiklikler yaratması beklenmektedir.

VI. TÜRKİYE'DE MALİ YENİLİKLER

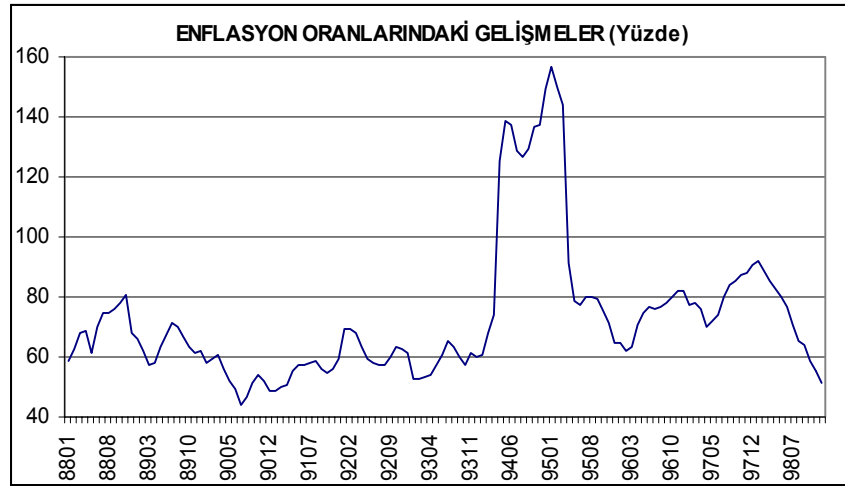
1980'li yılların başından itibaren Türkiye'de de diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi liberal politikalar uygulamaya konmuştur. Daha önce mevcut olmayan birincil ve ikincil piyasalar kurulmuştur. Kamu açıklarını karşılamak amacıyla 1986 yılında Hazine tarafından bono ve tahvil satışına başlanmıştır. Ayrıca 1986 yılı Nisan ayında Bankalararası para piyasası (interbank) kurulmuştur. Böylece merkez bankası bünyesinde kurulan bu piyasa ile likidite sıkışıklığı ve likidite

¹⁰ Merton, R. Sayfa: 463

fazlası olan bankalar ihtiyaçlarını karşılıklı olarak birbirlerinden karşılayabilmişlerdir.

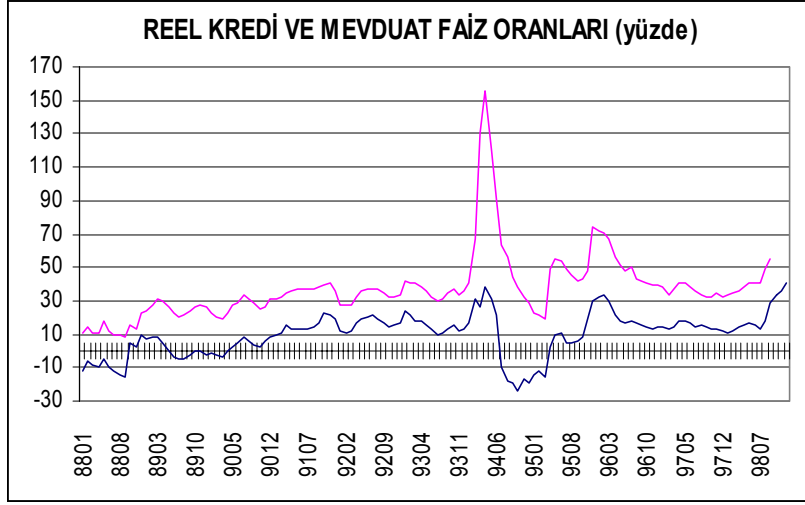
1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası faaliyete başlamıştır. 4 Şubat 1987 tarihinde Merkez Bankası bünyesinde bulunan açık piyasa işlemleri para politikası aracı olarak ve piyasadaki likiditeyi kontrol etmek amacıyla kullanılmaya başlanmıştır. 1989 yılında da Türk lirası konvertibil yapılmış ve sermaye hareketleri üzerindeki sınırlamalar da kaldırılmıştır.

GRAFİK 1

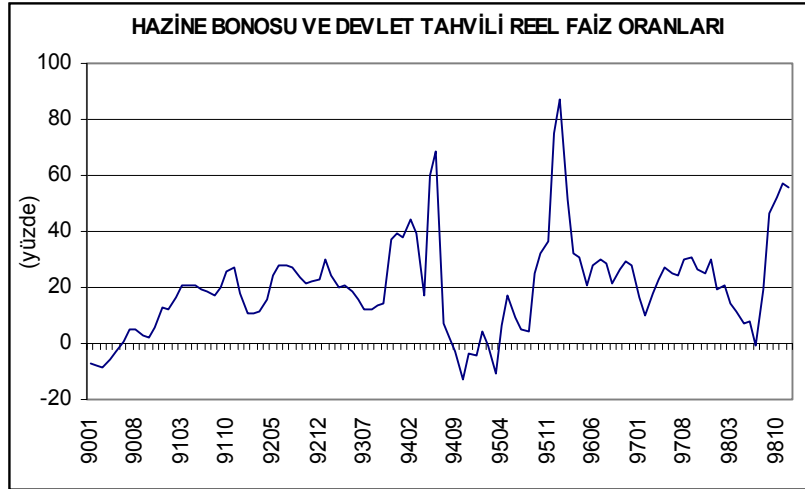


Liberal politikaların uygulanmaya konması ve mali piyasalar arasındaki sınırların azalması, faiz ve enflasyon oranları üzerindeki dalgalanmaları arttırmıştır (Grafik:1, 2, 3). Dalgalanma artarken, faiz oranları üzerinde yukarı doğru bir trend de gözlenmektedir.

GRAFİK 2

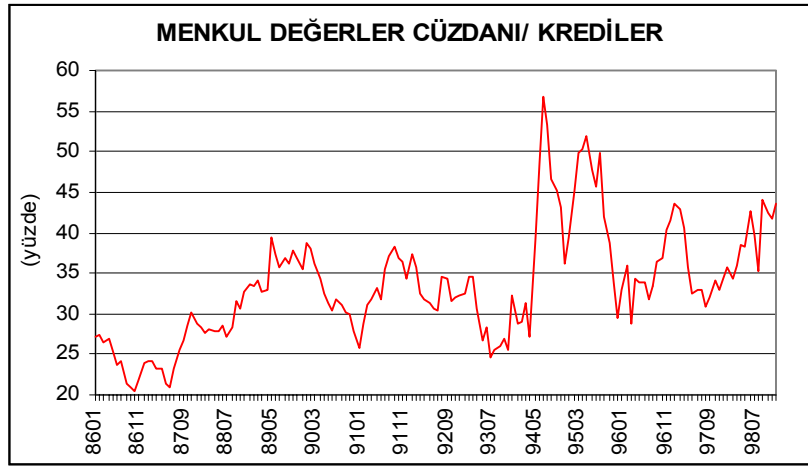


GRAFİK 3



Özellikle 1986 yılından itibaren Hazinesinin bono ve tahvil (DİBS) ihraç etmeye başlaması ile ticari bankaların bilançolarında menkul değerler cüzdanı önemli ölçüde artmıştır. 1986 yılı başında menkul değerler cüzdanının kredi hacmine oranı yüzde 27 iken, 1998 yılı Kasım ayında yüzde 42'ye yükselmiştir. Hazine'nin iç borçlanma ihtiyacının artması da reel faizlerin artmasına yol açmıştır (Grafik:4). 1994 yılı Temmuz ayında da ise bu en yüksek seviyesi olan yüzde 57'ye yükselmiştir. 1994 yılında kriz dolayısıyla özel sektöre açılan kredilerde ciddi bir daralma gerçekleşmiştir.

GRAFİK 4



Ülkemizde 1986 yılında faaliyete başlayan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), takip eden yıllarda hızlı bir büyüme göstermiştir (Tablo: 1). İMKB bileşik endeksi 1987 – 1998 yılları arasında reel olarak ortalama yüzde 34 oranında artmasına rağmen, yüksek oranda dalgalanma gösterdiği görülmektedir. Yine aynı şekilde İMKB'de işlem gören şirketlerin piyasa değeri de bu dönemde ortalama yüzde 69 oranında artmıştır.

İMKB işlem hacmi ise reel olarak yıllık ortalama yüzde 138 artmıştır. İMKB’de en yüksek değer kayıplarının kriz dönemlerinde gerçekleştiği görülmektedir.

TABLO 1

İMKB'DEKİ GELİŞMELER						
TARİH	BİLEŞİK ENDEKS (1986=1)	REEL YÜZDE ARTIŞ	İŞLEM HACMI (milyar TL)	REEL YÜZDE ARTIŞ	PİYASA DEĞERİ (milyar TL)	REEL YÜZDE ARTIŞ
1987	7		105		3.182	
1988	4	-66,9	149	-15,5	2.048	-61,7
1989	22	265,4	1.736	617,8	15.553	367,9
1990	33	-1,2	15.313	493,5	55.238	139,0
1991	44	-15,7	35.487	45,6	78.907	-10,3
1992	40	-43,2	56.339	-1,6	84.809	-33,4
1993	207	222,3	255.222	182,7	546.316	302,0
1994	273	-47,2	650.864	2,2	836.118	-38,7
1995	400	-10,9	2.371.832	121,0	1.251.797	-9,2
1996	976	34,1	2.940.865	-31,8	3.225.269	41,7
1997	3.451	85,5	8.907.402	58,9	12.545.684	104,1
1998	2.598	-50,3	17.851.368	32,4	10.454.834	-45,0
Ortalama		33,8		136,8		68,8

İMKB tahvil ve bono piyasası 17 Haziran 1991 tarihinde faaliyete başlamıştır. Yine repo-ters repo piyasası da 17 Şubat 1993 tarihinde faaliyete başlamıştır. Takip eden yıllarda tahvil ve bono piyasasında işlem hacmi reel bazda ortalama yüzde 251 oranında artarken, repo ters repo pazarında reel bazda yüzde 186 oranında artmıştır (Tablo 2).

TABLO 2

TAHVİL VE BONO PİYASASI İŞLEM HACMİ (milyar TL)				
TARİH	TAHVİL VE BONO PİYASASI (*)	REEL YÜZDE ARTIŞ	REPO-TERS REPO PAZARI (**)	REEL YÜZDE ARTIŞ
1991	1.476			
1992	18.017	656,3		
1993	181.867	529,9	59.009	
1994	1.026.675	126,2	756.683	413,8
1995	6.521.718	285,3	5.781.776	363,5
1996	21.051.432	77,5	18.340.459	74,4
1997	63.695.703	58,8	58.192.071	66,5
1998	115.274.469	19,5	97.278.476	10,4
Ortalama		250,5		185,7
(*) : Tahvil ve bono piyasası 17 Haziran 1991 tarihinde faaliyete başlamıştır.				
(**) : Repo-ters repo pazarı 17 Şubat 1993 tarihinde faaliyete başlamıştır.				

Ayrıca 1992 yılında ülkemizde bankalar ve aracı kurumlar tasarruf sahipleri ile repo-ters repo işlemi yapmaya başlamışlardır. Bu dönemde repo ve ters repo işlemlerinin mevduat munzam karşılıklar ile dispoñibilite yükümlülüklerine tabi olmaması ve gelir vergisinden muaf olması dolayısıyla hızla artmıştır. Bu dönemde repo işlemleri hem vadelerinin daha kısa olması (likid) hem de tasarruf sahiplerine mevduatlara göre daha yüksek bir getiri sağlaması, aynı zamanda bankalar açısından mevduatlara göre daha ucuz bir kaynak olması¹¹ dolayısıyla reel bazda yıllık ortalama yüzde 31 artmıştır (Tablo 3). Aynı dönemde toplam mevduatlar yıllık bazda ortalama yüzde 11 oranında artmıştır. 1992 yılı sonunda repo/toplam mevduat oranı yüzde 16 iken, 1997 yılı sonunda yüzde 42'ye ve 1998 yılı Kasım ayında da yüzde 26'ya yükselmiştir. 1998 yılında repo işlemlerine de yüzde 6 oranında gelir vergisinin uygulamaya başlanmasının ve uluslararası mali kriz dolayısıyla yaşanan likidite sıkışıklığının etkisiyle repo hacminde bir daralma gerçekleşmiştir. 1994 krizinde olduğu gibi 1998 yılında da bankaların tasarruf sahipleri (müşteri) ile yaptıkları

repo hacminde bir daralma ortaya çıkmıştır. 1998 yılı Ağustos ayında ortaya çıkan krizde bankalar kısa vadeli likidite ihtiyaçlarını ağırlıklı olarak Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası APİ piyasası ile yaptıkları repo işlemleri ile sağlamışlardır.

TABLO 3

REPO İŞLEMLERİNDEKİ GELİŞMELER (milyar TL)					
TARİH	REPO İŞL.	REEL YÜZDE ARTIŞ	TOPLAM TL MEVDUAT	REEL YÜZDE ARTIŞ	REPO/TOPLAM TL MEVDUAT
92/12	25.645		160.347		16,0
93/12	71.209	73,3	230.797	-10,2	30,9
94/12	102.706	-42,2	528.020	-8,3	19,5
95/12	258.597	52,7	1.067.166	22,6	24,2
96/12	521.609	10,9	2.605.869	34,3	20,0
97/12	2.137.482	115,0	5.047.929	1,6	42,3
98/12	2.254.731	-28,4	9.142.940	22,9	24,7
Ortalama		30,2		10,5	

Son yıllarda ülkemizde kredi kartı kullanımı da hızla yaygınlaşmıştır. İç talep üzerinde arttırıcı bir etkisinin olduğunu düşündüğümüz kredi kartı işlem hacmi, 1992-1998 yılları arasında reel bazda yıllık ortalama yüzde 49 artmıştır (Tablo 4). Aynı dönemde verilen kredi kartı sayısı yıllık bazda yüzde 38 artarken, kredi kartı ile yapılan işlem miktarı yüzde 61 artmıştır.

¹¹ Kaplan, C. (1997).

TABLO 4

KREDİ KARTLARINDAKİ YILLIK YÜZDE ARTIŞLAR				
	KRD. KARTI SAYISI	İŞLEM HACMİ (Nominal)	İŞLEM HACMİ (reel)	İŞLEM MİKTARI
1992	35	135	45	53
1993	39	150	56	67
1994	9	96	-21	28
1995	42	177	68	55
1996	45	207	69	90
1997	51	192	53	67
1998	47	162	70	64
Ortalama	38	160	49	61

Son dönemde yine ülkemizde kullanılmaya başlanan mali yeniliklerden biri olan Elektronik Fon Transfer sistemi (EFT) ile yapılan işlemler hızla artmaktadır. EFT sistemi ülkemizde Nisan 1992 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Özellikle bankalar arasındaki fon transferlerinde yaygın bir şekilde kullanılmaya başlanmıştır.

1992- 1998 yılları arasında EFT sistemi ile yapılan toplam ödeme miktarı yıllık bazda reel olarak yüzde 45 oranında artmıştır (Tablo 5). Aynı dönemde EFT sisteminden geçen toplam mesaj adedi de yıllık bazda yüzde 77 artmıştır.

TABLO 5

EFT SİSTEMİ İLE İLGİLİ BAZI BİLGİLER				
TARİH	EFT SİSTEMİNDEN GEÇEN TOPLAM MESAJ ADEDİ	YÜZDE ARTIŞ	YAPILAN TOPLAM ÖDEME HACMİ (Trilyon TL)	REEL YÜZDE ARTIŞ
1992(*)	534.853		1.818	
1993	1.553.882	191	7.129	145
1994	2.571.154	65	18.346	3
1995	4.161.535	62	37.957	25
1996	6.640.375	60	81.695	18
1997	10.184.031	53	191.953	23
1998	13.059.882	28	454.024	56
Ortalama		77		45
(*) EFT sistemi ülkemizde Nisan 1992'de yürürlüğe girmiştir.				

Diğer bir elektronik ödeme şekli de SWIFT sistemidir. Yurtiçi EFT sistemi gibi yurtdışı SWIFT sistemi de son dönemde ortaya çıkan ödeme şekillerinden birisidir. Merkezi Brüksel'de bulunan ve kar amacı gütmeyen SWIFT, 1973 yılında kooperatif şeklinde kurulmuş ve 1977 yılında hizmet vermeye başlamıştır¹². Amacı, EFT gibi daha önce posta, teleks ve telgrafla gönderilen uluslararası bankacılık mesajlarının elektronik haberleşme ağı ile iletilmesi ve kontrol edilmesi olanağını tüm üye bankalara sağlamaktır.

SWIFT'in özellikleri yine EFT sisteminde olduğu gibi hızlı, standart, güvenilir ve ucuz olmasıdır. Ayrıca bankalara 7 gün 24 saat hizmet vermektedirler.

Türkiye, SWIFT sistemine 1989 yılında katılmış ve takip eden yıllarda kullanımı hızla yaygınlaşmıştır (Tablo 6). Üye banka sayısı

1989 yılında 33'ten 1997 yılında 54'e yükselmiştir. Aynı şekilde giden mesaj sayısı da yıllık ortalama yüzde 34 artmıştır.

TABLO 6

SWIFT SİSTEMİ				
TARİH	ÜYE BANKA SAYISI	SWIFT'E BAĞLI KURULUŞ SAYISI	GİDEN MESAJ ADEDİ	YÜZDE ARTIŞ
1989	33	34	452 513	
1990	35	38	884 712	96
1991	36	41	1 028 787	16
1992	42	48	1 312 591	28
1993	44	51	1 640 991	25
1994	43	51	1 673 110	2
1995	45	55	2 332 838	39
1996	49	59	2 829 456	21
1997	54	69	3 655 125	29
1998	55	73	4 302 797	18
Ortalama				30

Kaynak: Swift Merkezi Yıllık Raporları

Son yıllarda ülkemizde mali piyasaların liberalize ve deregüle edilmesinin sonucu olarak ortaya çıkan yeni yapı, yeni araçlar ve yeni piyasaların sonucu olarak banka bilançoları da hızla değişmiştir. Banka varlıkları içinde menkul değerler cüzdanının payı hızla artarken, yükümlülükleri arasında da repo işlemlerinin payı hızla artmıştır.

Son dönemde hem repoların mevduatlar içerisindeki payının hızla yükselmesi, hem de siyasi ve ekonomik belirsizliklerin artması

¹² Kargı (1997).

sonucu mevduatların vadelerinin kısılması sonucu bankaların kullandırmış oldukları kredilerin vadeleri de önemli ölçüde kısalmıştır.

1986 yılında kısa vadeli kredilerin toplam krediler içerisindeki payı yüzde 70 iken, 1998 yılı sonunda yüzde 86'ya yükselmiştir (Tablo 7). Aynı şekilde kısa vadeli mevduatların da toplam mevduatlar içerisindeki payı artarak yüzde 64'ten yüzde 73'e yükselmiştir.

TABLO 7

KREDİ VE MEVDUATIN VADE YAPISI(*)		
TARİH	KISA VADELİ KREDİLER/TOPLAM KREDİLER	KISA VADELİ MEVDUAT/TOPLAM MEVDUAT (**)
1986	69.8	64.2
1987	68.9	62.9
1988	69.0	56.5
1989	70.5	59.9
1990	75.4	64.3
1991	78.0	70.2
1992	80.1	74.9
1993	79.0	78.9
1994	78.7	82.0
1995	83.3	73.8
1996	85.0	73.5
1997	85.7	72.3
1998	86.1	73.0
Ortalama	77.7	69.7
(*) : Yıllık ortalama (**) : Kısa vadeli mevduat olarak vadesiz mevduat, 1 ay vadeli mevduat ve üç ay vadeli mevduat alınmıştır		

VII. FİNANSAL YENİLİKLERİN PARA POLİTİKASI ÜZERİNE ETKİLERİ

Son dönemde dünyada olduğu gibi ülkemizde de bilgi teknolojisindeki gelişmeler, mali piyasaların uluslararasılaşması ve deregülasyonu sonucu olarak, yeni süreçler, ürünler ve piyasalar ortaya çıkmaktadır. 1980'lerin ortalarından itibaren mevcut piyasalar hızla büyürken, daha önce mevcut olmayan piyasalar kurulmakta ve bu piyasaların işlem hacimleri de hızla artmaktadır. Yukarıdaki gelişmelere de bakıldığı zaman, yeni kurulan ve kurulmakta olan piyasaların milli gelirdeki artışa göre çok daha hızlı büyüdüğü görülmektedir. Dünyada olduğu gibi ülkemizde de mali piyasalar reel ekonomiye göre daha yüksek getiri sağladığı için, reel sektörden mali piyasalara doğru bir fon transferi gerçekleşmektedir. Bu da hem mali piyasaların işlem hacmini hem de karlılığını arttırmaktadır. Fakat piyasaların uluslararasılaşması ve dış şoklardan ani olarak etkilenebilmesi, mali piyasalardaki dalgalanmaların da yükselmesini doğurmaktadır.

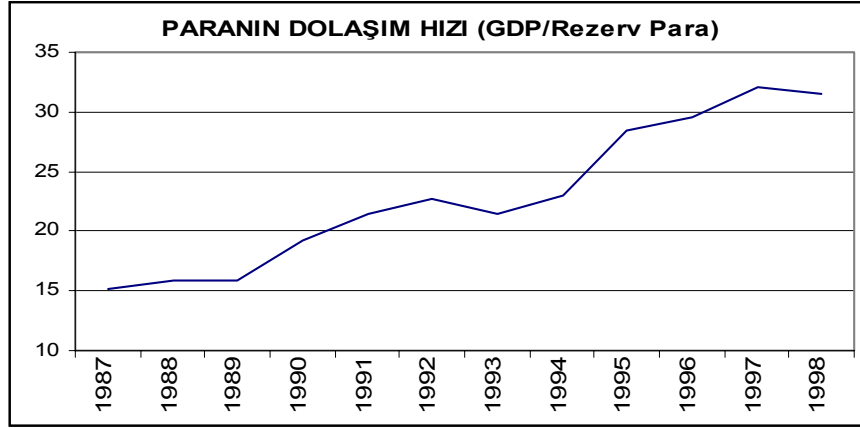
Ortaya çıkan bu yeni dönemde, ülkemizde bankacılık bilançoları da yapısal olarak hızlı bir değişim göstermektedir. 1980'lerde ve daha önceki dönemlerde bankalar ağırlıklı olarak mevduat toplayıp, bu fonları özel sektöre kredi olarak kullanıyordu. Fakat 1980'lerin ortalarından itibaren banka bilançolarında menkul kıymet portföylerinin payı hızla artmaya başlamıştır. 1990'lardan sonra ise aktif kısmında yer alan ve likid olmayan kredi ve menkul kıymet portföylerinin bankacılık sistemi tarafından repo gibi araçlarla likid hale dönüştürülmeye başlanmıştır. Ayrıca bankacılık sistemi, menkul kıymet portföylerini İMKB repo-ters repo piyasası aracılığı ile likid hale dönüştürebilme imkanına kavuşmuştur.

Yukardaki tablolardan da ayrıntılı olarak görülebildiği gibi, bankacılık bilançosunda hem aktif kalemlerin hem de pasif kalemlerin vadeleri kısalmaktadır. Aynı zamanda faiz oranları hem daha büyük bir dalgalanma göstermekte hem de artış eğiliminde görülmektedir.

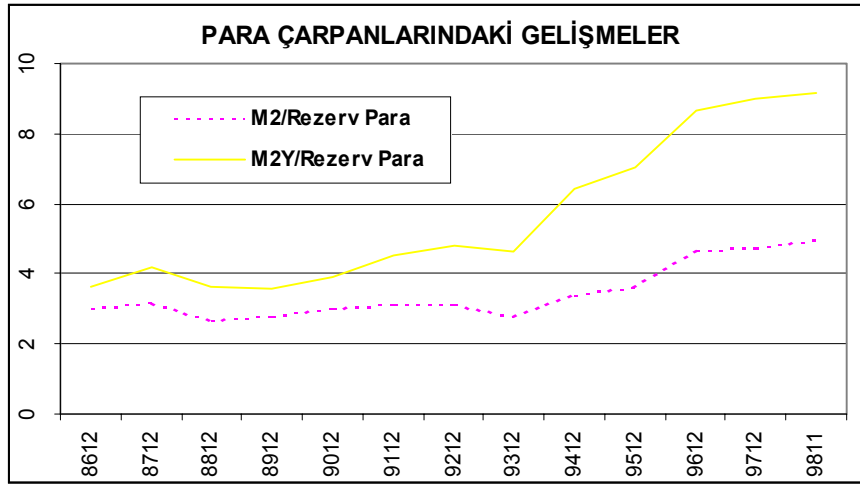
Teknolojik gelişme sonucu ortaya çıkan EFT, SWIFT gibi yeni araçların da etkisiyle işlem maliyetlerindeki düşüş, İMKB repo- ters repo pazarının işlem hacmindeki artış ve bankacılık sisteminin menkul kıymet portföylerini bu piyasalar aracılığıyla kısa sürede likid hale dönüştürebilmesi, mali piyasaların kırılganlığını arttırmaktadır. Ülkemizde mali piyasaların yeterince gelişmemiş (derinleşmemiş) olması ve iç ve dış şoklardan gelişmiş ülkelere göre daha fazla etkilenmesi mali piyasalardaki dalgalanmayı arttırmaktadır. Yani likid araçlardaki artış, piyasaların kırılganlığını arttırmaktadır.

Bu gelişmelerin sonucu olarak para talebi (elde tutulmak istenen para miktarı) düşerken, paranın dolaşım hızı artmaktadır (Grafik: 5). Yeni dönem, yurtiçi gelişmelere olduğu kadar, uluslararası gelişmelere de hızlı tepki veren bir dönemdir. Yenilikler, para talebinin düşmesine sebep olurken, rezerv çarpanları ve para arzları üzerinde arttırıcı bir etki yapmaktadır (Grafik 6 ve Tablo 8). Aynı zamanda, finansal yenilikler, para arz ve talebinin de tahmin edilmesini güçleştirmektedir.

GRAFİK 5



GRAFİK 6



Yukarıdaki grafikte de görüldüğü gibi son yıllarda para çarpanlarında önemli bir artış ortaya çıkmaktadır. 1980'li yıllarda daha istikrarlı olan rezerv para çarpanları, özellikle 1990 yılından itibaren artmaya başlamıştır.

TABLO: 8

PARA ARZLARINDAKİ REEL YILLIK YÜZDE DEĞİŞMELER				
Tarih	M1	M2	M2Y	Rezerv Para
1988	-22	-8	-5	10
1989	7	7	3	3
1990	9	2	3	-6
1991	-7	3	13	-2
1992	4	1	8	2
1993	3	-8	0	4
1994	-28	-11	1	-27
1995	2	21	23	12
1996	27	28	22	-1
1997	-7	2	4	0
199811	-3	22	18	16
Ortalama	-2	5	8	1

Yeni dönemdeki gelişmelerin mali piyasaların kırılganlığını arttırmaması için, piyasaların iyi gözetim altında tutulması ve denetlenmesi, piyasalarla ilgili bilgilerin kamuya açık olması gerekmektedir. Bu dönemde ilgili kurumlar, finansal hizmetler için rekabetçi bir ortam yaratmak, ödeme sisteminde ve daha genel olarak finansal sistemde istikrarı ve güvenliği sağlamak, finansal piyasalarda müşterilerin çıkarlarının korunması, para politikası uygulamasında dengenin ve etkinliğin sağlanması gerekmektedir. T.C. Merkez Bankası'na yeni ortamda düşen sorumluluk; etkinliği, güvenliği ve parasal kontrolü aynı anda sağlamaktır. Merkez Bankası bu sorumluluğunu, piyasaları gözetim altında tutarak uyguladığı para politikası ile gerçekleştirecektir.

VIII. SONUÇLAR

Finansal piyasaların tam olmaması ve/veya finansal aracılığın etkin olmaması sonucu doğan kar fırsatlarından yararlanmak amacıyla ortaya çıkan finansal yenilikler 1970'lerden itibaren hızlı bir şekilde artmıştır.

Finansal yeniliklerin hızlı artış sebepleri enflasyon ve faiz oranlarındaki dalgalanmaların yükselmesi, yasal düzenlemelerdeki değişiklikler, vergi kanunlarındaki değişiklikler, teknolojiye gelişmeler, ekonomik büyümenin hızlanması ve piyasa etkinliği üzerine yapılan akademik çalışmalardır. Finansal yenilik süreci sonunda piyasaların daha etkin ve daha tam olması beklenmektedir. Özellikle türev ürünlerinin daha yaygın kullanılmaya başlanması sonucunda risk paylaşımı ve daha düşük işlem maliyeti imkanlarını arttırarak piyasalarda etkinliği arttırması beklenmektedir.

Son dönemde finansal piyasalardaki gelişmelerin sonucu olarak ortaya çıkan önemli gelişmelerin çoğu, likit kredi enstrümanlarının hızla büyümesinden kaynaklanmıştır. Teknolojiye gelişmeler sonucunda mektup ve teleks gibi araçlardan modern bilgi ve telekomünikasyon teknolojilerine geçiş ödeme sistemlerinde işlem maliyetlerinin büyük oranda düşmesine yol açmıştır. Ödemenin büyüklüğünü, hesap birimini ve ödemeyi yapan kişilerin buldukları coğrafi birimi dikkate almaksızın ödemenin hızlı bir şekilde yapılabilmesi imkanını doğurmuştur. Yeni ortam çok daha dinamik, uluslararası finansal gelişmelere ve yapıya çok daha duyarlı ve önceki yıllara göre çok daha hızlı tepki veren bir dönemdir. Yeni teknolojilerle, piyasa fiyatları yerel ve uluslararası gelişmelere çok daha fazla duyarlı hale gelmiştir. Teknolojik gelişme ve finansal yeniliklerle ortaya çıkan yeni dönemde, merkez bankalarına ödeme sisteminde bazı sorumluluklar düşmektedir. Merkez bankasına yeni ortamda düşen sorumluluk;

etkinliği, güvenliği ve etkin parasal kontrolü aynı anda sağlamaktır. Merkez bankaları bu sorumluluklarını, piyasaları gözetim altında tutarak uyguladıkları para politikası ile gerçekleştireceklerdir.

Finansal yeniliklerdeki hızlı artış; para arzı, para talebi ve aktarım mekanizmasında da değişiklikler yaratmaktadır. Para arzı alt kalemlerinin likiditelerine göre sınıflandırılması geçmişe göre çok daha zor hale gelmekte ve para arzı tanımları değişmektedir. Finansal yenilikler bireylerin para talebini azaltmakta ve rezerv çarpanları ile para arzları üzerinde arttırıcı bir etki yapmaktadır. Ayrıca finansal ürün eşitlemesindeki artış, para arz ile para talebinin istikrarsızlığını arttırmakta ve tahminini güçleştirmektedir.

Finansal yeniliklerin önümüzdeki dönemde de artmaya devam edeceği tahmin edilmektedir. Bu beklentinin arkasında yatan sebepler; işlem maliyetlerinde gerçekleşen gerileme ve teknolojiadaki ilerlemelerdir. Ayrıca insanlar bu ürünleri öğrendikçe daha fazla bu ürünleri kullanmaya başlayacaklardır. Ekonomideki belirsizlikler sürdükçe önümüzdeki dönemde de maliyetleri azaltmak amacıyla daha önemli finansal yeniliklerin ortaya çıkması beklenmektedir.

Türkiye’de de dünyada finans tekniklerindeki gelişmelere paralel olarak yeni finansal ürün ile süreçler kullanılmaya başlanırken, ikincil piyasalar da hızla gelişmektedir. Ülkemizde politika yapanlar mali yeniliklerin paranın dolaşım hızı ile para çarpanları, para arzı ve aktarım mekanizması üzerindeki etkileri de dikkate almak zorundadırlar.

KAYNAKÇA

1. Akhtar, M.A. (1983), "Financial Innovations and Their Implications for Monetary Policy: An International Perspective", BIS Economic Papers, No: 9, Nocember 1983.

2. Allen, Roy E. "Financial Crises and Recession in the Global Economy", College of California.

3. Edward, J. Kane (1981), "Accelerating Inflation, Technological Innovation, and the Decreasing Effectiveness of Bank Regulation", Journal of Finance, Vol.36 (May 1981).

4. Greenspan, Alan (1998), "The Crisis in Emerging Market Economies", Before the Committee on the Budget, U.S. Senate, September (23), 1998.

5. Horne, James C. Van (1985), "Of Financial Innovations and Excesses", The Journal of Finance, Vol. XL.

6. Kaplan, Cafer (1997), "Repo Piyasasındaki Gelişmeler", T.C. Merkez Bankası, Araştırma Genel Müdürlüğü, 23 Ekim 1997, Yayınlanmamış Çalışma.

7. Kargı, Fatih (1997), "Swift Sistemi ve Bankamızdaki Uygulamaları", Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Elektronik Ödemeler Müdürlüğü, Ocak 1997.

8. Kesriyeli, Mehtap (1997), "1980'li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri", T.C. Merkez Bankası, Araştırma Genel Müdürlüğü, Yayın No: 97/4, Mart,1997.

9. Merton, Robert C. (1995), "Financial Innovations and the Management and regulation of Financial Institutions", Journal of Banking and Finance.

10.Mishkin, S. Frederic (1989), "Money, Banking, and Financial markets", Colombia University.

11.Sak, Güven (1995), "Public Policies Towards Financial Liberalization: A General Framework and an Evaluation of the Turkish Experience in the 1980's", Capital Markets Board, Publication Number:22.

12.Saygılı, Mesut (1998), "Türkiye'de Rezerv Artışı ve Vadeli İşlemler Üzerine Not", TCMB, Araştırma Genel Müdürlüğü, Yayınlanmamış Çalışma.

13.Speech, "Adapting Central Banking to a Changing Environment", by Deputy Director General, Tommaso Padoa-Schioppa, to the Central Banking Seminar on Frameworks for Monetary Stability, Organized by the International Monetary Fund, Washington, March 1994, Published in Economic Bulletin – No.19, October 1994.

14.World Development Report, "Institutional and Regulatory Framework for Developing Country Finance".