

**T.C.  
OKAN ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**TCMB PARA POLİTİKASI ARAÇLARI VE “2002-2012  
YILLARI ARASI TCMB POLİTİKALARININ  
İNCELENMESİ”**

**Bahadır Vefa SEZER**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME ANABİLİMDALI**

**DANIŞMAN  
Prof. Dr. Halit Targan ÜNAL**

**İSTANBUL, Aralık 2013**

**T.C.  
OKAN ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**TCMB PARA POLİTİKASI ARAÇLARI VE “2002-2012  
YILLARI ARASI TCMB POLİTİKALARININ  
İNCELENMESİ”**

**Bahadır Vefa SEZER  
(112002007)**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İŞLETME BÖLÜMÜ**

Tezin Savunulduğu Tarih: 20 Aralık 2013

Tez Danışmanı : Prof. Dr. Halit Targan Ünal  
Diğer Jüri Üyeleri : Yard. Doç. Dr. Bülent Günceler  
Öğr. Gör. İsmet Kurtuluş

**İSTANBUL, Aralık 2013**

# ÖNSÖZ

Merkez bankacılığının tarih içerisindeki başlangıcından bugüne kadar geçirmiş olduğu süreç genel hatlarıyla incelenerek ve literatür taramalarıyla desteklenmek koşuluyla açıklanmaya çalışılmıştır. Çalışmanın esas amacı 2002-2012 yılları arasında kapsayan 10 yıllık süreç içerisinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın uyguladığı para politikalarını tespit etmek ve bu uygulamaların sonuçlarını ortaya koymaktır. Çalışmanın dönem incelemesi aşamasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın kamuoyuna açıklamış olduğu rakam ve rasyolar üzerinden değerlendirme yapılmıştır.

# İÇİNDEKİLER

Sayfa No

ÖNSÖZ.....	ii
İÇİNDEKİLER.....	iii
ÖZET.....	vi
SUMMARY.....	vii
SEMBOL LİSTESİ.....	viii
KISALTMALAR.....	ix
ŞEKİL LİSTESİ.....	x
TABLO LİSTESİ.....	xi
<b>1. DÜNYA'DA MERKEZ BANKACILIĞININ DOĞUŞU VE GELİŞİMİ.....</b>	<b>14</b>
<b>1.1. MERKEZ BANKACILIĞININ ORTAYA ÇIKIŞI VE GELİŞİMİ.....</b>	<b>14</b>
1.1.1. Başlangıç Dönemi (1668-1873).....	16
1.1.2. Altın Standardı Dönemi (1873-1914).....	17
1.1.3. Dünya Savaşları Ve Krizler Dönemi (1914-1945).....	18
1.1.4. Bretton-Woods Dönemi (1945-1971).....	20
1.1.5. 1970'den Günümüze Merkez Bankaları Bağımsızlığı.....	21
<b>1.2. MERKEZ BANKALARI BAĞIMSIZLIĞI.....</b>	<b>22</b>
<b>2. PARA POLİTİKASI VE POLİTİKA ARAÇLARI.....</b>	<b>24</b>
<b>2.1. PARA KAVRAMI.....</b>	<b>24</b>
<b>2.2. PARA POLİTİKASI TANIMI.....</b>	<b>25</b>
<b>2.3. PARA POLİTİKASI AMAÇLARI.....</b>	<b>29</b>
2.3.1. Fiyat İstikrarı.....	29
2.3.2. Tam İstihdam.....	30
2.3.3. İktisadi Büyüme.....	31
2.3.4. Faiz İstikrarı.....	31
2.3.5. Dış Ödemeler Dengesi.....	32
2.3.6. Finansal Piyasalar İstikrarı.....	32
<b>2.4. PARA POLİTİKASINA İLİŞKİN YAKLAŞIMLAR.....</b>	<b>34</b>
2.4.1. Keynesyen Yaklaşımı.....	33
2.4.2. Monetarist Yaklaşım.....	34
2.4.3. Radcliffe Raporu.....	37
<b>2.5. PARA POLİTİKASI TÜRLERİ.....</b>	<b>38</b>
2.5.1. Gevşek para politikaları.....	39
2.5.2. Sıkı para politikaları.....	40

<b>2.6. PARASAL AKTARIM MEKANİZMALARI.....</b>	<b>41</b>
2.6.1. Faiz Oranı Kanalıyla Aktarım.....	41
2.6.2. Kur Kanalı İle Aktarım.....	42
2.6.2.1. Tobin Q Teorisi.....	46
2.6.2.2. Servet Etkisi.....	46
2.6.3. Kredi Kanalı İle Aktarım.....	47
<b>2.7. PARA POLİTİKASI STRATEJİLERİ.....</b>	<b>48</b>
2.7.1. Ara Hedefleme.....	50
2.7.1.1. Parasal Hedefleme.....	50
2.7.1.2. Kur Çapası.....	51
2.7.2. Doğrudan Enflasyon Hedeflemesi.....	52
<b>2.8. PARA POLİTİKASI ARAÇLARI.....</b>	<b>53</b>
2.8.1. Doğrudan (Direkt) Para Politikası Araçları.....	55
2.8.1.1. Faiz Oranı Kontrolleri.....	55
2.8.1.2. Kredi Tavanı Kontrolleri.....	56
2.8.1.3. Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları.....	56
2.8.1.4. Disponibilite Uygulaması.....	57
2.8.2. Dolaylı(Endirekt) Para Politikası Araçları.....	57
2.8.2.1. Açık Piyasa İşlemleri.....	59
2.8.2.2. Döviz-Efektif İşlemleri.....	61
2.8.2.3. Reeskont Penceresi.....	62
2.8.2.4. Zorunlu Karşılıklar Ve Temel Fonksiyonları.....	64
<b>3. TÜRKİYE CUMHURİYETİ MERKEZ BANKASI VE UYGULADIĞI PARA POLİTİKALARI.....</b>	<b>68</b>
3.1. TCMB KURULUŞ SÜRECİ.....	68
3.2. TCMB BAĞIMSIZLIĞI.....	71
3.3. 2002-2012 YILLARI ARASI UYGULANAN PARA POLİTİKALARI....	71
3.3.1. 2002 Yılında Uygulanan Para Politikası.....	72
3.3.2. 2003 Yılında Uygulanan Para Politikası.....	73
3.3.3. 2004 Yılında Uygulanan Para Politikası.....	74
3.3.4. 2005 Yılında Uygulanan Para Politikası.....	75
3.3.5. 2006 Yılında Uygulanan Para Politikası.....	79
3.3.6. 2007 Yılında Uygulanan Para Politikası.....	84
3.3.7. 2008 Yılında Uygulanan Para Politikası.....	86
3.3.8. 2009 Yılında Uygulanan Para Politikası.....	94
3.3.9. 2010 Yılında Uygulanan Para Politikası.....	99
3.3.10. 2011 Yılında Uygulanan Para Politikası.....	103
3.3.11. 2012 Yılında Uygulanan Para Politikası.....	115

<b>4. SONUÇ VE ÖNERİLER.....</b>	<b>134</b>
<b>KAYNAKLAR.....</b>	<b>141</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ.....</b>	<b>147</b>

# ÖZET

## TCMB PARA POLİTİKASI ARAÇLARI VE “2002-2012 YILLARI ARASI TCMB POLİTİKALARININ İNCELENMESİ”

Çalışmamızın temel amacı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın 2002-2012 yılları arasında kalan on yıllık süreç zarfında uyguladığı para politikalarını ortaya koymak ve bu politikalar sonrasında ekonominin kazanç ya da kayıplarını irdelemektedir. Bu on yıllık süreci incelenmeden önce çalışmanın başlangıcında merkez bankacılığının doğuşu ve gelişimi incelenmiştir. Bu bölümde esas olan merkez bankacılığın hangi dinamikler üzerine kurulduğunu ortaya koymaktır. Böylelikle başlangıç teorisi ile bugün uygulanan politikalar arasındaki farklılığın daha rahat anlaşılması amaçlanmıştır.

İkinci bölümde, para politikası ve politika araçları öncelikle genel hatlarıyla ekonomi literatürü kullanılarak açıklanmaya çalışılmıştır. İkinci bölümün detayına inildiğinde doğrudan ve dolaylı olarak ikiye ayrılan para politikası araçlarının birçok alt kırılımı incelenmiş ve merkez bankalarınca uygulanma yöntemleri açıklanarak sebep sonuç ilişkisi içerisinde açıklanmıştır.

Üçüncü bölümde ise, 2002-2012 yılları arasında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın uygulamış olduğu para politikası kararları ayrıntılı olarak ve yıllara yaygın olarak irdelenmiştir. Bu bölümün yazımı aşamasında TCMB' nin almış olduğu kararlar, yapılan para politikası toplantılarındaki görüşler ve bu sürecin Türkiye Ekonomisi üzerine yansımaları açıklanmaya çalışılmıştır. Bu on yıllık süreç içerisinde her yıl ayrı bir başlık altında açıklandığı gibi uzun vadeli alınmış olan bir para politikası kararının ilerleyen yıllarda doğurmuş olduğu sonuçlarda incelenmiştir. Sonuç ve öneriler kısmında ise bu zaman zarfı içerisinde yapılan çok önemli para rejimi ve politika kararlarındaki değişiklikler üzerinde çalışılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Merkez Bankası, Merkez Bankası Bağımsızlığı, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Para Politikası, Para Politikası Araçları, Para Politikası Faiz Reaksiyonu, Enflasyon Hedeflemesi, Açık Piyasa işlemleri,

**Tarih:** Kasım,2013

# **SUMMARY**

## **MONETARY POLICY TOOLS OF CENTRAL BANK OF THE REPUBLIC OF TURKEY AND MONETARY POLICIES OF THE CENTRAL BANK OF THE REPUBLIC OF TURKEY REVIEW BETWEEN 2002-2012**

The main purpose of this study is to set forth the monetary policies implemented by Central Bank of the Republic of Turkey in last decade between 2002 to 2012 and examine the cons and pros cons. Before inspecting this ten year period, as a preface, the birth and development of Central Banking has been studied. In this particular section the main purpose is to present on which dynamics the central banking is established. Hereby the differences between the initial theory and current policies implemented could be better understood.

In the second part monetary policy and political instruments are tried to be explained by using the general concepts of economic literature. In detailed analysis of the second part, the lower breakdown of the monetary policy instruments which is separated as direct and indirect is studied and the methods of implementation is explained in cause and effect relation.

In the third part, the monetary policy decisions by Central Bank of The Republic of Turkey is studied in details and widely in years. Whilst formation of this section the decions taken in monetary policy meetings and the reflection of this process on Turkish economy is tried to be explained. In this ten year of time every single year is explained under seperate topics and the results of these long term monetary policy decisions in next coming years are studied. In the final and recommendation section the changes in this specific time period in currency regime and political decisions is studied

**KEY WORDS:** Central Bank, Independence of Central Bank, Central Bank of the Turkish Republic, Monetary Policy, Monetary Policy Tools, Interest Reaction of Monetary Policy, Inflation Targeting, Open Market Operations.

DATE: November, 2013



## SEMBOL LİSTESİ

<b>c</b>	: Nakit Tercih Oranı
<b>C</b>	: Nakit Olarak Elde Tutulan Para
<b>D</b>	: Mevduat
<b>DD</b>	: Vadesiz Mevduat
<b>e</b>	: Bankaların Serbest Mevduat Tercih Oranı
<b>m</b>	: Parasal Çarpan
<b>M</b>	: Para Arzı
<b>M<sub>1</sub></b>	: Dolaşımdaki Para+Bankalardaki Vadesi Mevduat+Merkez Bankasındaki Mevduat
<b>M<sub>2</sub></b>	: M1+Mevduat Bankalarındaki Vadeli Mevduat
<b>M<sub>2</sub>Y</b>	: M2+Yurtiçi Yerleşiklerin DTH' leri
<b>M<sub>3</sub>A</b>	: M2+Mevduat Bankalarındaki Resmi Mevduat
<b>M<sub>3</sub>Y</b>	: M3+DTH
<b>md</b>	: Mevduat Çarpanı
<b>P</b>	: Fiyatlar Genel Seviyesi
<b>rd</b>	: Zorunlu Karşılık Oranı
<b>rt</b>	: Vadeli Mevduat için MMK Oranı
<b>t</b>	: Vadeli Mevduat Yatırma Oranı
<b>V</b>	: Paranın Dolaşım Hızı
<b>AD</b>	: Toplam Talep Düzeyi
<b>SAS</b>	: Kısa Dönem Toplam Arz Eğrisi
<b>Y</b>	: Reel Üretim

## KISALTMALAR

<b>APİ</b>	: Açık Piyasa İşlemleri
<b>BDDK</b>	: Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu
<b>BPP</b>	: Bankalararası Para Piyasası
<b>DİBS</b>	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
<b>ER</b>	: Serbest Mevduat
<b>GSYİH</b>	: Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla
<b>İMKB</b>	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>ROK</b>	: Rezerv Opsiyon Mekanizması
<b>SPK</b>	: Sermaye Piyasası Kurumu
<b>TCMB</b>	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
<b>TD</b>	: Vadeli Mevduat
<b>TEFE</b>	: Toptan Eşya Fiyat Endeksi
<b>TMSF</b>	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
<b>TÜFE</b>	: Tüketici Fiyat Endeksi
<b>TÜİK</b>	: Türkiye İstatistik Kurumu
<b>OVP</b>	: Orta Vadeli Program
<b>ÜFE</b>	: Üretici Fiyat Endeksi

# ŞEKİL LİSTESİ

## SAYFA NO

<b>Şekil 1</b>	Gevşek Para Politikası.....	39
<b>Şekil 2</b>	Sıkı Para Politikası.....	40
<b>Şekil 3</b>	Parasal Aktarım Mekanizmaları.....	44
<b>Şekil 4</b>	2002-2008 Yılları Arası Türkiye’de Enflasyon Gelişmeleri.....	87
<b>Şekil 5</b>	Enflasyon Beklentileri.....	88
<b>Şekil 6</b>	Faiz Oranlarındaki Değişmeler.....	96
<b>Şekil 7</b>	Piyasa Faizinin Vade Yapısı.....	97
<b>Şekil 8</b>	Tüketici Kredisi Vade Yapısı.....	98
<b>Şekil 9</b>	TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimleri ile Kredi Artış Oranları.....	104
<b>Şekil 10</b>	Cari İşlemler Dengesi ve Cari Açığın Temel Finansman Kaynakları.....	105
<b>Şekil 11</b>	Günlük Yüzde Değişim Endeksi.....	106
<b>Şekil 12</b>	TCMB Faiz Oranları ve TL Zorunlu Karşılık Oranları.....	107
<b>Şekil 13</b>	Kur Oynaklığı ve Gecelik Faiz Oranları.....	108
<b>Şekil 14</b>	Para Politikası Araçları Seyri.....	119
<b>Şekil 15</b>	Kredi Değişimi ve Cari İşlemler Açığı.....	120
<b>Şekil 16</b>	Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi.....	120
<b>Şekil 17</b>	Enflasyon ve Hedefler.....	122
<b>Şekil 18</b>	Enflasyon Beklentileri.....	123
<b>Şekil 19</b>	TL Zorunlu Karşılıkların Döviz Olarak Tesis Edilebilmesine İlişkin Rezerv Opsiyon Mekanizması Oranı.....	124

<b>Şekil 20</b>	TL Zorunlu Karşılıkların Altın Olarak Tesis Edilebilmesine İlişkin Rezerv Opsiyon Mekanizması Oranı.....	125
<b>Şekil 21</b>	Banka Kaldıraç Oranları Dağılımı.....	130

# TABLO LİSTESİ

	<u>SAYFA NO</u>
<b>Tablo 1</b>	Basitleştirilmiş Bankacılık Kesimi Bilançosu.....26
<b>Tablo 2</b>	2004 Yılı Likidite Değişikliği Faktörleri.....75
<b>Tablo 3</b>	Merkez Bankası'nca Net Alımı Yapılan Döviz Tutarları.....77
<b>Tablo 4</b>	2004 Yılı Likidite Değişikliği Faktörleri.....77
<b>Tablo 5</b>	Merkez Bankası'nca Alım-Satımı Yapılan Döviz Tutarları.....83
<b>Tablo 6</b>	Merkez Bankası Alım-Satımı Yapılan Döviz Tutarları.....91
<b>Tablo 7</b>	Likiditedeki Değişim.....94
<b>Tablo 8</b>	Merkez Bankasınca Alım-Satım Yapılan Döviz Tutarları.....110
<b>Tablo 9</b>	Likiditedeki değişim ve TCMB Fonlaması.....112
<b>Tablo 10</b>	Likiditeyi Etkileyen Kalemler.....113
<b>Tablo 11</b>	Para Politikası Çerçevesi.....115
<b>Tablo 12</b>	TCMB Tarafından Alım-Satımı Yapılan Döviz Tutarları.....126
<b>Tablo 13</b>	Likiditedeki Değişim ve TCMB Fonlaması.....129
<b>Tablo 14</b>	TCMB 2012 Faiz Oranları.....132
<b>Tablo 15</b>	TL Zorunlu Karşılıkların Döviz Cinsinden Tutulabilmesine İlişkin Kararlar ve Rezerv Opsiyon Katsayıları.....132
<b>Tablo 16</b>	Zorunlu Karşılık Oranları (TL, Yüzde).....133
<b>Tablo 17</b>	Zorunlu Karşılık Oranları (Yabancı Para, Yüzde).....133

# GİRİŞ

Finansal sistemlerde ekonomik göstergelerin beklentilerle uyuşması için ilk etapta sıralanabilecek dört farklı hedef vardır. Bunları;

- Tam istihdam
- Fiyat istikrarı
- Büyüme istikrarı
- Ödemeler dengesi

Şeklinde sayabiliriz (Rose, 1986). Birçok ekonomik yapılanmanın temel hedefi olarak sıraladığımız bu dört unsura ulaşılması için, sistemin içinde bulunduğu konumun, yönetim kalitesinin, kültürel ve siyasi yapının önemi çok büyüktür. Bu ekonomik hedeflerin yerine getirilmesini sağlayan iki önemli çalışma birimi mevcuttur. Bu birimler ülkelerde hükümetler tarafından belirlenip uygulanan maliye politikaları ve ülkenin merkez bankası tarafından takip edilen para politikalarıdır. Bu iki birimin birbiri ile etkileşimli ve uyumlu bir şekilde çalışmasıyla oluşan ekonomik mekanizmalarının başarısını görmek şaşırtıcı olmayacaktır.

Bu iki birimin uyum içerisinde çalışmasından bahsettiğimiz gibi unutulmaması gereken bir diğer hususta karşılıklı olarak birbirlerinin girdi ve çıktılarını kullanmalarıdır. Bunu bir örnekle açıklamamız gerekirse, sistemin içinde bulunduğu ekonomik koşulların ve genelde seçilmişlerden oluşan hükümetlerin sürdürmekte olduğu maliye politikalarını girdi olarak kullanan merkez bankaları temel para politikalarını oluştururken bu girdiyi kullanır ve stratejilerini, yol haritalarını bu şekilde belirlerler.

Çalışmamın esas amacı, başta Dünya ve akabinde Türkiye olmak üzere belirlenen para politikalarını irdelemek, para politikalarının tarihsel sürecini izlemek ve nihai olarak da son on yıllık süreç içerisinde ülkemizdeki uygulanan merkez bankası para politikalarını değerlendirmektir.

Bu düşünceyle oluşturduğum çalışmam dört bölümden oluşmuştur. Başlangıç olarak birinci bölümde Dünya da merkez bankacılığının doğuşunu ve gelişimini inceleyeceğim. 1668'lerdeki başlangıç dönemiyle birlikte ortaya çıkış sürecini tarihsel olarak 1970'lerdeki merkez bankalarının bağımsızlık sürecine kadar taşıyacağız, bununla birlikte kısa bir şekilde de merkez bankalarının bağımsızlık sürecinden bahsedeceğiz.

İkinci bölümde, genelden özele gitmek şartıyla para politikası ve politika araçlarını inceleyeceğiz. Para kavramını açıklayarak başlayacağımız bölümde, sırasıyla para politikasının amaçları, türleri, parasal aktarım mekanizmalarını irdelemeye çalışacağız.

Üçüncü bölümde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın uyguladığı para politikaları üzerinde durmaya çalışacağız. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının kuruluş süreci ile başlayacağımız bu bölümden 2002-2012 yılları arasında uygulanan para politikalarını inceleyeceğiz. Dördüncü ve son bölümde ise çalışmanın tamamına ilişkin sonuç ve önerilerimiz ile çalışmayı sona erdireceğiz.

## **BİRİNCİ BÖLÜM**

### **1. DÜNYA'DA MERKEZ BANKACILIĞININ DOĞUŞU VE GELİŞİMİ**

#### **1.1. MERKEZ BANKACILIĞININ ORTAYA ÇIKIŞI VE GELİŞİMİ**

Merkez bankacılığının ortaya çıkışındaki temel etkenlerden bir tanesi ülkelerin ekonomik istikrarı sağlama arzusudur. Bu sebeple ekonomik politikalar için bazı temel hedefler,

- Finansal piyasalardaki istikrar
- Faiz oranlarında istikrar
- Döviz piyasalarındaki istikrar
- Kazanç ve zenginlik dağılımını düzeltmek
- Kamusal ihtiyaçları karşılamak,

Şeklinde sıralanabilir. Muhakkak bu hedefleri sayıca daha arttırmak mümkündür. Kısaca sıralamaya çalıştığımız ekonomik hedeflere ulaşmak için uygulanacak ekonomi

politikalarını kategorize etmemiz gerekirse para ve maliye politikaları olarak iki gruba ayırabiliriz. Kısaca bu kavramları tanımlamamız gerekirse;

- Para politikası: Ülkedeki para hacminin, maliyetinin, üretici ve tüketici arasındaki beklentileri etkileyerek başta belirlenen amaçlara ulaşmaya yönelik bir araya getirilen stratejiler bütünüdür. Merkez bankaları tarafından oluşturulup idame ettirilir.
- Maliye politikası: Ülke genelinde tam istihdam, yakalanabilir bir fiyat istikrarı, ekonomik büyüme gibi hedeflere ulaşmak adına hükümetlerce belirlenmiş programların tamamıdır. Maliye politikaları hükümetlerce belirlenmiş olduğu için kamu gelirleri ile kamu harcamaları arasındaki temel denge üzerine kurulu olduğu da söylenebilir.

Para ve maliye politikalarının başarılarından bahsedebilmemiz için her iki mekanizmanın da birbirinden haberdar ve eş güdümlü çalışması gerekmektedir. Yalnızca bir tanesinin başarısı ekonomik hedeflere ulaşmaya yeterli olmayacaktır. Bu bağlamda bakıldığında merkez bankalarının para politikaları arasındaki temel görevinin fiyat istikrarını sağlamak olduğu söylenebilir. Demek oluyor ki; maliye politikalarının belirlenmesinde ilk akla gelecek olan husus, fiyat istikrarı ile uyumlu ve fiyat istikrarını destekleyecek nitelikte politikalardan bahsedilmelidir. Fiyat istikrarının faydalarından söz etmemiz gerekirse aşağıdaki gibi sıralanabilir.

- Piyasada fiyat istikrarından söz edildiğinde tasarruf sahiplerinin ülke ekonomisinde yatırıma yönelmeleri kolaylaşır. Böylece ülke ekonomisinin büyüme potansiyeli artacaktır.
- Fiyat istikrarının gelmesiyle birlikte enflasyondaki dengelenme sebebiyle yatırımcı ve tasarruf sahiplerini riske girme olasılığı azalacağı için yatırımların finansmanı hususunda risk primi faktörü göz ardı edilecektir. Böyle bir durumda yatırıma yönelme artarken sermaye piyasalarındaki gelişim hızı azalacaktır.
- Fiyat istikrarı sayesinde, fiyatlar genel seviyesinin korunacağı prensibinden hareketle, üreticilerin ellerinde bulundurdukları stok miktarı azalacaktır. Stok mamül üretiminde kullanmış oldukları fazla sermaye ve iş gücünü daha verimli ve farklı alanlarda kullanabilecekler.



- Para ikamesi durumu azalacaktır. Para ikamesinin varlığı ülkenin senyoraj gelirini<sup>1</sup> azaltır. Para ikamesinin var olması merkez bankalarının parasal kontrol gücünü de negatif yönde etkiler.

Dünya’da merkez bankacılığının gelişim sürecine bakıldığında 1970 yılı öncesi, 1970-1990 dönemi ve 1990 sonrası olmak üzere üç ana dönemden bahsedilebilir. 1970 yılı öncesi dönemlere baktığımızda dünyada henüz para politikası ve maliye politikasının ayrımının sağlıklı bir şekilde yapılmadığı görülmektedir. Genel olarak maliye politikalarının, para politikalarından daha önemli olarak görüldüğü söylenebilir.

### **1.1.1. Başlangıç Dönemi (1668-1873)**

Merkez bankacılığının oluşumundaki en önemli faktörün, ülkelerin savaş dönemlerindeki finansal ihtiyaçlarının karşılanması olduğunu görmekteyiz. Merkez bankacılığını, ateş ve tekerlek ile birlikte, tarihte meydana gelen üç önemli buluştan biri olarak görebiliriz (Zarakolu, 1989).

Paranın iç değerinin korunması, yurtiçi piyasalarındaki alım gücünün korunması anlamına gelirken, dış değerlerin korunması yabancı paralar karşısındaki değerinin korunması anlamına gelmiştir. Merkez bankalarının faaliyetlerine başladıkları ilk yıllarında kamu bankasından ziyade özel bankalar gibi çalışma prensipleri olan bankalar olduğunu rahatlıkla söylenebilir. Yani merkez bankalarının kar amacı ile kurulmuş olduklarını söylemek yanlış olmaz, bu fikirden hareketle piyasalar içerisinde ticari motivasyonu sağlamaları ve savaş esnasında kâğıt para basarak enflasyon oranlarını yükseltici hareket ettikleri görülmüştür. Zaman zaman bu olumsuz durumu engellemek için altına çevrilebilir banknot ihtiyacının başladığı gözden kaçmamaktadır.

1661 yılında Stockholm Bankası ilk banknotunu ihraç etmiştir. Ancak geçerlilik süresi çok kısadır. Daha sonra 1668’de İsveç Devlet Bankası (Riksbank) merkez bankası özelliklerini taşıyarak piyasaya para çıkartmışlardır. Bankanın kurucusu Palmstruch banknot ihracı ile ticari senetlerin iskontosu arasındaki ilişkiyi belirleyerek, iskonto işlemini yaptırana bankanın çıkardığı banknotları vermiştir (Fischer,1996)

---

<sup>1</sup> Senyoraj Geliri: Paranın basılırken katlanılan maliyeti ile paranın üzerindeki nominal değer arasındaki farka verilen isimdir.

İlk banknotun basılmasıyla birlikte başlayan tarihsel süreçte merkez bankaları başlıca bazı özellikleriyle anılır olmaya başlamışlardır. Bu özellikler zamanla birlikte piyasa şartları altında kendiliğinden gereksinim duyularak, merkez bankaları ile bağdaştırılan özelliklerdir. Bu özellikleri kısaca;

- Devletin tekel vazifesi gören bankası olmak,
- Banknot basma yetkisini elinde bulundurmak,
- Para akışının ve hacminin belirleyicisi olmak,

Şeklinde sıralayabiliriz.

### **1.1.2. Altın Standardı Dönemi (1873-1914)**

Altın standardı dönemi İskandinav ülkelerinin öncülüğüyle başlamış olup Doğu Avrupa ülkeleri ile devam etmiştir. Altın standardın da temel prensip, merkez bankalarının tedavüle sürdükleri banknotlar karşılığınca rezervlerinde altın bulundurmalarıdır. Böyle bir politikanın birçok ülke merkez bankası tarafından kabul görmesinin esas sebebi, banknot karşılığı altın bulundurmanın sonucu olarak ekonomik istikrar ve güven duygusunu ülkelere kazandırmaktır. Böyle bir yöntemle paranın yalnızca iç piyasadaki değer ve istikrarı değil, yurtdışında da karşılığı olması sebebiyle değer ve itibarının olduğundan bahsedilebilir.

Banknot karşılığı, altın rezervinin bulundurulmaya başlamasıyla, merkez bankalarının aktif olarak para politikası araçlarını benimsemeye başladıklarını rahatlıkla söylenebilir. Bu bağlamda genelde kullanılan metot, faiz oranlarını kontrol etmeye çalışmaktır. Merkez bankalarının rezervlerindeki ve piyasada dolaşımda bulunan altın miktarı, piyasadaki faiz oranını doğrudan etkilemektedir. Böylelikle merkez bankaları, iç piyasa da doğrudan altın alım satımı yoluyla, ya da dış piyasadan uzun vadeli altın alım sözleşmeleri ile iç piyasaya müdahale eder. İlerleyen vadede merkez bankalarının bu işlemi devamlı olarak tekrar etmeleri, kısa vadeli ya da spot para piyasalarının oluşmasının gerekliliğini ortaya koymuştur.

### **1.1.3. 1914-1945 Dönemi: Savaşlar ve Krizler**

#### **Dönemindeki Merkez Bankacılığı**

Dünya savaşlarının toplumsal ve siyasal yaralar bıraktığı, dünya tarihi açısından yadsınamaz bir gerçektir. Dünya siyasetinin bütün dinamikleri değişmiş, her iki dünya savaşı da kaos ve duraklamaları beraberinde getirmiştir. Bu kadar farklı noktada etkisini gördüğümüz Dünya Savaşları muhakkak ekonomi üzerine kurulmuş olup, temelde ülkelerin enerji ve ekonomik kaynaklarının paylaşımı üzerine şekillenmiştir. Bu sebeple bütün dünya ülkelerinin ekonomik piyasalarını doğrudan etkilediğini rahatlıkla söyleyebiliriz. Süreç 1914 yılında başlayan savaşın piyasalar üzerinde yarattığı şok ile başlamıştır. Durum Kıta Avrupa'sından önce İngiltere'yi vurmuştur. İngiltere'de ki ulusal ve yerel bankaların bütün varlıkları doğrudan uluslar arası piyasalardan sağlanmışken, bankaların yurtiçindeki tasarruf sahiplerine karşı sorumlulukları devam etmekteydi.

Durum böyle olunca İngiltere'deki menkul kıymetler borsası kuruluşundan itibaren ilk defa kapanmış ve buna müteakip diğer ülkelerde de menkul kıymetler borsalarında kapanmalar görülmeye başlanmıştır. Ve ülkelerin bankalara olan borçlarını ödeyememesinden dolayı, moratoryum<sup>2</sup> ilan edilmiştir.

Böyle bir durumda ilk yapılması gereken durum kaos ortamının dağıtılabilmesi adına, merkez bankalarının likiditeye ilişkin piyasayı rahatlatıcı eylemlerde bulunmasıdır. Piyasalara likidite sübvansede edileceğinin söylenmesi bile kısa vadede piyasalarda bir rahatlama ve genişleme yaratacaktır. Ancak içinde bulunulan savaş ortamı böyle bir çözüme imkan sağlamamaktadır. Çünkü altın standardı dönemi ile başlayan banknotlardaki altın karşılığı dönemi yavaş yavaş kapanmaktadır. Merkez bankası ve ülkedeki diğer tasarruf sahiplerinin elindeki altın gibi hazır değerler savaş masraflarının finansmanın kullanılmaktaydı. Mevcut altın rezervlerinin bu kaynaklara aktarılmasıyla birlikte piyasada işlem gören banknotun altın karşılığı kalmamıştır. Ve merkez bankaları yalnızca kanuni bir mübadele aracı olarak banknot basmaya başlamışlardır. İşte bu noktadan sonra uluslararası piyasalarda döviz ve dövizin öneminin azami derecede arttığını gözlemlemekteyiz. Altın karşılığı kalmayan paranın, tek güven endeksi üstünde isminin yazılı olduğu merkez bankasının saygınlığı ve itibarı olmaya başlamıştır. Ve böylelikle yine uluslararası piyasalarda döviz cinsleri arasında çok ciddi marj boşlukları oluşmaya başlamıştır.

---

<sup>2</sup> Moratoryum: Ödeme gücünün kaybedilmesi sebebiyle borçların ödenemeyeceğinin ilan edilmesidir. Borç tahsilat vadesindeki ertelemesidir.

Bu durumun oluşmasında ki asıl sebep ise, savaş masraflarına aktarılan hazır değerler sonrasında ülkelerin bütçelerinde ciddi açıklar meydana gelmesi ve bu açıklarının basılan paralarla karşılanmaya çalışılmasıdır. Böylelikle iç piyasada dolaşımda olan para miktarının artması sonucu enflasyon oranları hızlı bir şekilde yükselmiş ve gayri safi milli hâsıla ülkelerin borçluluk düzeyinin çok üstünde kalmıştır. Savaş sırası ve sonrasında her ülkenin merkez bankacılığı anlayışında birbirine benzer değişimler yaşanmıştır. Yapılan en büyük hareket ise bütçe açıklarının para basarak kapatılmaya çalışılmasıdır. Bu durumda çok kısa bir süre sonra ülke içi ekonomide hiperenflasyonist bir ortamın görülmesine sebep olmuştur. Bütçe açıkları ve hükümetlerinin politikalarının uygulanması sonucunda yaşanan bu durum merkez bankalarının bağımsızlaşmaya ilişkin düşüncelerin başlamasına sebep olmuştur. Kısaca merkez bankalarını bağımsızlığa sürükleyen bu süreci iki maddeyle açıklayacak olursak;

- Merkez bankaları ülkelerin ekonomik istikrarını gözetebilmek için her ne koşulda olursa olsun hükümetlerden farklı bir bakış açısı ile durumlara yaklaşmaları gerekir,
- Parasal istikrar olmaksızın, kamu maliyesi (vergileendirme) istikrarından bahsedilemez, şeklinde sıralayabiliriz.

Zaten bu gelişmelere ve değişen dünya dengelerine dayanarak birçok ülke bağımsız bir merkez bankası yapılanmasına gitmeye başlamıştır.

Savaş sonrası dönemle birlikte dünyadaki ekonomi otoriteleri yeniden altın standardı dönemine geçmek istemişler ve bu yönde çalışma başlatmışlardır. Ancak İngiltere başta olmak üzere diğer Avrupa ülkeleri, paralarının hangi fiyat üzerinden altına endeksleneyeceği hususunda fikir ayrılığı yaşamışlardır. Bu noktada Amerika ve Avrupa ülkeleri arasında ciddi ayrılıklar yaşanması sonucunda savaşı kazanan değil ekonomik istikrarı sağlayacak politikayı benimseyen ülkeler savaş sonrası dönemde daha sağlam adımlar atacaktı. Sıkı para politikaları sonucu deflasyonist bir ekonomiye sahip olan Amerika'da da, kontrol edilemeyen bütçe açığını parasallaştırmaya çalışan Avrupa ülkelerinde görülen hiperenflasyonda da temel sonuç aynı olmuş Büyük Buhran'la başlayan ticaretin çöküşü bütün dünya devletlerini yine doğrudan etkileyerek altına dayalı parasal sisteme dönmeyi yeniden zora sokmuştur. Altın para sistemine dönülmek istenmesinin bir diğer sebebi de merkez bankasının ihraç ettikleri banknotları istenildiği zaman altına çevirerek maliyetsiz kaynak sağlanmasıdır. Ancak kağıt para sisteminde böyle bir zorunluluk olmadığından para ihracı ne hacimde yapılacağı, kaynak maliyetlerini doğrudan etkileyeceğinden önem kazanmıştır. Bu politikaya Keynesyen bir

bakış açısıyla bakacak olursak, devletin ekonomiye müdahale etmesinin sebebi ekonomiyi bozmak değil, onu sosyalist alternatiflerden korumaktır.

#### **1.1.4. 1945-1971 Dönemi: Bretton Woods Dönemi Merkez Bankacılığı**

İkinci Dünya Savaşıyla birlikte Amerika Birleşik Devletlerine sermaye ve düşük maliyetli kaynak girişi artmıştır. Ve böylelikle de ABD güçlü bir ekonomiye sahip olmak yolunda sağlam adımlar atmaya başlamıştır. Bilhassa altın gibi kıymetli madenlerin hızlı bir şekilde ABD'ye aktarılıyor olması dünyada altına dayalı sistemin yeniden başlamasını imkânsızlaştırmıştır. Devam eden süreçte Japonya ve Avrupa ekonomilerinin çökmesi sonucunda da 1943-1944 yılları arasında ABD ve İngiltere'nin öncülüğünde uluslararası para sistemi olarak Bretton Woods sistemi kurulmuştur (Meulendyke, 1998).

Bu yıllarda dünya üzerinde yeni oluşturulmaya çalışılan finansal sistemde ağırlıklı olarak kullanılan kurların değişimi sabitlenmiştir. İlk etapta bakıldığında birçok paranın kuru ve marjı altına endekslenmiştir. Ancak unutulmaması gereken husus, altın rezervinin çok büyük bir kısmının ABD' nin elinde oluşudur. Böylelikle bu dönem içinde altına endekslenen kurlar, dolaylı olarak dolara endekslenmiş oldu. Ve dünyada doların popülaritesi bu olay sonrasında hızlı bir şekilde gelişmeye başlamıştır.

1960'lı yıllara kadar devam eden cephe ve soğuk savaşlar, ABD ve Sovyetler Birliği'ni hem geliştirmiş, hem de savunma harcamalarının artması sebebiyle kendi içlerinde ekonomik bir tehdit oluşturmuştur. Bu zaman dilimi içerisinde kendilerini yeni baştan yaratmaya çalışan Almanya ve Japonya'yı da düşünürsek, ABD' nin rekabetçi üstünlüğünü zorlamıştır. Çünkü Almanya'da artan sanayi faaliyetleriyle markın değerine ilişkin çalışmalar başlatmıştır. Bununla birlikte rekabet gücü azalan ABD, Almanya'dan direkt paranın değerini yükseltmesini istemiş, ancak olumlu yanıt alamamıştır. 1970'li yılların başındaki küresel gelişmelerle birlikte Bretton Woods sistemi çökmüştür.

### **1.1.5. 1970'den günümüze Merkez Bankaları ve Bağımsızlığı**

Bretton Woods sisteminin yıkılışıyla birlikte dalgalı kur rejimine geçiş süreci başlamıştır. Merkez Bankalarının politika dinamiklerinin birçoğu temelden değişime uğramıştır. 1970'lerin başında Robert Mundell, Harry Johnson, Jacob Frenkel gibi ABD'li akademisyenlerin ortaya attığı parasalcı yaklaşım, merkez bankalarının kur oluşumunda uyguladıkları politikalar üzerinde doğrudan etkili olmuştur. Sabit kur rejiminin uygulandığı esnada, merkez bankaları yalnızca enflasyonla birlikte gidebilecek politikalar uygulamaktaydı. Kısacası merkez bankalarının hareket alanları sınırlıydı. Ancak dalgalı kura geçilmesiyle birlikte enflasyonist politikalar üzerindeki baskıda ortadan kalkmıştır.

Merkez bankalarında parasalcı görüşün ağırlık kazanmasıyla birlikte, görev ve yetki kavramlarında da revizyona gidilmiştir. Ekonomik hedeflere ulaşmak için en önemli unsurun fiyat istikrarının getirilmesi anlaşılmıştır.

Başta Godfeld ve Laidler olmak üzere, bazı ekonomistler, para talebinin sınırlı sayıdaki değişkenin bir fonksiyonu olduğunu, paranın dolaşım hızının tahmin edilebilir olduğunu ve otoriteler kısa dönemde nominal gelirleri ve daha uzun bir dönemde enflasyonu kontrol edebilmeleri için parasal büyümeye hedefler konulmasının uygun olacağını ileri sürmüşlerdir (Fischer, 1994).

Bu ve benzeri çalışmalar, Merkez bankalarını parasal hedefleme çağına yöneltmiştir. Bu dönemi, para politikaları stratejileri açısından, ara hedefleme dönemi olarak da adlandırabiliriz. 1974 yılında Batı Almanya Merkez Bankası bu uyum sürecini başlatmıştır. 1975 yılında ABD, Kanada, İsviçre, 1976'da da İngiltere Parasal hedeflemeye geçmiştir (Griffiths ve Wood, 1981).

Yalnızca İkinci Petrol şokunun etkisiyle olmamakla birlikte, enflasyon oranları yükselmeye devam etmiş ve parasal istikrarla ilgili kaygılar yükselmiştir. Merkez bankaları bu dönem sonuna kadar faiz oranlarını değiştirmek suretiyle parasal hedeflerine ulaşabilme çabalarını sürdürmüşlerdir. Parasalcılar, faizlerin piyasada serbestçe belirlenebilmesine izin verilmesi ve dönemsel olarak düzeltilmiş para tabanının doğrudan kontrolü için otoritelere baskı yapmışlardır. Bu tartışma 1980'lerin ortasına kadar devam etmiş ve bu tarihlerde

yaşanan krizlerin etkisiyle parasal hedefleme sisteminin çökmesiyle sonuçlanmıştır (Goodhart, 1989 ve 1994).

1980'lerden başlayarak, parasal büyüklükler hedeflerine pratik olarak ulaşılması hem güç olmuş, hemde parasal hedeflere ulaşılması için gösterilen çabalar faiz oranlarının aşırı dalgalanması gereğini ortaya çıkartmıştır. Diğer yandan teknolojik gelişmeler ve finansal serbestleşme sonucunda yeni ödeme ve tasarruf araçlarının ortaya çıkması, paranın dolaşım hızının durağanlığını zayıflatmış, parasal büyüklükler ile enflasyon arasındaki ekonometrik ilişkinin zayıflamasına sebep olmuştur (Mishkin, 1999). Yaşanan bu olumsuzluklarla birlikte dünyanın parasal hedeflemeye olan güveni azalmıştır.

## **1.2. MERKEZ BANKALARI BAĞIMSIZLIĞI**

Dünya'da ağırlıklı olarak kabul görmüş ekonomik sistemlerin revize edilmesiyle birlikte genel olarak sabit kur rejiminin ülkelerin enflasyonla uyumlu politikalar geliştirmesi önünde engel olduğunu, parasalcı yaklaşımı ön plana çıkardığını görmekteyiz. Enflasyon hedeflemesinin öneminin anlaşıldığı zaman diliminde, güvenilir olmak ve hesap verebilmek gibi merkez bankacılığının temelini oluşturacak düşünce akımları başlamıştır.

Özel sektör ajanlarının para otoritesinin güvenilirliğini değerlendirmesinde üç kriter kullanılabilir. İlk olarak para uygulayıcılar tarafından resmi olarak açıklanmış bir enflasyon hedefi varsa özel sektör ajanlarının enflasyon beklentileri veya resmi olarak ifade edilmiş bir hedef bulunmuyorsa beklentiler ile gerçekleşen enflasyon karşılaştırılabilir. Uzun dönem nominal faiz oranları ile uzun dönem devlet tahvili faizlerinin karşılaştırılması bir başka kriter olacaktır. Üçüncü olarak özellikle ücret görüşmelerinde, işçiler enflasyon beklentilerini ücret pazarlıklarında kullanmıyorlarsa, bu işçilerin vekile, yani merkez bankasına güvendiklerini ifade edecektir (Büyükakın, 2004).

Güvenilirlik özellikle enflasyon hedeflemesi stratejisinde önemlidir. 2001 yılından itibaren Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası bağımsız bir yapıya, özellikle araç bağımsızlığına kavuşturulmuş ve 2005 yılından itibaren enflasyon hedefleme stratejisini belirlemiştir. Bununla birlikte merkez bankası enflasyon hedefini gerçekleştirmek için, hedefini gerçekleştirmede kullanacağı araçları serbestçe seçmesi olarak tanımlanabilecek araç bağımsızlığına sahip olması yeterlidir, amaç bağımsızlığı bir zorunluluk değildir ( Öztürk,

2003). Bir diğ er taraftan merkez bankası bağımsızlığına bakacak olursak, ÷lke genelindeki siyasi otorite ve otoritelerden uzak, yasal bağımsızlık çatısı altında hareket etmesi, politikaların başarıyla sürdür÷lebilmesi açısından önem arz etmektedir.

Teorik açıdan uygulamada kolay bir strateji olan enflasyon hedeflemesi politika uygulayıcıları tarafından resmi olarak bir hedef açıklandıktan sonra merkez bankası tarafından bir gelişme trendinin tahmin edilmesiyle başlar. Ancak, öncelikli olarak merkez bankasının elinde bir makro model olmalıdır. Tahmin edilen gelişme trendi ile açıklanan hedef arasında ortaya çıkacak fark merkez bankasının uygulayacağı politikanın biçimini belirler. Çıkış noktası rasyonel bekleyişler hipotezi olan enflasyon hedeflemesinin, para artış hızı ile enflasyon arasında doğrudan bir ilişki olduğunu söyleyen Monetarist görüşün ağırlık verdiği politikaları uyguladığı ifade edilebilir (Yiğit, 2009).

Bu gelişmelerle birlikte merkez bankasında da 2001'den günümüze yine bazı değışiklikler olmuştur. 2005 yılıyla birlikte merkez bankasının enflasyon hedeflemesini benimsemesi ile para arzı ve çarpanı arasında ilişkinin analizi önem kazanmıştır.

Merkez bankası'nın bağımsızlığını kritize edecek olursak (Apel,2007);

- Merkez bankası operasyonel yönetimin anlamını belirleyen tek yasal otoritedir.
- Merkez bankası para politikası stratejisini, para politikasının amaçlarını ve araçlarını belirleyen tek yasal otoritedir.
- Merkez bankası döviz kuru politikası alanında kendi karar alma süreçlerini diğ er hükümet organlarıyla paylaşır. Çünkü para politikası alanında alınan bir karar döviz kuru politikası ile çelişebilir.
- Merkez bankası finansal sistemin istikrarını korumak için yasal sorumluluğ a sahiptir.

Bu kriterleri yerine getiren bir merkez bankasının operasyonel açıdan bağımsız olduğı söylenebilir. İkinci madde operasyonel bağımsızlığın adeta olmazsa olmazıdır. Eğ er bir merkez bankası uygulayacağı politikasının genel çerçevesini belirleliyorsa para politikasının araçlarını, örneğ in faiz oranlarını, kendi inisiyatifi ile kullanamıyorsa o merkez bankasının operasyonel olarak bağımsız olduğı söylenemez (Oktar,2012).

Merkez bankası'nın bağımsızlığı konusunda bir diğ er önemli konuda merkez bankalarının bağımsızlıklarının sürdür÷lebilir olabilmesi için bankaya tek bir yasal amacın verilmesidir. Birden çok amaç verildiğ inde merkez bankası politik baskıya daha fazla maruz



kalabilir. Örneğin herhangi bir merkez bankasına hem sıfır çıktı açığı hedefi hem de fiyat istikrarı hedefinin verildiği bir durumda negatif bir arz şoku yaşanmış olsun. Böyle bir durumda hem çıktı açığı büyüyecek hem de enflasyon oranları artacaktır ki merkez bankasının üzerindeki baskı tek hedef olması durumuna göre iki kat olacaktır. Bundan dolayı günümüzde birçok ülkede tek amaç olarak fiyat istikrarı hedefi tek yasal hedef olarak bağımsız merkez bankalarına verilmektedir (Apel, 2007).

## İKİNCİ BÖLÜM

### 2. PARA POLİTİKASI VE PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

#### 2.1. PARA KAVRAMI

Her ne kadar son yıllarda, parasal büyüklükler ile enflasyon arasındaki ilişkinin zayıfladığı yönünde bulgular olsa da, tarihsel veriler enflasyonun parasal bir olgu olduğunu göstermektedir. Bu durumu Milton Friedman'ın “ enflasyon her yerde ve her zaman parasal bir olgudur ve yalnızca para arzındaki artışın reel üretimden fazla olması ile ortaya çıkar” sözleri iyi özetlemektedir (Hoggarth, 1996).

Bu çerçevede para politikası, merkez bankasının banka ve banka dışı kesimlere olan yükümlülüklerini değiştirmek yolu ile ekonomik faaliyetin seyrini etkilemesi şeklinde de tanımlanabilir. Merkez bankası bilançosunun pasif kalemler toplamı büyük ölçüde parasal yetki kurumunun diğer kesimlere yükümlülüğünü gösterir. Merkez bankası çeşitli para politikası araçları ile topluma karşı olan bu yükümlülüklerini değiştirebilmektedirler. Pasif kalemlerdeki hareketler sonucu ekonominin likiditesi ayarlanırken, likiditenin hangi kanallardan sağlandığı ise merkez bankasının bilançosunun aktif kanalları ile izlenebilmektedir. Etkin bir para politikası yürütülebilmesi için, merkez bankası'nın kendi bilanço büyüklüğü ve bileşimini kontrol edebilmesi zorunludur ( Keyder, 2002). Bu bilgiler ışığında paranın; mal ve hizmet alım satımındaki kullanılan ve genel geçerliliği olan bir araç olduğunu rahatlıkla söyleyebiliriz.

## 2.2. PARA ARZI VE PARA POLİTİKASININ TANIMI

Para politikası merkez bankasının, banka ve banka dışı kesimlere olan yükümlülüklerini değiştirmek yolu ile ekonomik faaliyetin seyrini etkilemesi şeklinde de tanımlanabilir. Merkez bankası bilançosunun pasif kalemler toplamı büyük ölçüde parasal yetki kurumunun diğer kesimlere olan yükümlülüklerini gösterir. Merkez bankası çeşitli para politikası araçları yoluyla topluma karşı olan bu yükümlülüklerini değiştirebilmektedir. Pasif kalemlerdeki hareketler sonucu ekonominin likiditesi ayarlanırken, likiditenin hangi kanallardan sağlandığı ise merkez bankası bilançosunun aktif kalemlerinden izlenebilmektedir. Etkin bir para politikası yürütülebilmesi için, merkez bankasının kendi bilanço büyüklüğünün ve bileşimini kontrol edebilmesi zorunludur (Keyder, 2002).

Daha öncede ifade edildiği gibi merkez bankasının belirlediği politikanın öngörülebilir olması, ancak parasal taban ile para çarpanı arasındaki ilişkinin kararlılığına bağlıdır. Enflasyonun nedenini arza göre talebin yüksek oluşu olarak ifade eden Keynesyen görüş, maliye politikalarını önerirken, aynı şekilde para çarpanının faizlere duyarlılığından ötürü para arzının tam olarak merkez bankası kontrolünde olmadığını savunur (Yiğit, 2009)

Makroiktisat teorisinin kurucusu Keynes'in fikirlerinden hareketle geliştirilen Keynesyen Teorinin etkisiyle devletin ekonomik alanlardaki faaliyetleri ağırlık kazanmış ve devlet yeni fonksiyonlar üstlenmiştir. Bu kapsamda hükümetlerin ekonomide ortaya çıkan sorunlara karşı ekonomi politikası çeşitlerinden özellikle maliye politikalarına ( kamu harcamaları, vergi, borçlanma ve borç yönetimi, bütçe v.b.) ağırlık vermeleri gerektiği savunulmuştur. Buna karşılık Friedman'ın öncülüğünde geliştirilen parasal teoriye (klasik miktar teorisinin yeni yorumuna) göre, iktisadi sorunların çözümünün temelinde para politikası yatmaktadır ve ekonomi üzerinde en etkili politika çeşidi para politikalarıdır. Parasal İktisatçılar, temel iktisadi sorunlardan enflasyon üzerinde durmuşlardır. Buna göre, enflasyonun en önemli kaynağı para arzındaki artıştır ve bunu kontrol altına almak için en etkin politika para politikasıdır. Bu iktisatçılar, para miktarındaki değişmelerin iktisadi faaliyetler ve fiyatlar genel seviyesi üzerinde büyük etkisinin olduğunu ve fiyat istikrarı sağlanması için en uygun çözümün para arındaki artış hızının önceden belirlenmesi olduğunu savunmuşlardır (Ünsal, 2005)

Bu yüzden Türkiye'de parasal değişimlerin incelenmesinden önce para çarpanının ele alınması da önemlidir. Merkez bankasının para politikası araçları, çarpan üzerinde doğrudan

ya da dolaylı etkide bulunur. Zorunlu karşılıklar çarpanın paydasındadır, açık piyasa işlemleri ise emisyonu değiştirerek çarpanı etkiler (Kazar, 2012)

Tablo 1. Basitleştirilmiş Bankacılık Kesimi Bilançosu

MERKEZ BANKASI BİLANÇOSU	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Net Dış Varlıklar</li> <li>• Kamu Sektörü Kredileri (DİBS Portföyü)</li> <li>• Bankacılık Sektörü Kredileri (Açık Piyasa İşlemleri) (Reeskont Kredileri)</li> <li>• Net Diğer Kalemler</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Emisyon</li> <li>• Serbest Mevduat</li> <li>• Zorunlu Karşılıklar</li> </ul>
BANKACILIK SEKTÖRÜ BİLANÇOSU	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kasa</li> <li>• M.B'ndaki Serbest Mevduat</li> <li>• M.B'ndaki Zorunlu Karşılıklar</li> <li>• Ticari krediler</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vadesiz Mevduat</li> <li>• Vadeli Mevduat</li> <li>• M.B'ndan Alınan Krediler (Açık Piyasa İşlemleri) (Reeskont Kredileri)</li> </ul>
KONSOLİDE BİLANÇO (Netleş.Mer.Ban. ve Bankalar Bilan.)	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Net Dışı Varlıklar</li> <li>• Kamu Sektörü Kredileri (DİBS Portföyü)</li> <li>• Net Diğer Kalemler</li> <li>• Ticari Krediler</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dolaşımdaki Para (Emisyon-Kasa)</li> <li>• Vadeli Mevduat</li> <li>• Vadesiz Mevduat</li> </ul>

Kaynak: Çufadar ve Kasapoğlu, TCMB, 2002

Yukarıdaki tabloda oluşturulan konsolide bilançoya ulaşabilmek için merkez bankası ile Kamu ve Özel Sektör Banka bilançolarının kabaca harmanlandığını rahatlıkla görmekteyiz. Durumu özetlemek adına konsolide bilançoya genel anlamda baktığımızda pasif taraftaki maddeler bize para arzını vermektedir. Temel bilanço eşitliği sebebiyle aktifte meydana gelecek herhangi bir değişiklik doğrudan pasifide etkileyecek, böylelikle para arzında daralma ya da genişlemeye sebep olacaktır. Sadece merkez bankasının kendi bilanço yapısında değişikliğe gitmesi bile para arzı üzerinden etki yaratmaktadır. Bununla birlikte

dolaylı ya da hacimce az da olsa ticari bankaların bilançodaki değişiklikleri de para arzı üzerinde bir etki oluşturmaktadır.

Bir ekonomide dolaşımda mevcut olan para miktarına para arzı denir. Kağıt para sisteminin günümüzde tüm ülkelerde geçerli olan itibari para uygulamasında, paranın hangi mali varlıkları kapsayacağı ve dolayısıyla da para arzının nasıl ölçüleceği, paranın değişim ve değer biriktirme aracı olma fonksiyonları çerçevesinde belirlenir. Bu bağlamda para her şeyden önce bir hükümet organı olan merkez bankası tarafından basılan kağıt para ve darphane tarafından basılan madeni parayı kapsar ( Ünsal, 2005).

Para arzı kademeli olarak şu şekilde sıralanabilir;

$$M_0 = \text{Emisyon} + \text{Rezervler}$$

(Kağıt para ve ufaklık madeni paradan oluşan nakit ile bankalardaki nakitten oluşan rezervlerin toplamı para arzını oluşturur.)

$$M_1 = \text{Dolaşımdaki para} + \text{Dolaşıma çıkan para} + \text{Banka kasaları} + \text{TL cinsi vadesiz mevduat} + \text{Yabancı para vadesiz mevduat}$$

( $M_1$  harcamalarda derhal kullanılabilen bir mali varlıktır. Modern ekonomilerde harcamaların çoğu  $M_1$  ile yapılır ve tam likit varlıklardan oluşur. Merkez Bankası,  $M_1$  para arzını tam olarak kontrol edememekle birlikte, parasal tabanı kontrol edebilir. Para arzı ve parasal taban arasındaki ilişki para arzı parasal tabana bölünerek para çarpanı bulunur. Para çarpanı, parasal tabandaki değişme ile çarpılınca para arzından değişiklik olur. )

Bu çerçevede,

$$M_2 = M_1 + \text{Vadeli mevduat},$$

$$M_2Y = M_2 + \text{Döviz tevdiat hesapları},$$

$$M_2YR = M_2 + \text{Döviz tevdiat hesapları} + \text{Repo},$$

$$M_3 = M_2 + \text{Resmi mevduat} + \text{Diğer kamu mevduatı},$$

$$M_3Y = M_3 + \text{Döviz tevdiat hesapları ve}$$

$M_3YR = M_3 + \text{Döviz tevdiat hesapları} + \text{Repodan oluşmaktadır}$  ( Öçal ve Osmanlı, 2004).

Globalleşen ekonomilerde, ortaya çıkan gelişmelerle, ülke ekonomisi ve hakim piyasalardaki fiyat istikrarının sağlanması, hükümetlerin ve sorumluluk sahiplerinin öncelikli görevi haline gelmiştir. Phillips'in savunduğu işsizlik oranı ile enflasyon arasında ters yönlü bir ilişkinin olduğu ve fiyat istikrarına öncelik verilmesinin ekonomideki işsizliği attırdığı görüşü, 1970'li yıllarda yaşanan stagflasyon<sup>3</sup> olgusuyla çelişmektedir. Bunun dışında, iktisadi büyüme ve ödemeler bilançosunda denklik sağlama amaçlarına öncelik verilmesi de fiyat istikrarıyla çelişen sonuçlar verebilmektedir. Benzer şekilde, döviz kurlarının sabit tutulması durumunda faiz oranları yükseliyorsa, mali serbestleşmenin olduğu bir ülkede ortaya net pozisyon açığı (kur makası) çıkmaktadır. Bir ülkede eğer kur makası oluşmuş ise bu ülkeye yurtdışından kısa vadeli sermaye akımı girmekte, bu ise bazı dönemlerde ciddi bunalımlara neden olmaktadır. Dolayısıyla para politikaları ülkelerin sosyoekonomik durumu ve merkez bankalarının konumuna göre ülkeden ülkeye farklılık gösterebilir. Merkez bankaları uyguladıkları para politikaları ile uzun vadede fiyat istikrarını sağlamayı amaçlarken, kısa vadede büyüme ve işsizlik gibi reel değişkenler ile faiz oranları ve kurları izlemekte ve bunlarla ilgili politikalarla tutarlı kalmaya çalışmaktadır. Enflasyonun yüksek düzeylere ulaştığı ülkelerde enflasyonu düşürmeye yönelik politikalar gelir dağılımını etkilediği gibi maliyetli de olmaktadır. Böyle durumlarda, politikaların merkez bankalarından daha çok hükümetler tarafından yönlendirilmesi gerekmektedir. Bu nedenle özellikle fiyat istikrarına odaklanmış bir para politikası uygulanırken, diğer amaçların gerçekleştirilmesinde maliye politikasının para politikasını destekleyici nitelikte kullanılması gereklilik arz etmektedir (Çolakoğlu,2003)

Yukarıda sıraladığımız etmenlerden ötürü merkez bankalarının hedef ve beklentilerine ulaşabilmek adına kullanmış oldukları araçların genel adı para politikalarıdır. Dönem başında belirlenmiş hedeflere bu para politikaları ile ulaşıldığı için bu organlara parasal aktarım mekanizması da denilmektedir.

Aktarım mekanizması kapsamında merkez bankasının hedefine ulaşabilmesi için iki temel stratejisi bulunmaktadır. Birincisi; para politikası dolaylı olarak bir ara hedef değişken ( faiz oranları ve parasal büyüklükler) üzerine kurulmaktadır. Bunu yapabilmek için nihai hedef ile ara hedef arasında tahmin edilebilir bir ilişki olması gerekmektedir. Ara hedefler para politikası araçlarıyla, nihai hedefler arasında yer almaktadır. Para politikası araçları ara hedeflerle, ara hedefler de nihai hedeflerle yakın ilişki içinde olduğu için, merkez bankasının

---

<sup>3</sup> Stagflasyon: Ekonominin eksik istihdam ve potansiyel üretim seviyesinin altında olmasına karşılık genel fiyat seviyesinin yükseldiği durum olarak tanımlanabilir. Kısaca işsizlik ve enflasyonun aynı anda görülmesidir.

ara hedefleri kullanarak nihai hedeflere ulaşma olasılığı daha yüksektir. Ara hedeflerin nihai hedefleri etkileme gücü, para politikası araçlarına göre daha yüksek olmasına rağmen, ara hedefler doğrudan merkez bankasının kontrolünde olan büyüklükler değildir (Aktan, 1998).

İkinci strateji ise; para politikasını doğrudan nihai amaç üzerine kurmaktır. Merkez bankaları, uzun dönemdeki ana amaçlarına ulaşabilmek için kısa vadede ulaşılması gereken bazı operasyonel hedefler belirlemektedir. Para politikası uygulama sürecinde merkez bankası, para politikası araçlarını kullanarak ara hedefleri doğrudan doğruya etkileyemediği için, para politikası araçlarıyla ara hedefler arasında yer alan operasyonel hedefler kullanmaktadır. Kolaylıkla ölçülebilen ve para politikası araçları ile kolaylıkla etkilenebilen operasyonel hedefler, kısa dönem faiz oranları (bankalararası para piyasası faiz oranı v.b.) ve rezerv büyüklükleri (iskonto politikası aracıyla sağlanan rezervler, açık piyasa politikası aracılığıyla sağlanan rezervler, toplam rezervler ya da parasal taban v.b. ) şeklinde iki ana gruptan oluşmaktadır. Buna göre merkez bankaları, politika araçları ile ilk olarak operasyonel hedeflere, bu hedefler aracılığıyla ara hedeflere ara hedefler ile de nihai amaçlara ulaşmaya çalışmaktadır (Barth, 2002).

## **2.3. PARA POLİTİKASININ AMAÇLARI**

Para politikası amaçları merkez bankalarının hedef ve beklenti oluşumlarının piyasa üzerindeki yansımalarıyla birlikte yıllar içerisinde değişiklikler göstermiştir. Zaten politikaların belirlenmesinde amaçlardan biri de piyasa beklentilerine cevap verebilmek, piyasanın gelecekteki belirsizlik risk primini ortadan kaldırmaya çalışarak istikrarı yakalamaktır. Bu sebeplerce aşağıda belirtileceği üzere para politikasının belli başlı bazı amaçları vardır.

### **2.3.1. Fiyat İstikrarı**

Yaşanan ekonomik buhranlar ve Dünya Savaşları neticesinde ülkelerin ekonomik yapılarında meydana gelen tahribattan dolayı fiyat istikrarının önem kazanması söz konusu olmuştur. Fiyat istikrarı, genel bir tanım çerçevesinde, insanların yatırım, tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranını ifade eder. Bugün için gelişmiş ülkelerde, yüzde 1 ile yüzde 3 arasındaki enflasyon oranları düşük enflasyon oranları olarak kabul edilmektedir (Serdengeçti, 2002).

Fiyat istikrarı, bütün iktisadi birimlerin, her türlü iktisadi aktivitelerini yürütürken ya da planlarken, fiyat düzeyindeki değişimleri temel belirleyici değişken olarak baz almadıkları durumu ifade eder. Fiyat istikrarının, para politikası amaçları arasında üst sıralara yükselmesi, ekonomide yaşanan enflasyon sorununun meydana getirdiği tahribatlardan kaynaklanmaktadır. Fiyatlar genel düzeyindeki sürekli artışların, iktisadi anlamda en olumsuz etkisi, belirsizlik ortamına yol açmasıdır. Fiyatlardaki artışlar, bütün iktisadi birimlerin gelecek ile ilgili sağlıklı kararlar almasını zorlaştırır (Orhan ve Erdoğan, 2007).

Fiyat istikrarını sağlamak, yalnızca yukarıda sıralanan eylemlerin yerine getirilmesiyle gerçekleşmeyecektir. Fiyat istikrarı aynı zamanda maliye politikaları ile yakından ilişkilidir. Maliye politikaları ve para politikalarının entegre hareketleri ve eylem planları piyasalar üzerinde istikrarı sağlayacak en temel koşuldur. Ekonomilerin gelişmesi ve büyümesiyle birlikte zaman zaman iktisadi yapı içerisinde çatlaklar ve sızıntıların olması kaçınılmazdır. Ancak bu açıklıklar yalnızca para politikası ile desteklenemez. Örneğin vergilendirme sisteminde sıklıkla revizyona gidilerek vergi sistemin dinamik tutulması bile ekonomik açıkları en az para politikaları kadar destekleyici bir öge olacaktır.

### **2.3.2. Tam İstihdam**

Yaşanan ekonomik buhranlarla birlikte stagflasyon gibi yeni bir kavramın ortaya çıkmış olması bir sonraki basamakta istihdam faktörünün önemini ortaya koymuştur. Ekonomilerde ihtiyaç oluşmuş, ancak bu ihtiyacı karşılayacak iş gücü ve işlenecek hammadde gücü bir araya getirilememiştir. Kısacası kaynaklar atıl kalmış ve haliyle toplumsal refah seviyesi düşmüştür.

Doğal işsizlik oranı geniş bir kavram olup, yapısal işsizlik, Friksiyonel İşsizlik<sup>4</sup> gibi kavramları da bünyesinde taşımaktadır. Friksiyonel işsizlik, bireylerin cari işlerini bırakarak daha iyi bir iş buluncaya kadar geçirdikleri dönemi ifade etmektedir. Bireylerin yeni iş arama ve benzer faaliyetler nedeniyle geçici bir süre için bile işsiz kalması, işsizlik düzeyinin sıfır olmasını önler. Yapısal işsizlik ise uzun vadeli friksiyonel (arızı) işsizlik gibi de düşünülebilir.

---

<sup>4</sup> Friksiyonel İşsizlik: Daha iyi çalışma imkanları ve daha yüksek ücret elde etmek amacıyla işçilerin yer ve meslek değiştirmelerinden doğabilir. Tam istihdam durumundaki bir ekonomide bile friksiyonel işsizlik mevcuttur.

Ekonomik büyüme talep edilen nihai mallarla orantılı olarak gerekli girdilerin bileşimlerini değiştirebilir. Bu değişiklikler önemli ölçüde ekonomik ayarlamalara neden olabilir. Eğer bu ayarlamalar yeteri kadar hızlı olmazsa, bunun sonucu olarak bazı bölgelerde, endüstrilerde ve arza göre üretim faktörü talebinin daha hızlı düştüğü işlerde işsizlik meydana gelir (Parasız, 2003).

Kabul edilebilir bir minimum işsizlik oranı tam istihdam olarak sayılabilir. Gelişmiş ülkelerde ortalama % 3 oranındaki işsizlik oranı normal kabul edilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise bu oranın % 5 olması normaldir. O halde bu ülkeler gösterilen oranlara ulaştıklarında tam istihdama da ulaşmış sayılabilir (Parasız,1993).

### **2.3.3. İktisadi Büyüme**

Dünya savaşlarından öncesi dönemde iktisadi politika ve dalgalanmalarda strateji ve çözümler kısa vadeli olarak oluşturulurken, 2. Dünya Savaşının bitmesiyle birlikte hükümetler daha uzun vadede strateji oluşturmaya ve planlama yapmaya başlamışlardır. Bu düşüncenin gelişmesiyle birlikte ekonomik rasyolardaki büyümede daha uzun vadede gerçekleştirilebilir ve kalıcı kılınabilir görüşü ağır basmaya başlamıştır. Ekonomik üretim faktörlerin daha verimli kullanılabilmesi, ve iş gücünün üretim imkanlarına daha fazla dâhil olması sonucunda iktisadi büyümeden söz edebiliriz. Temel mantık, her yönüyle üretim imkânları daha etkin kullanabilmektedir. Bu dönemde yalnızca ekonomik değil, dünyadaki diğer değerlerinde hızla değişip önem kazanmasıyla zaman kavramının önemi de gittikçe artmıştır. Uzun vadede yapılan istikrar ve büyüme stratejileri oluşturulurken, zaman kavramı kısa vadeden uzun vadeye doğru gidildiği yönünde kendisini göstermiştir.

### **2.3.4. Faiz İstikrarı**

Ekonomik hayatta faiz hem bireyler, hem de firmalar için önemli bir maliyet unsurudur. Bu nedenle beklenen enflasyon ile gerçekleşen enflasyon arasında büyük bir fark olması, faizler üzerinde önemli bir etki doğuracağından iktisadi birimlerin bazıları büyük karlar elde ederken bazıları da büyük zararlar karşı karşıya kalacaktır. Faiz oranlarındaki aşırı iniş çıkışlar, spekülasyon olarak para kazananların lehine büyük kazançlara yol açmaktadır.



Dolayısıyla para politikalarını uygulayan merkez bankaları, iktisadi aktivitelerin istikrarını korumak için faiz düzeyindeki aşırı dalgalanmalara yeteri kadar duyarlı olmalıdırlar (Eroğlu,2004).

### **2.3.5. Dış Ödemeler Dengesi**

Ekonomilerin yurtiçi ve yurtdışı piyasa ve pazarlarda faaliyet göstermeleri, karşılıklı olarak mal alım-satımı yapmaları neticesinde, piyasa üzerinden farkında olunmadan bir ödeme dengesi oluşur. Ekonomiler dışa bağımlı olsalardı, diğer ekonomik birimlerin ya da diğer ülke ekonomilerinin kendilerine bağılı olmasını isterler. Ancak yurtdışı ile yapılan ticari faaliyetlerin hızından ötürü zaman zaman kontrol edilebilmesi güçleşmektedir. Dış ödemeler dengesi de temelde bu mekanizmayı kurması için oluşturulur. Ödemeler dengesi açıklarının kapatılabilmesi için, bir yandan ithalat ve döviz kaybettirici diğer işlemler kısıtlanmakta, diğer yandan ihracat ve döviz kazandırıcı diğer işlemler özendirilmektedir (Şimşek ve Aydın, 2004).

Günümüzde para politikası ayarlanmasında tam istihdam ve hızlı ekonomik büyümenin ön planda tutulması ödemeler bilançosu açık veren ülkelerin deflasyonist<sup>5</sup> para politikası uygulamalarına engel olmaktadır. Özellikle az gelişmiş ülkelerde hızlı bir ekonomik büyümenin sağlanması için maliye ve para politikalarının halkın kullanabilir gelirini arttırıcı yönde gelişmesi ödemeler bilançosunun açık vermesine sebep olmaktadır (Gökdere, 1996).

### **2.3.6. Finansal Piyasaların İstikrarı**

Faiz oranlarındaki artışlar uzun vadeli tahvillerin değer kaybetmesine, faiz oranlarındaki dalgalanmalar belirsizlik ortamının doğmasına neden olduğu için, finansal piyasalardaki istikrarın sürdürülebilmesi için faiz oranlarında istikrarın sağlanması gereklidir (Eroğlu,2004).

Finansal piyasalardaki istikrarın sağlanması yalnızca merkez bankalarının görev yetki ve sorumluluğundaymış gibi görünmesine rağmen esasen tasarruf sahiplerinin daima yakından takip ettiği siyasi gelişme ve olaylardan doğrudan etkilenmektedir. Bu sebeple başta

---

<sup>5</sup> Deflasyon: Deflasyon, genel olarak piyasada fiyatların belirli bir zaman aralığında sürekli düşüş göstermesi durumudur. Bunun yanında enflasyon durumundan fiyat yükselişini durdurmayı ya da yavaşlatmayı veya enflasyon eğilimi karşısında fiyatları düşürmeyi öngören iktisat siyasetidir.

hükümetlerin bu husustaki olumsuzlukların önüne geçilmesi için faaliyetlerde bulunması kaçınılmaz bir ekonomik olgudur.

## **2.4. PARA POLİTİKASINA İLİŞKİN YAKLAŞIMLAR**

Başlıca, aşağıdaki gibi üç farklı yaklaşım incelenmiştir.

- Keynesyen Yaklaşım
- Monetarist Yaklaşım
- Radcliffe Raporu Yaklaşımı

### **2.4.1. Keynesyen Yaklaşımı**

Keynesyen yaklaşımda ekonomi üzerindeki idare para politikalarından ziyade maliye politikaları ile sağlanmaktadır. Keynesyenlik akımı öncesi klasik düşünceye baktığımızda, para politikasının azda olsa varlığından söz edilebilir. Ancak Keynesyen yaklaşımıyla birlikte kamu harcamaları ve kamu harcamaların finansmanı adına maliye politikalarının önemi artmıştır. Basitçe açıklamamız gerekirse, Keynesyen düşüncede tasarruf sahibinin almış olduğu faiz kazancı elindeki likiditeden belirli bir vade ile vazgeçmiş olmanın karşılığıdır. Bu temel mantığı ilerletirsek likiditeden ne kadar uzun süre vazgeçerse, elde edeceği faiz kazancıda o derece artar. Yine aynı düşünceyle tasarruf sahiplerini faize yöneltecek en önemli unsur faiz oranlarının yüksekliği olacaktır. Ve tasarruf sahibi bu faiz oranını devlet tahvilinden elde edeceği faiz kazancı ile kıyaslayarak yatırımına yön verme eğilimindedir. İşte Keynesyen düşünce ile para politikasının karşılaştığı noktalardan birisi, devlet tahviline verilen kupon faizinin yatırımcıyı herhangi bir karara doğru yönlendirmesidir. Buna karşın Keynesyen düşüncede faiz oranı, birçok temel iktisat prensibinde olduğu gibi, arz ve talebin kesiştiği noktada oluşur. Keynesyen düşünceyle, para politikalarının uyuşmadığı bir diğer husus, para politikalarının uygulanması sırasında katı hareket edilmesidir. Keynes'e göre para politikalarına ilişkin stratejiler oluşturulurken genelde uzun vadeli ve alternatifi olmayan planlar olarak oluşturulur. Eylem planının dışına çıkılamaması durumu da ekonomiyi daraltmak suretiyle, ekonomik buhranlara sebep olabileceği düşünülmektedir.

Keynes iktisatçıları ile para politikası savunucularının anlaşamadığı bir diğer nokta ise, para politikalarının ekonomideki her iş birimi ya da sektör için farklı bir sonuç doğurduğunu söylemeleridir. Para politikalarından vazgeçmeyerek aynı eylem planı içerisinde

hareket edilen bir mali yılda, faiz oranları belirli bir ivme ile yükselişe gidecektir. Yükselişe geçen faiz oranları tasarruf sahipleri için bir yatırım aracı olurken, ekonomik birimlerde faaliyet gösteren sektörlerde daralmaya, üretim imkânlarından vazgeçilmesine sebep olacaktır. Vazgeçilen üretim imkanları neticesinde istihdam düşecek, ve istihdam edilenlerle tasarruf sahiplerinin aynı zümrede olduğunu düşünürsek, yükselen oranlarla yatırımlar azalacağından, istihdam oranında da faiz oranlarındaki artış ivmesi kadar bir azalış görülecektir. Kısacası Keynes düşüncesinin, para politikası ile örtüşmediği husus, faiz oranlarının yükselmesi ile ekonomideki istihdam oranının azalması arasındaki negatif yönlü bağıdır.

Keynesyen sistemde, para sadece muamele ve ihtiyat amacıyla değil, aynı zamanda spekülasyon amacıyla da talep edilmektedir. Keynes'e göre para talebindeki artış, toplam nominal talep üzerinde dolaysız bir etki yapmamakta, ilave para faiz hadlerini etkileyerek atıl para balanslarına yönelecektir. Dolayısıyla para, faiz hadlerini düşürerek, yatırımları uyarmakta ve gelir üzerinde dolaylı bir etkilemede bulunmaktadır. Bunun sonucu olarak para talebi faize göre elastiktir (Tokel,2011).

Keynesyen görüşe göre, parasal değişkenler reel değişkenler üzerinde etkili olmaktadır. bu görüşe göre paranın dolaşım hızı değişkendir. Buna bağlı olarak dolaşım hızını tahmin etmesiyle rasyonel bir bekleyiş içinde bulunamamaktadır. Bu durumda nominal gelir artışları, para yanılıgısına yol açmaktadır (Abdurrahimoğlu, 1991).

## **2.4.2. Monetarist Yaklaşım**

Monetarist yaklaşımı kısaca açıklamamız gerekirse ekonominin temelindeki problemin para arzı olduğu söylenebilir. Ekonomide meydana gelen sorunların çözümünde kullanılacak olan çözümler kesinlikle iktisadi politikalar ve düşüncelerle çelişmemelidir. Ancak bu şartlar altında oluşturulan para politikalarının başarısından söz edilebilir. Bu düşünce ve akım üzerine uzun çalışmaları bulunan Friedman'a göre bu yaklaşım aşağıdaki şekilde özetlenebilir (Friedman,1969);

- Para miktarı büyüme oranı arasında kesin olmamasına karşın, tutarlı bir ilişki vardır. Para miktarındaki hızlı büyüme, nominal gelir artışı sonucunu doğurur.

- Birinci maddede belirtilen ilişkiyi çıplak gözle gözlemlemek mümkün değildir. Çünkü para miktarındaki büyümenin geliri etkilemesi, belirli bir zaman sürecini gerektirmektedir. Burada kesin bir süre belirtmek yanıltıcıdır.
- Ortalama olarak, parasal büyüme oranındaki bir değişikliğin, nominal gelir büyüme oranı üzerinde meydana getirdiği etkiyi, yaklaşık 6 ay ile 9 ay gibi bir süre sonra gözlemlemek mümkündür. Söz konusu bu süreyi tek tek bireyler açısından değişmez bir ölçüt olarak almak doğru değildir. Burada belirtilen zamansal gecikme, bazen daha uzun bazen de daha kısa olabilir. Monetarist iktisatçıların, Japonya, Hindistan, İsrail, Kanada ve bir çok Güney Amerika ülkesi için gerçekleştirdiği çalışmalarda, parasal büyüme oranındaki değişikliğin nominal gelir büyüme oranı üzerindeki etkisinin, 6-9 ay gibi bir gecikme ile ortaya çıktığı sonucuna ulaşmıştır.
- Nominal gelir büyüme oranındaki değişiklik, genellikle ilk olarak hâsıla üzerinde etkili olmakta, fiyatlar üzerinde hemen hemen hiç etkili olmamaktadır. Parasal büyüme oranının azaltılması neticesinde yaklaşık 6-9 ay gibi bir süre geçtikten sonra, nominal gelir büyüme oranı ve fiziksel hasılda düşüş gözlenir. Buna karşılık fiyat oranı çok az etkilenir. Ortalama olarak, fiyatlar üzerindeki etki, gelir ve hâsıla üzerindeki etkiden, yaklaşık 6-9 ay sonra meydana gelir. Dolayısıyla parasal büyümedeki bir değişiklik ile enflasyon oranındaki değişiklik arasındaki toplam gecikme, 12 ile 18 ay arasında değişen bir süreyi kapsar.
- Kısa vadede, yani beş ya da on yıl gibi bir zaman periyodunda, parasal değişiklikler, esasen, hâsıla düzeyini etkileyebilir. On yılı aşkın uzun vadede ise, parasal genişleme fiyatları etkiler. Hâsılanın nasıl etkileneceği hususu, girişimcilik, yaratıcılık ve çalışkanlık, ekonominin tasarruf kapasitesi, sanayi ve hükümet yapısı, diğer ülkelerle ilişkiler gibi reel faktörlere bağlıdır.
- Yukarıdaki önermelerden hareketle “enflasyon her zaman ve her yerde parasal bir olgudur” şeklinde ifade edilen bir çıkarsama ileri sürülebilir. Enflasyon, para miktarındaki artışın, hâsıla artışından daha hızlı olması durumunda ortaya çıkar. Şunu da özellikle belirtmek gerekir ki, parasal genişleme, altın madenlerin keşfi, kamusal harcamalar ile özel kesim harcamalarının finansmanı gibi farklı sebeplerden kaynaklanır.
- Kamusal harcamaların enflasyonist etkiler doğurup doğurmaması, tercih edilen finansman yönetimi ile ilgilidir. Kamusal harcamalar, para basımı ya da mevduat genişlemesi yöntemleri ile finanse edilirse, enflasyonist etkiler kuvvetlenir. Söz

konusu harcamaların vergiler ya da borçlanma yöntemi ile finanse edilmesi durumunda, devlet vergi mükelleflerinin ya da devlete borç veren kesimlerin harçayabilecekleri fonları kendisi harcamış olacaktır. Öte yandan unutmamak gerekir ki, devlete borç olarak verilen fonlar başka kesimlere ödünç verilebilir. Maliye politikasının önemini, sadece kamusal harcamaların toplam milli gelir içindeki oransal ağırlığının saptanması ve söz konusu harcamaların yükünü kimlerin üstlendiğinin bilinmesi hususu ile sınırlıdır. Maliye politikası, tek başına enflasyonist etki doğurmaz. Para miktarındaki bir değişikliğin hangi yollarla, ulusal gelir üzerinde etkili olduğu konusu çok basit bir şekilde göstermek oldukça zordur. Genellikle ilk etki, gelir üzerinde gözlenmez. Para miktarındaki değişiklikler, mevcut kıymetli varlıkların, tahvillerin, hisse senetlerinin, evlerin ve diğer fiziksel sermaye bileşenlerinin fiyatları üzerinde etkili olur. Keynes tarafından da vurgulanan bu tarz bir likidite etkisini, gelir hesaplarından ziyade, bilançolarda gözlemlemek mümkündür. İster açık piyasa işlemlerine başvurmak neticesinde, ister bireylerin ve firmaların diğer varlıklarına kıyasla daha yüksek nakit artışı sağlamaları neticesinde olsun, yükselen parasal genişleme oranı, piyasada nakit fazlalığı olgusunu doğurur. Ellerinde nakit fazlalığı olan bireyler, finansal varlık alımına yönelerek portföylerini yeniden düzenlerler. Ancak unutmamak gerekir ki, bir bireyin harcaması, başka bireyin geliridir. Dolayısı ile nakit miktarını sadece parasal otorite artırabilir. Bununla birlikte, bireyler ellerindeki nakit balansları değiştirme sürecini hızlandırdıklarında, bu etki, bir varlıktan diğerine doğru yayılır. Dolayısıyla, varlık fiyatlarındaki artış ile birlikte, faiz oranlarında gözlenen düşüşler, yeni varlıklar üretimini ve cari hizmetlere yönelik harcamaları teşvik eder. Bu durum, bilançolar üzerindeki ilk etkinin gelir ve harcama üzerindeki etkiye nasıl dönüştüğünü göstermektedir. Burada anlatılan bu mekanizmanın işleyişi konusunda Keynesyen ve Monetarist Yaklaşımları arasındaki temel farklılık, mekanizmanın süreçsel yapısı ile olmayıp, analiz kapsamına alınan varlıkların türüdür. Keynesyenler sınırlı sayıda finansal araç ve söz konusu araçların faiz oranlarını dikkate alırken; Monetaristler, çok fazla türdeki varlığı ve onlarla ilgili faiz oranlarını göz önüne alırlar. Yani parasal büyümedeki artışın, dayanıklı ve yarı dayanıklı tüketim malları talebini ve reel mülkiyet bileşimini etkileyebileceğini ileri sürerler.

- Bu mekanizmanın önemli bir özelliği, parasal büyümedeki bir değişikliğin faiz oranları üzerindeki etkisinin, sürekli aynı düzeyde olmamasıdır.

- Başlangıçta ortaya çıkan etki, sonradan tersine dönebilir. Hızlı parasal büyüme ilk olarak daha düşük faiz oranlarına yol açmasına karşın, sonradan harcamalar yükselir, enflasyonist fiyat artışları körüklenir ve artan borçlanma talebi ile birlikte faiz oranlarında yükselme gözlenir. Öte yandan artan fiyatlar, reel ve nominal faiz oranları arasındaki marjı genişletir. Para miktarındaki hızlı artışın ve fiyatlardaki yükselişin faiz oranlarını yükselme yönünde tetiklediğini, buna karşın, para miktarındaki artış oranının düşük olması durumunda ise, düşük faiz oranlarının söz konusu olacağını birçok ülkede görmek mümkündür. Para ve faiz oranları arasındaki bu iki uçlu ilişki, Monetaristlerin faiz oranlarını neden para politikası için son derece yanıltıcı bir kılavuz olarak gördüklerini izah etmektedirler.

### **2.4.3. Radcliffe Yaklaşımı Raporu**

Radcliffe raporuna Miktar Kuramına karşı bir Keynesgil tepki olarak bakılabilir. Bu rapora göre, para arzı önemli değildir ve para tanımlanamaz. Faiz oranlarındaki değişimle yatırımlar arasındaki Keynesyen bağ güçlü değildir ve parayla milli gelir arasında güçlü bir ilişki bulunmamaktadır. Bu rapor sadece Friedman öncesi geleneksel miktar kuramını çürütmeye yönelmemekte aynı zamanda faiz-yatırım ilişkisini de bozmaya çalışarak para politikasının hiçbir öneminin olmadığını ortaya koymaya çalışmaktadır.

Bu görüş iki fikir üzerine toplanmaktadır (Tokel,2011):

- Harcamalar parayla değil, likiditeye bağlıdır.
- Likidite faiz oranlarıyla oynayarak etkilenebilir.

Bu rapora göre, para politikası ekonomideki likidite kontrol edilerek etkin olabilir. Likiditeyi kontrol etmenin pratik yolu ise, faiz oranlarının vade ve risk yapısını değiştirmektir. Faiz oranlarındaki değişimin yatırımlar ve tüketici talebi üzerindeki güçüdür. Merkez bankası faiz oranlarını yükselterek toplam talebi, ödünç almanın maliyetini yükselterek değil, ödünç verenlerin portföylerini etkileyip finansal olanaklarını kısarak sağlar (Kaldor,1960)

## 2.5. PARA POLİTİKASI TÜRLERİ

Faiz oranlarının yükselmesiyle birlikte, tasarruf sahipleri mevduatlarını yatırım araçlarında değerlendirmektense faizli enstrümanlarla gelir elde etmeyi daha uygun bulurlar. Böyle bir durumda ise piyasada resesyona <sup>6</sup> bir eğilim görülür. Gevşek para politikalarının uygulandığı zamanlarda resesyona eğilimler artar. Aksi durum olan sıkı para politikalarında ise enflasyonla mücadele etmek için kullanılır. Piyasa faiz oranlarını yükseltici politikalarla bir koridor oluşturulur. Merkez bankaları ve hükümetlerin vermiş olduğu bu kararlarla esas yapılmak istenen piyasadaki para hacmini yönetebilmektir. Para basmadan piyasaya para arzı olarak da düşünülebilir.

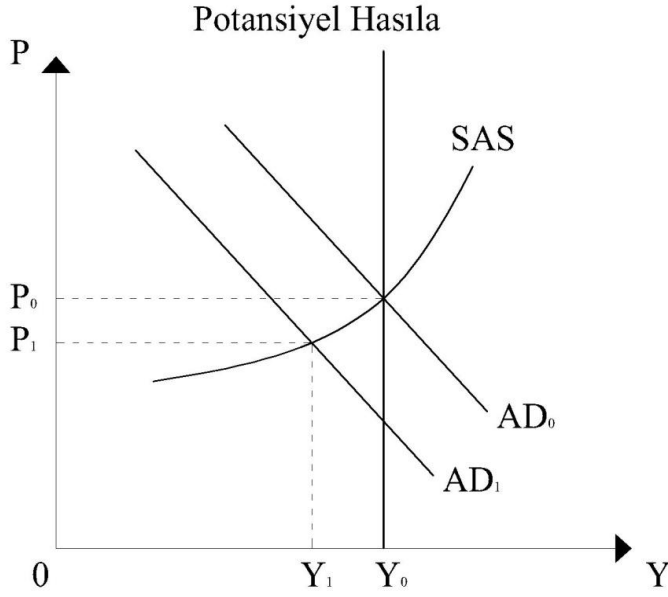
---

<sup>6</sup> Resesyon: Makroekonomide geleneksel olarak reel gayri safi yurtiçi hâsılının (GSYİH) iki veya daha fazla çeyrek yıllık periyotta arka arkaya negatif büyüme göstermesi durumudur. Ekonomide durgunluk olarak da adlandırılabilir. Uzun bir resesyon ekonomik çöküş olarak isimlendirilir.

## 2.5.1. Gevşek Para Politikası

Gevşek para politikasında piyasadaki para arzının artışta olduğunu söylemiştik. Piyasada cari olarak nitelendirebileceğimiz para miktarındaki artış, piyasa talebinde de artışa sebep olacaktır. Bu durumu bir grafikte açıklamamız gerekirse;

Şekil 1. Gevşek Para Politikası



Kaynak: Orhan, O.Z, ve Erdoğan S.,(2005) “Para Politikası”, Avcı Ofset,İstanbul

Şekil 1’i yorumlamaya başlamadan önce Potansiyel Hâsıla kavramından kısaca bahsetmemiz gerekmektedir. Potansiyel Hâsıla kavramı ile anlatmak istediğimiz ekonomi ve piyasanın barındırmış olduğu üretim faktörlerinin tamamının, tam istihdam ile işlenerek çıktı elde edilmesidir.

Dikey eksen fiyat düzeyini yatay eksen ise potansiyel hâsıla düzeyini göstermektedir. AD eğrisi toplam talep düzeyini, SAS eğrisi ise kısa dönem toplam arz düzeyini ifade etmektedir. Başlangıçta resesyona açık olduğu bir durumda potansiyel hâsıla  $Y_1$  düzeyindedir.  $Y_1$  hâsıla düzeyi potansiyel hâsıla  $Y_0$  düzeyinin gerisindedir. Bu durum resesyona eğilimlerin güçlü olduğunu ifade eder. Ekonomideki resesyona eğilimlerin ortadan kalkması için iki temel öneri getirilmektedir. Klasik İktisat Yaklaşımı’na göre, ekonomideki resesyona eğilimler kendiliğinden bir müdahaleye gerek kalmaksızın ortadan kalkmaktadır. Çünkü ücretler ve fiyatlar aşağı doğru esnektir. Dolayısıyla ücret ve fiyatlardaki

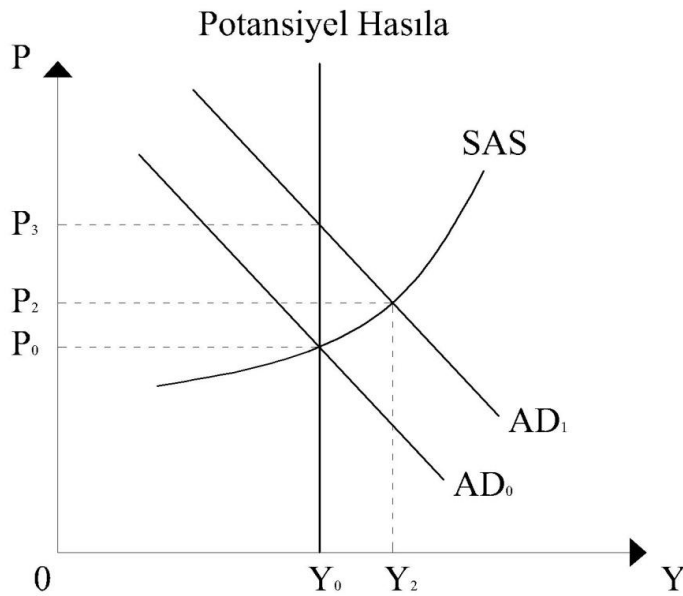


gerileme ile birlikte kısa dönem toplam arz eğrisi sağ tarafa doğru kayacağından ekonominin reel hâsıla düzeyi, potansiyel hâsıla düzeyine kendiliğinden gelecektir. Keynesyen Yaklaşım'a göre ise, ekonominin kendiliğinden işleyen mekanizmalarına güvenmek resesyona eğilimlerin ve işsizliğin artmasına sebep olmaktadır. Bu nedenle resesyona eğilimlerin giderilmesi için çözüm para arzının artırılmasıdır. Parasal genişlemeye gidildiğinde  $AD_1$  toplam talep eğrisi sağ tarafa doğru kayarak  $AD_0$  konumuna gelerek reel hâsıla düzeyini  $Y_1$ 'den  $Y_0$  düzeyine yükseltmektedir.  $Y_0$  düzeyi potansiyel hâsıla düzeyidir. Böylece potansiyel hâsıla düzeyine ulaşarak resesyona sona ermiştir. Ancak burada dikkat edilmesi gereken bir husus da para arzının artması sonucunda toplam arzın da artarak fiyatları yükseltmesidir. Bu durumda şekilde görüldüğü üzere fiyat seviyesi  $P_1$ 'den  $P_0$ 'a yükselmiştir. Dolayısıyla enflasyonist eğilimler belirmeye başlamıştır (Tokel, 2011).

## 2.5.2. Sıkı Para Politikaları

Genel olarak ekonomide dolaşımda bulunan para hacminin azaltılması için faiz oranlarının yükseltilmesi eylemidir.

Şekil 2. Sıkı Para Politikası



Kaynak: Orhan, O.Z, ve Erdoğan S.,(2005) “Para Politikası”, Avcı Ofset,İstanbul

Şekil 2. 'de reel hâsıla düzeyi  $Y_2$  düzeyindedir ve ekonomide enflasyonist açık bulunmaktadır. Çünkü  $Y_2$  düzeyi potansiyel hâsıla düzeyi olan  $Y_0$ 'dan daha büyüktür. Klasik iktisat yaklaşımına göre, ücretler ve fiyatlar yukarı doğru esnek olduğundan enflasyonist eğilimler herhangi bir müdahaleye gerek kalmadan kendiliğinden çözülecektir. Çünkü ücretler ve fiyatlardaki yükselme ile birlikte kısa dönem toplam arz eğrisi sol tarafa doğru kayacağından ekonomideki reel hâsıla düzeyi, potansiyel hâsıla düzeyine kendiliğinden gelmektedir. Ancak kısa dönem toplam arz eğrisinin sol tarafa doğru kaymasında fiyatlar genel düzeyi  $P_3$ 'e kadar yükselmektedir. Bu durumda para arzı azaltılırsa toplam talep eğrisi  $AD_1$  sol tarafa doğru kayarak  $AD_0$  konumuna gelmektedir. Bu durumda da fiyatlar genel düzeyi  $P_0$ 'a gerileyeceğinden enflasyonist açık da ortadan kalkmaktadır (Orhan ve Erdoğan, 2007).

## 2.6. PARASAL AKTARIM MEKANİZMALARI

Ekonomi üzerinde rol belirleyici olarak görev yapan merkez bankaları, tasarruf sahipleri ve yatırımcılar üzerinde doğrudan bir kontrol ve yaptırımda bulunamazlar. Ancak piyasalar üzerindeki bazı dinamikleri değiştirerek, değiştirilen dinamiklere bağlı olan diğer unsurlar üzerinde dolaylı yoldan değişiklik yapmış olurlar. Merkez Bankasının bu işlevi yerine getirmek içinde temel hedefi enflasyonu belirlemek ve gerekirse mücadele etmektir. Bununla birlikte enflasyonla mücadeleyi hangi kanaldan ve yoldan yapacaklarını da yine parasal aktarım mekanizmaları başlığı altında irdelerler. Ancak ekonomi üzerinde insan faktörünü ve haliyle insan psikolojisinin yadsınamaz büyüklükte etkili olması, para ya da piyasa otoritelerinin piyasaya yön verme dayatmalarını da zaman zaman anlamsız kılmaktadır. İçinde tasarruf sahiplerinin ve yatırımcıların, tahmin edilemeyen yönelimlerinin olduğunu göz önünde bulundurursak, böyle bir parasal aktarım mekanizmasının tam olarak formüle edilemeyeceğini rahatlıkla söyleyebiliriz.

Miktar Teorisi; para arzı ile enflasyon arasındaki ilişkiyi çok açık ve basit bir şekilde göstermektedir. Miktar teorisi, bir ekonomideki “Toplam Satışlar Tutarı = Toplam Alışlar Tutarı” muhasebe eşitliğinden hareket etmektedir. Buna göre, toplam satışları para arzı miktarının, para el değiştirme sayısı ile çarparak bulabiliriz. Toplam alışlar ise fiyatlar ile üretilen mal miktarı çarpımına eşittir (Önder,2005).

### **2.6.1. Faiz Oranı Kanalıyla Aktarım**

Faiz oranlarındaki değişiklik ile parasal aktarımın sağlanması, piyasalarda genelde kullanılan bir hareket planıdır. Piyasalarda para arzında bir artış görünürse, talebin sabit kaldığı koşullar altında faizlerin düşüş eğilimine girdiğini görürüz. Çünkü piyasanın hacmi sabittir, herhangi bir artış yada azalış olmamasına rağmen, piyasa likiditeye daha doygun hale gelmektedir. Bu sebeple banka ve benzeri finansal kuruluşların likidite ihtiyacı oluşmayacağından, faiz oranlarında düşüşler görülür. Piyasadaki faiz oranlarında düşüşler başladığında tasarruf sahibi olan hane halkı üyeleri, mevduatlarını yatırımlarda faizli enstrümanlarla değerlendiremeyeceklerinden piyasada tüketim kanalıyla likiditelerini eritirler. Tüketim kanalındaki hacim artışı, ve likiditenin hane halkından yatırım sahibine geçmesiyle başlayan süreç, likidite kazanmış yatırım sahibini farklı yatırımlara yönelterek ekonomideki üretim artışına sebep olacaktır.

Merkez bankasının kısa dönemi kararlarla yaratmış olduğu değişiklikler, piyasayı yalnızca kısa dönemli değil, zaman zaman uzun dönemlide etkilemektedir. Çok basit bir ifadeyle, merkez bankasının kısa dönemli faiz oranı ile verdiği kararların toplamı, merkez bankasının uzun dönemli strateji ve alacağı kararların bir ışığı niteliğindedir.

Kısa dönemde, ekonominin üretim kapasitesi sınırlı olduğu için, artan talep, üretim kapasitesi üzerinde baskı yaratacak, firmalar kar marjlarını artırmayı tercih edeceklerdir. Ayrıca, üretim arttıkça, firmalar daha az üretken olan üretim faktörlerini devreye sokacaklarından, birim üretim maliyeti üretim arttıkça artacaktır. Buna ekonomide Azalan Verimler Yasası da denilmektedir. Sonuç olarak, gerek talebin arzdan fazla olması, gerekse daha az üretken faktörlerin devreye girmesi nedeniyle birim üretim maliyetlerinin artması, fiyatların artmasına, dolayısıyla enflasyona yol açacaktır (Tokel,2005).

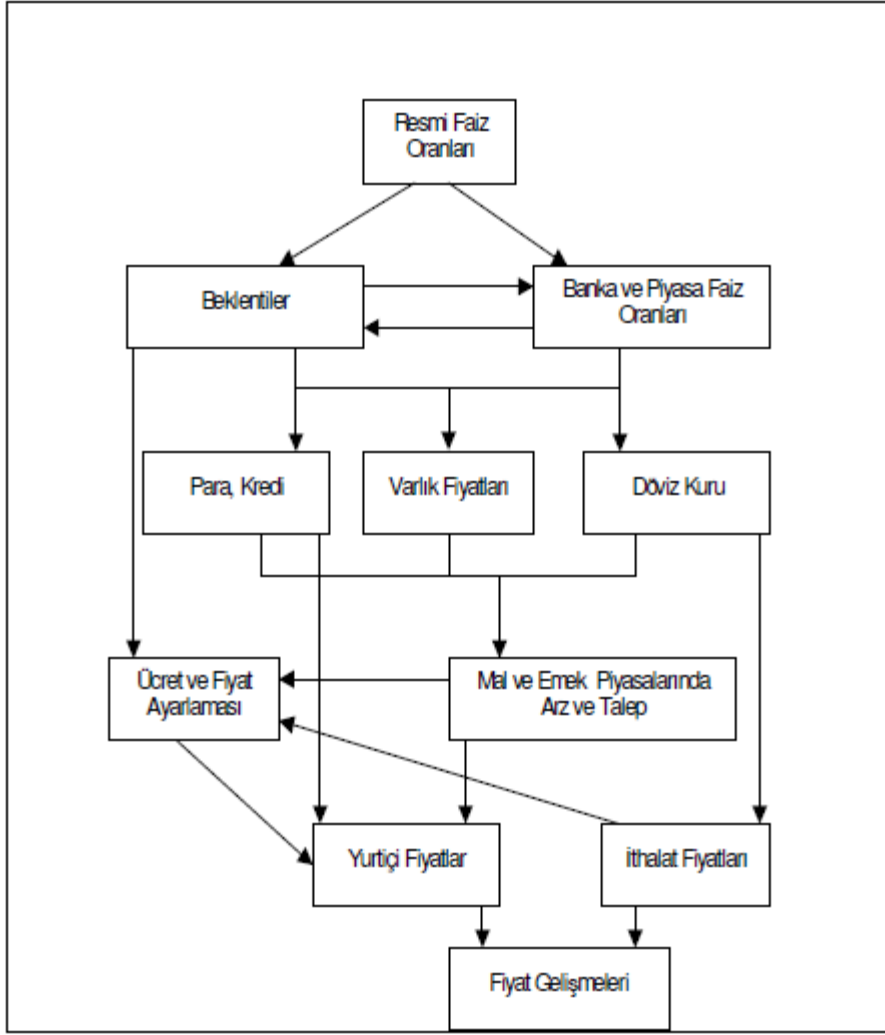
### **2.6.2. Kur Kanalı İle Aktarım**

Dünya çapında gözlenen globalleşme ve esnek döviz kuru sistemlerinin benimsenmesi yönündeki eğilimler, özellikle küçük ve dışa açık ekonomilerde para politikasının döviz kuru kanalından ortaya çıkan etkilerinin taşıdığı önemi artırmıştır. Kurları içeren aktarım mekanizmasında (Hoggarth,1996);

- Para arzının artması; faizlerin düşmesine neden olacaktır.

- Faizlerin düşmesi; dışarıya sermaye çıkışlarının artmasına ya da sermaye girişlerinin azalmasına neden olmaktadır. Bu durum yerli paranın değer kaybetmesine neden olacaktır.
- Yerli paranın değer kaybetmesi de ihracatın yabancı para cinsi olması nedeniyle ihracattan elde edilen gelirlerin yerli para cinsinden artmasına neden olacağından, ihracatın artmasına yol açarken; yerli paranın değer kaybetmesi, ithalatın maliyetini artırması nedeniyle ithal ürünlere olan talebi azaltacaktır. Böylece ülkenin net dış ticaret gelirleri artacaktır.
- Böylece, yerli ürünler için hem yurt dışı talep, hem de yurtiçi talep artacağından, toplam talep artacak, bu da yine yukarıda açıklanan nedenlerle fiyatların artmasına neden olacaktır.
- Kurlardaki artış, fiyatlar üzerindeki talep üzerinden dolaylı etkisinin yanında, bir de ithal ara mallarının ve tüketim mallarının fiyatlarını doğrudan etkilemesi nedeniyle de fiyatlarda artışa neden olacaktır.

Şekil 3. Parasal Aktarım Mekanizması



Kaynak: The Monetary Policy of the European Central Bank, 2001.

Bu anlatıma göre (Önder,2005);

- Halkın nakit para ihtiyacının karşılanması ve merkez bankası nezdinde zorunlu karşılık bulundurma gereği nedeniyle, bankaların merkez bankası fonlarına ihtiyaçları vardır ve bankalar bu kaynakları merkez bankasından borçlanarak elde ederler. Merkez Bankaları bankaların ihtiyaç duyduğu likiditeyi sağlamak amacıyla bankalara verdiği kısa vadeli borçların ya da fazla likiditelerini çekmek amacıyla yaptığı borçlanmanın faiz oranlarını kendisi belirler. Dolayısıyla, merkez bankalarının para arzı ve kısa vadeli faiz oranları üzerinde kontrol kabiliyeti vardır.

- Kısa dönemli faiz oranları, bankacılık sistemi kredi faizleri üzerinde belirleyicidir. Merkez Bankası kısa dönemli faizleri artırdığında, piyasadan daha fazla likidite çekeceği, ya da sağlayacağı likiditeyi azaltacağı için, piyasaya daha az kredi verilebilir kaynak bırakacak, bu da kredi maliyetlerini artıracaktır.
- Merkez bankası faiz oranlarının düzeyi ve yapılacak değişiklikler piyasaya gelecek dönemdeki politikaları için sinyal olur ve enflasyon beklentilerini etkiler. Eğer faizler yükseltilir ve bu piyasalarca gelecek dönemde enflasyonla mücadelenin ciddi biçimde devam edeceği olarak algılanırsa, enflasyon beklentileri düşer.
- Enflasyon beklentilerindeki değişiklik, gerek uzun dönemli faizler gerekse ücret ve fiyatlandırma davranışları üzerinde önemli etkiler yapar. Enflasyon beklentilerinin düşmesi, işçilerin gelecek dönemde daha fazla ücret talep etmelerini engellerken, uzun vadeli kontratların, örneğin kiraların, okul ücretlerinin daha makul düzeylerde belirlenmesine yol açar. Enflasyon beklentileri, uzun dönemli faiz oranları üzerinde de etkilidir. Enflasyon beklentilerinin düşük olması, uzun dönemli faizlerin de düşük olmasına neden olur.
- Bankacılık sisteminin kredi verilebilir kaynaklarının azalması ve kredi maliyetlerinin artması, yatırım ve harcama talebinin düşmesine neden olur.
- Faiz oranlarının düzeyi ve gelecek dönemdeki enflasyona ilişkin beklentiler, finansal varlıkların değerini, finansal varlıkların değerindeki değişiklik de hane halklarının tasarruf-harcama eğilimlerini, firmaların yatırım eğilimlerini etkileyerek talep üzerinde belirleyici olur. Yüksek faiz oranları, tasarruf eğilimini artırırken, yatırım eğilimini azaltacak, böylece toplam talebi azaltacaktır.
- Faiz oranlarındaki değişiklik ve enflasyon bekleyişleri kurlar üzerinde de belirleyici olacaktır. Kısa dönemli faizlerin yüksek, gelecek döneme ilişkin enflasyon bekleyişlerinin düşük olması, yerli paraya talebi artırarak kurların düşmesine yol açacaktır.
- Yukarıda açıklandığı üzere, kurlar, ihracatı ve ithalatı etkilemesi nedeniyle toplam mal, hizmet, talebini ve arzını doğrudan etkileyecektir. Faizlerin artması, kurları düşürecek, bu durum ithalatı teşvik ederken, ihracat üzerinde baskıya yol açacak, böylece yurtiçinde üretilen mallara olan toplam talebi azaltacak, toplam talebin azalması da içişilik talebinin düşmesine neden olacaktır.

- Toplam işçilik talebinin azalması da doğrudan ücret artış taleplerini azaltacak, bu da fiyat artışlarını engelleyici bir faktör olacaktır.
- Böylece, toplam talep, işçilik ücretleri ve kurlar tüketim sepetindeki malların fiyatlarını belirleyecektir.

### 2.6.2.1. Tobin Q Teorisi

Tobin Q teorisine göre Q katsayısı, firmaların piyasa değerlerinin, firmayı yenileme maliyetlerine olan oranıdır. Kısaca formüle etmemiz gerekirse, “ $Q = \text{Firma Piyasa Değeri} / \text{Varlık Yenileme Maliyeti}$ ” şeklinde ifade edebiliriz.

Tobin, para politikasının reel ekonomiyi etkilemede hisse senedi değerlerinin önemli olduğu görüşündedir. Tobin’in Q teorisi bu ilişkiyi açıklamaya yöneliktir. Q oranı bir firmanın piyasa değerinin varlıklarını yenileme maliyetine oranı olarak tanımlamıştır. Bu orana göre, Q’nun 1 den büyük olması firmanın değerinin varlıkları yenileme maliyetinden büyük olduğu, ihraç ettiği yeni hisse senetlerinden elde ettiği gelir ile yeni sermaye malları alabileceği, paralelinde de yatırım harcamalarının artacağı yönünde bir etki doğmaktadır. Q’nun 1’den düşük olması durumunda firmanın değeri varlıkları yenileme maliyetinden düşük olacaktır. Buna göre Tobin Q değeri 1’den küçük olan firmalar, yeni yatırıma gitmeyip mevcut varlıklarını kullanarak faaliyetlerini sürdürme yoluna gideceklerdir. Böyle bir durumda yatırım harcamaları azalacaktır, yeni yatırım harcamaları olmayacaktır. Q katsayısının yüksek olması durumunda şirketler yeni hisse senedi ihraç ederek, yatırımlarını arttırabilirler. Bu durum yatırım harcamalarının artmasına neden olacaktır.

### 2.6.2.2. Servet Etkisi

Hane halkı ve tasarruf sahiplerinin ellerinde bulundurdukları yatırım enstrümanlarını inceleyecek olursak, hisse senetleri alım-satımı ve hisse senetlerinden elde edilen gelir, bu kazanç skalasında ciddi bir yer edinmektedir. Piyasanın tüketim kanadında olanlar, mal varlıkları yani zenginlikleri derecesinde harcama yapabilirler. Bu sebeple hane halkı ve tasarruf sahiplerinin servetleri, piyasaya likidite oluşturacak bir kaynak niteliğindedir. Piyasa otoriteleri olan hükümetler ve merkez bankaları piyasadaki faiz oranına düşürmek koşuluyla müdahale ederler ve likidite sahibinin servetini hisse senedi aracı ile değerlendirmesine dolaylı yoldan sebep olurlar.

Servet etkisi böyle etkili olurken, likidite etkisi dayanıklı tüketim malları harcamalarıyla toplam çıktı üzerinde etkili olmaktadır. Hane halkı gelecekte finansal bir sıkıntı yaşama olasılığını öngörüyorsa; bu durumda elinde daha fazla likit varlık tutmaktadır, bununla beraber dayanıklı tüketim mallarına olan harcaması azalmaktadır. Dolayısıyla finansal varlıkların fiyatındaki bir artış, bireyin daha ileriki dönemde finansal sıkıntı yaşamaması olasılığını azaltırken birey dayanıklı tüketim mallarına olan harcamasını arttırarak toplam çıktının artmasında neden olacaktır. Ayrıca arsa ve konut fiyatları, servetin önemli bir bileşenidir. Arsa ve konut fiyatlarındaki artış, bu bileşenlere sahip bireylerin servetlerini arttırmaktadır; dolayısıyla da tüketim artarak toplam talebin artmasına neden olmaktadır (Kazazi,2010).

### **2.6.3. Kredi Kanalı İle Aktarım**

Aktarım mekanizmaları içerisinde daha önce açıkladığımız faiz oranı, kur kanalı ile aktarımla bütün para politikası mekanizmaların nasıl tepki vereceğini tahmin etmek çok zordur. Bu sebeple ağırlıklı olarak bankaların verdiği kredi miktarı ve bankaların belirlediği kredi faiz oranları ile de bir aktarım mekanizması oluşturulduğunu söyleyebiliriz.

Paranın ekonomiye aktarılmasında kredi kanalı yaklaşımını savunanlar para politikasının dayanıklı tüketim mallarına yapılan harcamalar üzerindeki etkisini açıklamada geleneksel faiz oranı kanalının eksiklikleri olduğunu ileri sürmüşlerdir. Bu eksiklikler, birçok iktisatçıyı, kredi piyasalarında eksik bilgilenme sorunlarının para politikasının gücünü açıklamaya yardımcı olup olmayacağını araştırmaya yöneltmiştir. Literatürde bu şekilde tanımlanan mekanizma "kredi kanalı" olarak bilinmektedir (Kaytancı,2005).

Kredi denildiği zaman, piyasalarda akla ilk gelen kredi mercileri bankalardır. Bu sebeple kredi aktarım mekanizmalarının da başrol oyuncusu niteliğinde olduklarını rahatlıkla söyleyebiliriz. Kredi kullanıcısı niteliğinde olan girişimcilerin kendilerini finansa edebilmek için başvurduğu iki finansal kaynak vardır. Ya banka krediler ile kendilerini finanse edecekler ve borçluluk portföylerinde bir ve birkaç tane banka olacak, ya da hisse senedi tahvil gibi borçluluk senetleri ile çok sayıda yatırımcıya kendi fikirlerini finanse ettirmiş olacaklardır. Piyasada kredibilitesi yüksek olan firmalar için ikinci seçenek, yani kendi kendilerine dış piyasadan finansal destek bulma seçeneği kolaylıkla başarılabilir. Ancak küçük ve orta büyüklükteki girişimcinin bu denli büyük bir kredibilitesi olmadığı için bankalar tarafından fikir ve yatırımları fonlanmak zorundadır.



Hükümet ya da merkez bankalarının piyasa hacmini daraltmak istediği durumlarda, gevşek bir para politikasına başlayarak piyasadaki faiz oranını aşağıya doğru çekerler. Faiz oranının negatif ivmeyle devam ettiği bir piyasada bankalar mevduat toplamakta zorluk çekerler. Çünkü hane halkı ve tasarruf sahibi mevduatını banka kanalıyla çalıştırmaktansa, hisse senedi ve tahvil gibi alternatif yatırım araçları ile değerlendirme yoluna gider. Böyle bir stratejinin sonucu olarak piyasada faaliyet gösteren küçük ve orta büyüklükteki firmaların finansal açıkları kapatılamaz duruma gelecektir. Demek oluyor ki, gevşek bir para politikası kobi segmentinde faaliyet gösteren firmalar için bir tehlike oluştururken, kredibilitelerini oluşturmuş olan büyük firmalar içinde daha uygun maliyetle finansman yaratmasına imkan sağlamaktadır. Bu durumun tam aksi olan, sıkı para politikası uygulandığında piyasada faiz oranları yükselecek, hane halkı likiditesini bankalara aktaracak, ve hangi sektör ya da hangi firmanın finansal destek almasına ilişkin verilecek kararda yalnızca bankalar söz sahibi olacaklardır. Bu durum hem bankaların bilançolarını daha güçlü kılacak, hem de piyasada müşteri seçme gibi bir gücü bankalar verecektir.

Hükümetler ve merkez bankaları alacakları bu kararlar neticesinde piyasalara kendi kontrolleri dışında giriş yapmış döviz cinsinden likiditeye dahi yön vermiş olacaklardır. Çünkü bankalar haricinde kendi çıkardığı tahvil ve hisse senetleri ile dış kaynak yaratmaya çalışan büyük firma ve girişimciler, yurtdışı piyasalardan da ülke ekonomilerine yabancı para girişi yapılmasına sebep olacaklardır. Bu sebeple hükümet ve merkez bankaları bu kararı verirken yalnızca piyasa faiz oranı, ya da yatırımların hızını değil, ülke içinde dolaşımda bulunan yabancı para hacmine dahi müdahale etmektedirler.

## **2.7. PARA POLİTİKASI STRATEJİLERİ**

Para politikası alanından herhangi bir strateji oluşturmadan önce karar verme mekanizmasının zincirlerinden olan dört temel bileşenimiz vardır. Bunları, nihai hedef, ara hedef, operasyonel hedefler ve politika araçları şeklinde sıralayabiliriz. Adından da anlaşılacağı gibi nihai hedef, süreç başında oluşturduğumuz ulaşmak istediğimiz noktadır. Ancak uzun vadede bir karar ve strateji mekanizması oluşturuluyorsa birden bire organizasyonun nihai hedefe ulaşma gibi bir imkanı olmayacaktır. Bu sebeple nihai hedefe ulaşırken belirlenen yol haritasında bazı ara hedefler belirlenir. Ara hedef tayininin nihai hedefe en büyük katkısı, eğer organizasyon süreç başında belirlenen yol haritasından uzaklaşmışsa, ara hedefler sayesinde kendisini revize etme şansı bulacaktır. Yine bu süreç

içerisinde genelde rasyolardan oluşan operasyonel hedef ve yol haritasının çeşitliliğini ifade eden politika araçları da nihai hedefler destekler nitelikte sürecin içerisinde yer alırlar.

Aktarım mekanizmasının çok kesin olmaması, bu çerçevede para politikasının nihai değişkenleri yani enflasyon oranı (fiyat istikrarı) ve reel üretim artışını (büyüme oranı) doğrudan etkileyemiyor olması, para politikası uygulamalarında iki aşamalı bir politika sürecinin uygulanması sonucunu doğurmuştur. İki aşamalı sürecin temel niteliği, araçlar ile nihai değişkenler arasındaki ilişkinin, faaliyet hedefleri ve ara hedef değişkenler yardımıyla kurulmasıdır. Bu şekilde, doğrudan kontrol edilebilen enstrümanlardan nihai hedeflere doğru bir etki zinciri kurulmaktadır. Birinci aşamada, nihai amaç değişken için bir hedef seçilmekte; ikinci aşamada ise nihai değişkeni en çok etkilediği düşünülen bir değişken ara hedef olarak alınmakta ve bu değişken artık nihai bir amaç değişkenmiş gibi düşünülerek, uygun enstrümanlar aracılığıyla hedeflenen politikada tutulmaya çalışılmaktadır (Telatar,2002).

Sonuç olarak; para politikası, para arzı, kısa vadeli faizler ya da kurlar gibi enflasyon üzerinde belirleyici olan değişkenlerin kontrolüne dayanır. Ancak, merkez bankaları sermaye hareketlerinin serbest olduğu ortamlarda, para arzı, faiz oranı ve kurlar seçeneklerinden sadece birini doğrudan kontrol edebilir. Bu üç değişkenden ikisi ya da üçü aynı anda doğrudan kontrol edilemez. Buna literatürde “impossible trinity” (imkânsız üçlü) de denilmektedir. Örnek olarak, kurların kontrol edilmeye çalışıldığı bir programda, faiz oranları mevcut kur düzeyi ile tutarlı değilse ve bu nedenle dövize talep olursa, piyasadaki likidite daralacağı için, merkez bankası faizlerdeki yükselişe göz yummak zorunda kalır. Çünkü, eğer faizlerin yükselmesini engellemek için piyasaya likidite verirse, döviz talebi devam edeceğinden, merkez bankası rezerv kaybetmeye başlar ve rezervlerin azalması ilave döviz talebini tetikler. İlave döviz talebi tekrar likidite ihtiyacı ortaya çıkartarak faizler üzerinde baskı yaratır. Bu durumda, döviz rezervleri sınırlı olduğundan, merkez bankası, sonuçta ya kurları kontrol etmekten vazgeçmek ya da faizlerin yükselmesine izin vermek seçeneklerinden birini seçmek zorunda kalır. Sabit döviz kuru sisteminde, para piyasalarındaki dengesizlik nihai olarak ödemeler dengesi aracılığıyla elimine edilebilmektedir. Dolayısıyla, para arzı, döviz kurları ve faiz oranları, hepsi bir arada merkez bankası tarafından sabitlenemez. Herhangi bir monopolcü davranışı gibi, merkez bankası ya fiyatı ya da tekel gücüne sahip olduğu ürününün miktarını belirleyebilirken, piyasa bazlı bir sistemde her ikisini de aynı anda hedefleyemez. Merkez bankası ya fiyat istikrarı amacına ulaşabilmek amacıyla para tabanını veya döviz kurunu hedef değişken olarak kullanabilmekte ya da döviz kuru amacına ulaşabilmek için faiz oranını veya para tabanını hedef değişken olarak kullanabilmektedir (Guitian, 1996).

Genel anlamıyla iki tür para politikası olup sırasıyla ara hedefleme ve doğrudan enflasyon hedeflemesidir.

### **2.7.1. Ara Hedefleme**

Mali dönemlerin başlarında hükümet ve merkez bankalarının enflasyonla mücadele edebilmek adına belirlemiş oldukları yol haritalarındaki ara duraklardır. Ara hedefleme noktalarının tasarruf sahibi ve hane halkıyla paylaşılmasının sebebi devam eden politikaların ne derece yerinde olduğunu tasarruf sahiplerine kanıtlayarak, kamuoyunda güven ortamının tesis edilmesi amaçlanır. Her ne şartta olursa olsun iktisadi sistemlerin içerisindeki güven ortamı, sistemin istikrarının korunması ve uzun vadedeki beklentilerin karşılanması için olmazsa olmazlardandır. Ama enflasyon gibi bir hedef kriterin uzun vadede beklentilerle eş değer çıkacağını hatırlarsak, dönem başında belirlenen ve duyurulan ara hedeflerin yerine getirilmesi yine tek başına enflasyon hedeflemesinin gerçekleştirileceği anlamına gelmemektedir. Kısacası tek başına yeterli olan bir rasyo değildir. Sapmaları belirleyici niteliği vardır ancak uzun vadeli olduğu için zaman zaman revizyon gerektirebilir.

Ara hedefleme stratejisi lehine temel argüman ise, bu tip hedeflere (parasal bir büyüklük–döviz kuru gibi) ulaşılmasının görece olarak hızlı ve kolay olmasıdır. Buna göre, izlenen politikaların finansal değişkenler üzerindeki etkileri derhal gözlenebilirken, fiyatlar veya milli geliri etkileme ve bu etkilere yönelik verilerin elde edilebilir olma süreci önemli gecikmeler içermektedir (Telatar, 2002).

Ara hedeflemede merkez bankası bilançosu, parasal hedefleme ve kur çapası ile yapılabilmektedir.

#### **2.7.1.1. Parasal Hedefleme**

Parasal hedefleme metodunda esas yapılmak istenen, merkez bankaları ve hükümetler gibi enflasyonun düşük seyir etmesini isteyen güçlerin, hane halkı ve tasarruf sahiplerine mesajlar göndermeleridir. Başka bir deyişle, yatırımcı ve hane halkının enflasyon beklentilerine hitap edebilmek ve elde edilecek olan bu enflasyon beklentilerine müdahale edebilme metodudur. Parasal hedefleme stratejisi iki temel varsayım üzerine kurulmuştur. Piyasalardaki para miktarının merkez bankaları tarafından yönetilebilir olması ve para miktarı ile enflasyon oranı arasında doğrudan bir ilişkinin olduğu varsayımları üzerine kurulmuştur.

Dolayısıyla, öncelikle istikrarlı bir para talebi olmalıdır. Daha sonra, hedeflenen parasal gösterge para otoritesinin kontrolü altında olmalıdır. Son olarak ise, hedeflenen

parasal gösterge, fiyat hareketleri açısından bir öncü gösterge olmalıdır. Parasal hedefleme stratejisinde; kısa vadeli faiz oranları operasyonel hedef olarak, para arzı (büyümesi) ara hedef olarak ve nihai amaç olarak ise enflasyon seçilmektedir. Ancak, özellikle 1980'lerin ikinci yarısından başlayarak, mevduata alternatif repo, yatırım fonu gibi yeni finansal araçların gelişmesi, kredi kartı, ATM gibi yeni ödeme araçlarının ve teknolojilerin ortaya çıkması, finansal liberalleşme gibi birçok faktör, para talebi tahminini zorlaştırmış, bu çerçevede, para arzının tanımlanması zorlaşmış ve para arzı tanımlarının enflasyon üzerindeki belirleyiciliğinin şiddeti ve istikrarı azalmıştır. Bu nedenle, son 10 – 15 yıldır parasal hedeflemenin popülerliği giderek azalmıştır (Önder,2005).

### 2.7.1.2. Kur Çapası

Serbest piyasanın ağırlıklı olarak görüldüğü ülke ekonomilerinde döviz kurlarının değişkenli ülke ekonomisi üzerinde doğrudan etkilidir. Döviz kurlarıyla ilgili uygulanmakta olan iki temel uygulama vardır. Bunlar tam serbest kur sistemi ile sabit kur sistemidir. Sabit kur sisteminde adından da anlaşılacağı gibi döviz kuru hükümetler ya da ekonomilerdeki ilgili birimlerce taahhüt edilmektedir. Serbest kur sisteminde ise döviz kuru piyasadaki arz ve talebinden denge noktasında oluşur, herhangi bir kişi yada kuruluş tarafından döviz kuruna müdahale etmek söz konusu değildir. Döviz kuru, piyasa tarafından canlı bir şekilde oluşturulup yaşamını sürdürdüğü için ülkenin içinde bulunduğu hükümet politikalarından, siyasi istikrardan ve dünyadaki belli başlı gelişmelerden doğrudan etkilenmektedir. Yurtdışı ile sürekli olarak mal ve hizmet alım-satımı yapan ülkelerde döviz kuru oldukça önemlidir. Dış ticaret işlemlerinin hem ithalat hem de ihracat ayağında döviz kuru çoğu zaman ticaretin belirleyicisi niteliğindedir. Döviz kurunun, dış ticaret işlemlerinde doğrudan önem arz etmesiyle birlikte, yurt içi piyasadaki enflasyon oranı ile ilişkilidir. Serbest döviz kuru uygulamasının olduğu bir ekonomide yurt içi piyasadaki tasarruf sahibi, yerli paradan yabancı paraya doğru bir yönelime geçerse, yurtiçindeki enflasyon oranı üzerinde de farkında olmadan bir dalgalanmaya sebep olacaktır. Enflasyon oranındaki bu değişiklik ise dış ticaret işlemleri üzerinde doğrudan olumsuz bir yansımaya sebep olabilir.

Diğer yandan, uzun süreli enflasyon tecrübesi yaşayan ülkelerde, geriye dönük endeksleme yaygın bir davranış halini almaktadır. Geriye dönük endeksleme, basit olarak, hane halklarının gelecek dönem ücret taleplerini, mülk sahiplerinin gelecek dönem kira bedellerini ve firmaların fiyat ayarlamalarını ve bütçe planlarını geçmiş dönem enflasyonunu dikkate alarak belirlemeleridir. Bu nedenle, enflasyonist beklentilerin kırılması ve

enflasyonun fazla ekonomik daralmaya neden olmadan daha az maliyetle düşürülmesi için kurlar ara hedef olarak kullanılabilir. Bu stratejide, kurlar önceden ilan edilen düzeylerde tutularak, halkın ve firmaların ücret ve fiyatlarını ilan edilen kurlarla uyumlu belirlemeleri beklenir. Kurların ilanı, şeffaftır ve herkes tarafından kolayca izlenebilir. Dolayısıyla, eğer inandırıcı olursa; hem her kesimin gelecek dönem enflasyonuna ilişkin beklentilerini doğrudan etkilemesi, hem de aktarım mekanizmasında doğrudan çok etkili olması nedenleriyle, enflasyonu düşürmede çok etkindir. Böylece, özellikle beklentileri etkilemesi nedeniyle, daha az üretim kaybıyla enflasyonun kontrol altına alınması mümkündür. Ancak, kur çapası stratejisinin yukarıdaki avantajlarına karşın önemli dezavantajları da vardır: Kur çapası uygulamalarında, merkez bankasının likidite ve faizler üzerindeki kontrolü kaybolur ve likidite ve faizler ödemeler dengesi gelişmelerine göre belirlenir. Eğer, kur artışlarının kontrol edilmesine karşın, enflasyon yeteri kadar düşmezse, yerli para değer kazanır ve ithalat artarken, ihracat geriler bu da cari işlemler açışına yol açar. Yüksek cari işlemler açığı, doğrudan yabancı yatırımları yolu ile finanse edilmediğinde, ancak yüksek faizlerin teşvik edeceği “sıcak para” ile finanse edilebilir. Bu durumda ekonomi dışsal şoklara çok duyarlı hale gelir ve kur politikası spekülâtif ataklarla karşı karşıya kalabilir. Bu gelişmelerin muhtemel sonucu da, devalüasyonu gerektirebilir (Önder,2005)

Hedeflemeye giden ülkenin parasına yönelik spekülâtif bir saldırı sonuçta gerek fiili, gerekse beklenen enflasyonda bir artışa yol açacak ve faiz oranlarını sert biçimde artırarak finansal krizi güçlendirecektir. Parasının bir diğer paraya değişim oranını sabitleyen ülkede ödünç sözleşmelerinin kısa vadede yoğunlaşmış olması halinde, faiz oranındaki artış ile kısa vadeli borçlar arasındaki etkileşimim firmaların faiz ödemelerinde büyük artışlara yol açarak, nakit akım pozisyonlarını ve dolayısıyla bilançolarını zayıflatmaktadır. Sonuçta, gerek kredi hacmi, gerekse ekonomik faaliyetlerde keskin bir düştüğü ortaya çıkabilmektedir (Telatar, 2002)

## **2.7.2. Doğrudan Enflasyon Hedeflemesi**

1990’lı yılların başlarından itibaren enflasyon oranının, para politikasının üzerindeki etkilerinin anlaşılmaya başlanmasıyla birlikte, para otoriteleri politikalarını belirlemek ve temel teşkil etmesi açısından enflasyon hedeflemesi yoluna gitmeye başlamışlardır. Hükümetler ya da merkez bankaları mali yıl öncesinde üçer aylık periyotlar için farklı farklı

enflasyon oranı hedeflemesinde bulunurlar. Yapılan bu hedefleme ve tahmin kamuoyuyla paylaşılır. İlerleyen vadede gerçekleşen enflasyon oranının, hedeflenenle örtüşmesi durumunda piyasalarda güven ortamı oluşacaktır. Para otoritelerine karşı sağlanan bu güven neticesinde bir sonraki adım olan para politikaların seçimi ve uygulanmasında merkez bankaları daha geniş bir alan içerisinde hareket edebileceklerdir. Tabi para otoritelerinin yalnızca gelecek dönemler için enflasyon oranını tahmin etmesi, ara hedefleme için yeterli değildir. Nihayetinde enflasyonunda ticareti baltalamayacak ölçüde makul ve anlaşılır olması gerekmektedir. Yalnızca tahminlerin başarılı kabul edilmesi için, çok yüksek oranları kamuoyuna duyurup, gerçekleşme zamanı geldiğinde takdir beklemek yanlış olacaktır.

Enflasyon hedeflemesinde, belirli bir dönem için belirlenen enflasyon hedefi merkez bankasının temel politika hedefi olarak belirlenir. Bu stratejide, merkez bankası herhangi bir ara hedef ilan etmez. Para politikası, enflasyon tahminlerinin ve beklentilerin hedeflenen enflasyondan sapmasına göre yönlenir. Hedeflerin kamuoyuna ilanı ve kurumsal kararlılık belirgindir. Şeffaflık, kredibilite (güvenilirlik), sağlıklı iletişim ve hesap verebilirlik kavramları ön plana çıkar. Yani, sınırlanmış serbesti yaklaşımı olarak ifade edilen, para politikasının iki önemli fonksiyonu yerine getireceğini ortaya koymaktadır ki bunlar, politika otoritesi ile özel kesim arasındaki iletişimin geliştirilmesi ve para politikasında disiplin ve hesap verebilirliğin sağlanmasıdır (Telatar, 2002).

## **2.8. PARA POLİTİKASI ARAÇLARI**

Para politikası amaçlarının gerçekleştirilebilmesi, merkez bankalarının bu konuda yeterli yetkiye ve gerekli para politikası araçlarına sahip olmalarını gerekli kılmaktadır. Diğer bankalar gibi merkez bankalarının da varlıkları ve yükümlülükleri vardır. Merkez bankalarının en önemli varlıkları; altın, döviz, hükümet tahvilleri ve bonolardır. En önemli yükümlülükleri ise bankaların, merkez bankasında ve kasalarında tuttukları toplam rezervler ile bankalar dışındaki nakittir. Bu bağlamda para otoriteleri, parasal taban veya çarpanını etkileyerek para arzını istenilen yönde değiştirebilmek için temel para ve kur politikası araçları olarak; açık piyasa işlemleri, reeskont politikası, yasal karşılık politikası, kantitatif kredi politikası ve zorunlu devir politikası şeklinde para politikası araçlarını kullanmaktadırlar (Yapraklı,2007).

Para politikası araçları üzerinde bir ayırım yapmamız gerekirse, doğrudan ve dolaylı olmak üzere temelde ikiye ayırabiliriz. Ayırım yaparken kullanmış olduğumuz mantık ise, doğrudan

para politikalarında, otoriteler tarafından bir eylem planı ya da oranların hareket edebileceği bir bant belirlenmiştir. Ancak dolaylı para politikalarında ise genel olarak piyasalardaki arz-talep oluşumu göz önünde bulundurulur. Doğrudan para politikaların sonuçları piyasadaki ticari bankalar üzerinde etkiliyken, dolaylı para politikalarının etkileri merkez bankası üzerinde görülmektedir.

1980'ler ve 1990'larda, piyasanın çalışmasını bozan birçok enstrüman ya kaldırılmış ya da azaltılmıştır. Merkez bankaları para politikası uygulamalarında, genelde, 1985'lere kadar doğrudan düzenleyici güçlerini kullanmaya devam etmişler. Sonraki yıllarda ise dolaylı olarak merkez bankası parasını ihraç eden kurum sıfatıyla piyasa koşullarını etkilemişlerdir. 1980 sonrasında finansal piyasalara doğrudan (direkt) müdahale eden para politikası araçlarının yerine, dolaylı (endirekt) para politikası araçları ön plana çıkmıştır. 1980 sonrası uygulamalarda, gelişmiş ülkelerde piyasa mekanizmasını ön plana çıkaran dolaylı para politikası araçlarından açık piyasa işlemleri ağırlıklı bir araç olarak kullanılırken, gelişmekte olan ülkelerde ise finansal piyasaların gerekli olgunluğa erişememesinden (yeterli derinliğe ve genişliğe ulaşamaması) dolayı daha çok dolaysız para politikası araçları ile dolaylı para politikası araçlarından zorunlu karşılıklar ve reeskont oranları ağırlıklı olarak kullanılmıştır. Bununla birlikte, gelişmekte olan ülkelerde de finansal piyasaların teknolojik ve yasal değişimlere bağlı olarak gelişmeye ve serbestlemeye başlaması, gerekli derinliğe ve genişliğe ulaşma çabalarıyla birleşince, açık piyasa işlemleri giderek daha yoğun bir şekilde kullanılmaya başlanmış ve önemi giderek artmıştır (Önder,2005).

Doğrudan para politikası araçlarından dolaylı para politikası araçlarına yönelmeye başlayan ülkelerin bu geçiş döneminin başlangıcı, devlet iç borçlanma senedi ya da merkez bankası kıymetlerini ihale yoluyla satmaya başladıkları tarih varsayılmaktadır. Bu başlangıç döneminin sonu ise, faiz oranları kontrollerinin kaldırılması ve merkez bankasının sağladığı doğrudan kredi tutarı toplamının ekonomideki toplam kredi tutarının % 25'in altına geldiği durum olarak ifade edilmektedir. Bu geçiş süreci içinde; ödeme sistemlerinin geliştirilmesine, güçlü bir bankacılık denetimine, bankacılık sektöründeki rekabeti engelleyen kısıtlamaların kaldırılmasına ve parasal analiz tekniklerinin gelişmesine ihtiyaç duyulmuştur. Piyasa bazlı araçların kontrollerinin ve finansal piyasalardaki rekabet ve faiz oranlarının belirlenmesinin piyasa lehine olması için gerekli diğer düzenlemeler de yapılmıştır. Dolayısıyla ideal yapıda tek bir para piyasası işlemi veya para politikası hedefleri olmayabilir. Bunlar ülkeden ülkeye değişerek, o ülkenin büyüklüğüne, gelişmişliğine ve finansal piyasalarının yapısına bağlıdır. Böylece operasyonel hedef olarak faiz oranlarını kullanan merkez bankaları, ara hedef olarak para miktarını ve de nihai hedef olarak ise enflasyonu kullanırlar (Gray ve Hoggarth, 1996).

## 2.8.1. Doğrudan (Direkt) Para Politikası Araçları

Doğrudan para politikası araçlarında, ara hedeflere aracı olmaksızın bir müdahale söz konusudur. Doğrudan bir müdahale söz konusu olduğu için uygulanacak eylem planı, piyasa dinamiklerinin vermiş olduğu tepkilerle değil, yasal düzenlemelerle belirlenmektedir. Ekonomi içerisinde faaliyet gösteren finans kurumları, konvansiyonel ve katılım bankaları ya da kalkınma bankaları gibi ticari faaliyet gösteren bankaların fon toplama ve fon kullandırım oranları üzerinde hareket bantları oluşturulur. Oluşturulan tavan ve taban fiyatlarla piyasalar ne derece esnekliğe sahip olacağı önceden tahmin edilebilir.

Doğrudan para politikası araçlarında temel amaç piyasaya bir hareket alanı belirlemek ve piyasanın bu hareket planından dışarıya çıkmamasını sağlamaktır. Muhakkak bu hareket planı oluşturulmadan önce piyasa ve kamuoyunun beklentileri de para otoriteleri tarafından göz önünde bulundurulur. Doğrudan para politikası araçları genel olarak hedeflere yönelik oluşturulduğu için mali yıl öncesinde belirlenir ve çok büyük bir gelişme olmadığı müddetçe politikanın istikrarı açısından vazgeçilmezdirler. Dünya'daki gelişmelere paralel olarak kimi zaman revize edilebilir ancak dönem içerisinde piyasalarla birebir ilişki içerisinde olan ve sıklıkla uygulanan dolaylı para politikası araçlarıdır.

### 2.8.1.1. Faiz Oranı Kontrolleri

Ekonomilerdeki genel para otoritesi olan merkez bankaları, ülkelerindeki bankalar üzerinde oransal olarak zorunluluklar getirebilirler. Bu zorunlu oranlar topladıkları mevduata verecekleri faiz oranı olacağı gibi, verdikleri kredilerde kullandıracakları faiz oranı da olabilir. Bankaların topladıkları mevduat faiz oranı ile kullandırdıkları kredi faiz oranı arasında bir açıklık vardır. Bu faiz oranı arasında oluşan makas farkı bankaların karlılıklarının en büyük göstergesidir. Parayı toplarken ve kullandırırken uygulayacakları faiz oranının merkez bankası tarafından belirlenmesi, ticari bankaların kar marjları üzerinde merkez bankasının doğrudan bir baskı oluşturması ve müdahale etmesi anlamına gelmektedir. Bu işleyiş temelde serbest piyasa ekonomisinin mantığıyla çok uyuşmadığı için günümüz merkez bankası para politikası araçları arasında çok uygulanmaz. Ancak herhangi bir ekonomik daralma ya da kriz gibi bir durumda, piyasaların güven kazanması için merkez bankalarının böyle bir uygulamaya gitmesi de şaşırtıcı olmayacaktır. Nihayetinde bankalar, piyasa dinamikleri içerisinde olmazsa olmaz bir ekonomik birim ve unsur olduğu kadar, kimi zaman da kamuoyu



tarafından piyasa adına negatif eylemlerde bulunulduğu düşünölen ekonomik birimlerdir. Bu sebeple merkez bankalarının sınırlı müdahalesi zorunlu olabilir.

### 2.8.1.2. Kredi Tavanı Kontrolleri

Ekonomi içerisinde faaliyet gösteren bankaların kullandıracakları kredi tutarının hacim olarak, parasal otorite olan merkez bankası tarafından belirlenmesidir. Merkez bankası, bir sonraki mali yıl içerisinde bankaların kullandıracakları kredi tutarının tavanını belirler. Böylelikle ekonomik rasyoların birden bire sanal olarak şişmesini engellemeye çalışırlar. Bankaların kullandıracakları kredi miktarını hesaplariken, bankanın pazar payı, bilançosundaki aktiflerin niteliği gibi etmenler göz önünde bulundurulur. Kimi zaman merkez bankaları, hükümetlerle yaptıkları iş birlikleri sonucunda bazı sektörlerin daha maliyetsiz ve hacimce daha fazla fonlanarak teşvik edilmesini ister. Böyle bir durumda yine merkez bankası devreye girer, selektif kredi<sup>7</sup> politikası içerisinde seçim yapılırken, genelde ekonomik yönden lokomotif olacak sektörler seçilmeye çalışılır. Ülke ekonomisine de büyük katkılar sağladığı için selektif kredi politikası oldukça önemlidir.

Sonuçta, eğer bazı bankalar kendi kredi tavalara ulaşamazlarsa, toplam kredi genişlemesi programlanandan daha düşük bir seviyede gerçekleşerek planlanan büyümeyi muhtemelen olumsuz etkileyecektir. Ayrıca, bir bankanın kendi kredi tavanına ulaştıktan sonra toplayacağı mevduat faiz getirisi sağlamayacağından dolayı, banka bazında kredi tavanları mevduat, hareketliliğini olumsuz etkilemektedir. Kredi kontrollerinin ortaya çıkardığı problemler ise; bankalararası para piyasası gelişiminin teşvik edilmesiyle, bankalara kendilerine ait kredi tavanlarının ticaretine izin verilmesiyle, kredi tavanı limitine ulaşan bankaların fazla likiditelerine faiz ödenmesiyle ve fazla rezervlerini borç verme imkânına ekleyerek üst tavanlarını yükseltmeleriyle azaltılmıştır (Leite, 1992).

### 2.8.1.3. Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları

Merkez bankasının selektif krediler politikasıyla benzer özellikler taşımaktadır. Merkez bankasının daha fazla gelişmesini istediği sektörlerle ağırlıklı olarak çalışan bankaların reeskont hacmini daha fazla tuttuğu politikadır. Normal şartlar altında bankaların

---

<sup>7</sup> Selektif Kredi:Merkez Bankaları gibi belirli mali kurum ve kuruluşlar tarafından uygulanır. Belirlenen bazı sektörlerle ağırlıklı olarak kredi ile fonlama yapılarak ilgili sektörün genişlemesini ifade etmektedir. Kimi sektörlerle kredi kaynak sağlanırken, kimi sektörler ise yavaşlatılmaya çalışılmaktadır.

piyasa riskleri ve ihtiyaç duydukları likidite miktarı da reeskont kotası belirlemek için kriter kullanılabilir.

#### 2.8.1.4. Disponibilite Uygulaması

Merkez bankası, bankaların taahhütlerinin belirli bir oranı karşılığında, disponbl (hazır ve kullanılabilir para) değerler tutmalarını zorunlu kılabilir. Bu oranın yükselmesi, para çoğaltanını küçülterek para arzını daraltacaktır. Genel olarak istenilen atıl rezervler, belirli bir gün bazında hesaplanan mevduat bazında veya özel bir mevduat hesaplama süresi boyunca ortalama mevduat hacmi bazında hesaplanır (Meek,1991).

Az gelişmiş ülkelerde, mevduat zorunlu karşılıkları ile birlikte, bu araç faizlere göre çok daha uygun parasal kontrol araçları olarak kabul edilir, çünkü menkul kıymet piyasalarında işlem hacmi düşük türev araç çeşitliliği azdır. Dolayısıyla mevcut araçlar, ticari bankaların likidite fazlalığını sterilize etmeye yetmemektedir (Güneş, 1990).

Merkez bankaları, ticari bankaları, ellerindeki fonların belirli bir oranı ile öngördükleri tahvil ve bonoları satın almaya, merkez bankasında serbest tevdiat ve kasalarında nakit olarak bulundurmaya zorlayabilir. Disponibilite uygulaması bankaların likiditesini ve dolayısıyla aktif yapısını düzenleyen zorunlu bir araçtır. Eğer, piyasa faiz oranları satın alınan devlet iç borçlanma senetlerinin faiz oranlarından yüksekse, bu yolla piyasa faiz oranlarından daha düşük bir faizle bir kısım fonlar kamu sektörüne aktarılmış olmaktadır. Böylece bankaların fonlama maliyeti artar. Tersisi durumda ise bankaların fonlama maliyetini düşürücü etki yapmaktadır. Disponibilite uygulaması bankalara kaçınacak alan bırakmayarak (pasiflerin tamamını içerecek şekilde) uygulanmasıyla dolaysız, bankaların kaçınabilecekleri alanlar bırakarak (pasiflerin bir kısmını içerecek şekilde) uygulanmasıyla dolaylı bir araç niteliğindedir (Önder,2005).

### 2.8.2. Dolaylı (Endirek) Para Politikası Araçları

Dolaylı para politikası araçlarında adından anlaşılacağı gibi merkez bankasının piyasa üzerinde doğrudan bir etkisi yoktur. Piyasa için herhangi bir sınır belirlemez ya da yaptırımında bulunmaz. Aksine merkez bankası da tıpkı diğer piyasa aktörleri gibi, piyasada yol alır ve iktisadi faaliyetlerini sürdürür. Doğrudan para politikası araçları iktisadi teşebbüs ve banka

gibi ekonomik birimler üzerinde sınırlılıklar getirdiği için son yıllarda yoğun olarak kullanılmamaktadır. Aksine uluslar arası sermaye hareketliliğinin de arttığı günümüz koşullarında, dolaylı para politikası araçları esnek olduğu için piyasadaki başarı kabiliyeti daha yüksektir.

Dolaylı araçlar, doğrudan araçların tersine, mali aracılık hizmetlerinin etkin olarak kullanılmasını sağladığı için ve kayıt dışı finans sektörünün büyümesini teşvik etmediğinden dolayı daha etkindir. Ayrıca, büyük oranda teknolojik gelişmelerin bilgi ve işlem maliyetlerini düşürmesiyle yaşanan finansal yenilikler (liberalizasyon) de bu araçların kullanımını daha fazla etkinleştirmiştir. Doğrudan araçlar piyasalar vasıtasıyla kullanıldığından, ekonomik olarak bazı parasal büyüklükler daha önemsiz bir hale geldiğinde bile bu araçlarla parasal koşullar etkilenebilmektedir. Yapısal reformlarla ekonomi serbestleştirilerek ve piyasa rekabeti sağlanarak, piyasa bazlı araçların para politikası yönetiminde ağırlığı giderek artmıştır. Böylece, faiz oranları ve döviz kurları gibi temel fiyat göstergeleri, para politikası içinde çok daha önemli bir hale gelmiştir. Dolaylı araçlar kredi dağıtımında ve para politikasının oluşturulmasında piyasa güçlerine dayandırıldığından dolayı, hem ekonomik sinyallerin en temel kaynağı olan finansal piyasaların gelişimine hem de siyasi baskıların azalmasına yardımcı olmaktadır. Dolaylı araçlardan etkin olarak yararlanabilmek için, merkez bankasının bu araçları uygun bir kapasiteyle ve doğru analizlerle birlikte kullanması zorunludur. Finansal serbestleşmeyle birlikte dolaylı araçların kullanılmasının en temel avantajı finansal tasarrufların artmasıyla birlikte yatırımların etkinliğinin artması olmuştur (Önder, 2005).

Merkez bankasının dolaysız para politikalarından, dolaylı para politikalarına geçişi bir süreç üzerine yaşanmıştır. Piyasa alışkanlıklarını ve düzenini hızlı bir şekilde değiştirmek hem piyasa hem de merkez bankası için olumsuz bir hava yaratacaktır. Bu geçişi yaşayan dünyadaki birçok merkez bankası bu şekilde bir süreç izlemiştir. Dolaylı para politikasında merkez bankası piyasada aktif oyuncu olarak bulunduğu için, para politikalarının etkinliğinin arttığını rahatlıkla söyleyebiliriz. Geçiş sürecinin tamamlanmasıyla birlikte de faiz oranlarının makul seviyelere gerilediğini ve faiz oranlarındaki dalgalanmaların ortadan kalktığını söylemek mümkündür. Dolaylı para politikalarında, piyasaya herhangi bir sınırlandırma getirilmediği için, hükümet ve ilgili bakanlıklarında para politikaları destekleyici mali disiplini sağlayan çabalarda bulunmaları gerekir. Dolaylı para politikaları daha esnek ve piyasa koşullarına uyum sağlayan rol üstlendiği için, merkez bankalarının da yalnızca bir tane dolaylı para politikasına bağlı kalmasını beklemek doğru olmaz. Açık piyasa işlemleri, döviz-

efektif işlemleri, reeskont işlemleri ve zorunlu karşılıklar gibi para politikalarını mali yılın her döneminde kullanarak piyasayı canlı tutar.

### 2.8.2.1. Açık Piyasa İşlemleri

Açık piyasa işlemleri (APİ) en geniş anlamıyla finansal enstrümanların açık piyasada merkez bankası tarafından ya birincil piyasada ya da ikincil piyasada alınarak veya satılarak bankacılık sisteminin toplam rezervlerini daraltarak veya genişleterek, nihai olarak ülkenin para arzını etkileyebilmek olarak tanımlanabilir. Diğer bir tanımlaması ise; Interbank, para ve menkul kıymetler pazarlarının tam anlamıyla gelişip, aktif olarak kullanıldığı ülkelerde açık piyasa işlemleri bankacılık sisteminin toplam rezervlerinin (likiditelerinin), menkul kıymetlerin piyasa fiyatlarından Merkez Bankası tarafından alınıp veya satılarak etkilenmesidir. Bu işlemler ya kesin alım-satımla veya repo-ters repo işlemleriyle yapılabilmektedir (Iden, 2001).

Açık piyasa işlemleri para arzıyla birlikte faiz oranları üzerinde de etkili olmaktadır. Çünkü merkez bankasının tahvil satın alması fiyatları yükseltecek, dolaşımdaki para miktarı ve fiyatlar artacak, tasarruf eğiliminde artış olacaktır. Bu durumda banka mevduatlarındaki artış faiz oranlarını düşürecektir. Tersi durumda ise faiz oranları yükselecektir (Seyidoğlu, 1999).

Merkez bankaları yatırımların yetersiz olduğunu düşündüğü dönemlerde piyasadan menkul değer alımına giderek piyasaya canlılık katmak isteyebilir. Örneğin merkez bankası, hazine bonosu alım satımını gerçekleştirerek piyasanın reaksiyon hızını ölçebilir. Aksi durumda piyasaya menkul kıymet sattığında, piyasadaki likiditeyi düşürecek ve böylelikle ticari bankaların kredi verebilme gücünü de olumsuz yönde etkileyecektir. Bankalar ellerinde daha az likidite buldukları için kredi vermeleri gerektiği koşullarda daha yüksek faiz oranları ile kredi kullandırımı yapacaklardır. Merkez bankasının yapmış olduğu ve aşağıda açıklamaya çalışacağımız diğer açık piyasa işlemlerinin en temel amacı piyasadaki likiditeyi kontrol etmek ve dönemsel olarak bu likiditeye yön verebilmektir.

Açık piyasa işlem çeşitleri ve uygulanma nedenleri aşağıdadır (Önder,2005):

- Doğrudan Satım İşlemleri: Merkez bankası, piyasadaki likiditenin sürekli olarak fazla olacağına inanıyorsa, söz konusu fazla likiditeyi çekmek için, açık piyasa işlemleri portföyündeki kıymetleri bankalara/aracı kurumlara satar ve karşılığında bankalar, ellerindeki fazla likiditeyi merkez bankasına kalıcı olarak devrederler. Böylece bankalara ve aracı kurumların toplam rezervleri azaltılır.
- Ters Repo İşlemleri (Geri Alım Vaadiyle Satım): Merkez bankası, piyasadaki likiditenin geçici bir süre için fazla olduğunu, belli bir süre, örneğin 30 gün, sonra tekrar normal seviyelerine döneceğini düşünüyorsa, fazla likiditeyi ters repo işlemleri ile piyasadan çeker. Ters repo işlemlerinde merkez bankası, açık piyasa işlemleri portföyündeki senetleri bankalara ve aracı kurumlara belirli bir süre için belirli bir fiyattan geri almak vaadiyle satar, bankalar ve aracı kurumlarda karşılığında ellerindeki fazla likiditeyi geçici bir süre için merkez bankasına devrederler. Ters repo işlemlerinde iki anlaşma aynı anda yapılmış olur. Merkez bankası, senetleri bankalara ve aracı kurumlara belirli bir fiyattan, belirli bir vade için satarken, işlemin vadesinde de belirlenen faizle birlikte, aynı senetleri bankalardan ve aracı kurumlardan geri alacağını kabul etmiş olur. İşlemin vadesinde bankalar ve aracı kurumlar aynı senetleri tekrar merkez bankasına satmak zorundadırlar.
- Doğrudan Alım İşlemleri: merkez bankası, likiditenin kalıcı olarak istenilen düzeylerden az olacağına inanıyorsa, eksik olan likiditeyi sağlamak için bankalardan ve aracı kurumlardan kıymet alır ve karşılığında bankalara ve aracı kurumlara nakit aktarır. Açık piyasa işlemleri portföyüne, piyasadan alınacak devlet iç borçlanma senetlerinin vadeleri, eski kanunda işlem valörü itibariyle bir yıldan kısa vadeli olması gerekirken; yeni düzenlenen kanunla, artık böyle bir vade sınırlaması uygulanmamaktadır. Çağdaş merkez bankacılığı ilkeleri merkez bankalarının birincil piyasadan (Kamudan-Hazineden) kıymet almasına imkân vermemektedir. Doğrudan alım işlemi sonucunda, bankalar kalıcı olarak ekonominin ihtiyaç duyduğu likiditeye kavuşurken, faizlerin enflasyon hedefi ile tutarlı düzeylerde kalması sağlanmış olur. Böylece bankaların ve aracı kurumların toplam rezervleri arttırılır.
- Repo İşlemleri (Geri Satım Vaadiyle Alım): Merkez bankası, piyasadaki likiditenin geçici bir süre için istenilen düzeyden az olduğunu, belli bir süre, örneğin 30 gün, sonra tekrar normal seviyelerine döneceğini düşünüyorsa, eksik likiditeyi repo

işlemleri ile piyasaya verir. Repo işlemlerinde merkez bankası, bankalardan ve aracı kurumlardan kıymetleri belirli bir süre için belirli bir fiyattan geri satmak vaadiyle satın alır, karşılığında bankalara ve aracı kurumlara nakit aktarır. Buradaki öncelik yüksek fiyat teklif eden kurumdan, düşük faiz öneren kuruma doğru sıralanmaktadır. Ters repo işlemlerinde olduğu gibi repo işlemlerinde de iki anlaşma aynı anda yapılmış olur. Merkez bankası, senetleri bankalardan belirli bir fiyattan, belirli bir vade için alırken, bankalar da aynı senetleri işlemin vadesinde belirlenen faizle birlikte, merkez bankasından geri alacaklarını kabul etmiş olur. Bankalar, işlemin vadesinde aldıkları nakdi faizi ile birlikte merkez bankasına geri vermek, merkez bankası da aynı kıymetleri bankalara iade etmek zorundadır. Repo; ikincil piyasanın tam anlamıyla gelişimini tamamlayamadığı dönemlerde de kullanılabilmekte, menkul kıymetler piyasasını bozmamakta, oldukça güvenli, esnek ve otomatik tersine çevrilebilen ve kısa dönemde geçici bir etki gösteren çok kullanışlı bir para politikası enstrümanıdır.

- Depo (Mevduat) Alımı ve Satımı: Bu tür işlemler bir nevi bankalar arası mevduat işlemleri olup, asıl olarak merkez bankalarının “likiditenin son merci” işlevleri gereği kullanılır. Merkez bankaları genelde para piyasası gecelik vade faiz oranlarının belirli bir bant içinde oluşmasını hedeflerler. Bu çerçevede, merkez bankaları, gecelik vadede para piyasasında faizler üst sınıra çıktığında, açık piyasa işlemleri çerçevesinde bankalara teminat karşılığı, likidite verirler, ya da faizler çok düştüğünde, bankalardan mevduat olarak faizlerin aşırı dalgalanmasının önüne geçmeye çalışırlar.
- Merkez Bankası Likidite Senedi İhraçları: Merkez Bankaları, likidite fazlasını doğrudan kendi ihraç edecekleri kısa vadeli “likidite senetleri” ile de çekebilirler. Likidite fazlalığı yaşayan ülkelerde bu tür senetler aktif bir açık piyasa işlemi aracı olarak kullanılmaktadır.

### 2.8.2.2. Döviz-Efektif İşlemler

Dalgalı kur politikasının tam anlamda uygulamada olmadığı piyasalarda, döviz alım satımının piyasadaki denge noktasında oluşması beklenmediği için, merkez bankası ya da para otoritelerinin döviz alım satım ihaleleri ile piyasadaki yerli para likiditesine dolaylı müdahale ettiği politikadır. Merkez bankası rezervinde bulunan dövizlerin satışını yaptığından, piyasadaki yerli para likiditesini çeker, aksi durumda döviz alımına gittiğinde de

piyasaya yerli para enjektisi yapar. Merkez bankasının bu şekilde bir döviz fiyatı oluşumuna müdahale etmesinin arkasındaki sebeplerden biride yurtiçindeki yerli para rezervinin enflasyon üzerinde doğrudan bir etkisinin olmasıdır. Paranın alımın gücünün azaldığı ya da yurtdışı ticareti zora sokacak derecede yükseldiği durumlarda bu şekilde likidite dalgalanmalarıyla merkez bankası enflasyona da dolaylı olarak müdahale etmiş olur.

### 2.8.2.3. Reeskont Penceresi İşlemleri

Merkez bankasının, para arzını para tabanı aracılığı ile kontrol etmek için izlediği para politikası araçlarından bir diğeri reeskont oranları, merkez bankasının bankaların kendisinden borçlanma koşullarını değiştirmesini ifade etmektedir. Günümüzde bankalar merkez bankasından borçlanma imkanına sahiptirler. Merkez bankası, bankaların kendisinden borç alınca ödedikleri faiz haddini (reeskont oranını) değiştirmek ve bankaların her an likiditelerini korumalarını sağlamak suretiyle para arzı üzerinde etkili olmaktadır. Merkez bankası bu yolla bankaların kredi talepleri üzerinde etkili olmaktadır. Merkez bankası bu yolla bankaların kredi talepleri üzerinde etkili olmaya çalışarak bankaların açtıkları kredi miktarını ve uygulayacakları faiz oranını yükselteceklerdir. Bu durumda kredi talebi ve bankaların kredi verirken kullanacakları fon miktarı (para tabanı) azalır. Tam tersi bir uygulamada, yani merkez bankasının reeskont oranını düşük tutması durumunda ise, bankaların merkez bankasına reeskont amacıyla getirecekleri ticari senet sayısı artacaktır. Bu durum bankaların kredi hacminin (para tabanı) artmasıyla sonuçlanacaktır (Ünsal, 2004).

Ayrıca merkez bankası, ticari bankalara gereksinim duydukları gücü yüksek parayı senet ya da tahvil karşılığında da sağlayabilmektedir. Bunun için bir reeskont oranı uygulayan merkez bankası, bankaların kendisinden para ya da kredi elde etme arzularını etkilemek için reeskont oranlarını değiştirebilmekte ve parasal taban üzerinde belli bir oranda etkili olabilmektedir (Parasız, 1998).

Merkez bankasının piyasalar üzerinde reeskont ile bir etki yaratabilmekte, ancak bazı koşullara bağlıdır. Enflasyon oranının yüksek olduğu bir ortamda, merkez bankası yüksek reeskont oranı ile piyasa üzerinde bir güç oluşturmaya çalıştığında, piyasada fon açığı olanların bankalarla buluşma sürecini olumsuz yönde etkileyebilir. Bu sebeple yüksek enflasyon gibi ortamlarda başlı başına kullanılacak bir politika aracı değildir. Reeskont penceresi işlemleri, dolaylı para politikası araçlarından olduğundan merkez bankasının piyasa üzerine direk bir etkisi yoktur. Örneğin, merkez bankası reeskont oranlarını düşürerek

bankaların kendisinden borçlanmak suretiyle piyasaya para enjekte etmesini düşünebilir. Eğer bu durumu özendirici kılabilirse piyasaya para arz edilir. Ancak ticari bankalar kendi değer yargılarıyla karar verdiklerinde finansal anlamda likidite ihtiyacı duyuyorlarsa ya da herhangi bir ekonomik kriz ve stagflasyon gibi bir durumda ihtiyatlı hareket etmeye çalışıyorlarsa, düşük reeskont oranlarında dahi merkez bankasından borçlanmayacaklardır. Reeskont penceresi işlemlerinde merkez bankasının kararları önemli olduğu kadar, piyasada işlem yapan ticari bankalarında kararları en az merkez bankası kadar önemlidir. Çünkü merkez bankasının reeskont oranı yükseliş ya da düşüş kararına tepki verecek mekanizmanın karşı kutbu ticari bankalardır.

İskonto Penceresi (Discount Window) imkânının rolü, 1970'lerde açık piyasa işlemlerinin (artan güvenle) kullanılmaya başlanmasıyla birlikte gelişmiş ülkelerde azalmaya başlamıştır. Eğer reeskont penceresi piyasa faizlerinin altında bir maliyetle kullanırılıyorsa, genellikle banka (Avusturya, Belçika, Almanya, Yunanistan, İtalya ve Hollanda gibi) bazında (bireysel) kota kısıtlamaları uygulanmakta ve/veya ABD'de olduğu gibi bu borçlanmanın uygun nedenler karşılığında saklanması merkez bankası tarafından yakın izlemeye tabi tutulmaktadır. Merkez Bankasından kısa vadeli geçici likidite sağlamanın veya geçici likidite fazlalığının merkez bankasına ödünç verilmesi, bankacılık sistemine ve finansal piyasalara para piyasası koşullarında açık piyasa işlemleri yapılmaya bağlanmasıyla birlikte daha az hareketli bir düzeltme imkanı vermiştir. Günümüzde reeskont kredileri şekil değiştirmeye başlamış, likiditenin son mercii işlevine bürünerek gecelik vadede destek imkanı halini almıştır. Mevduat ve destek imkânları (Deposit ve Refinance Standing Facilities) üç biçimde birlikte kullanılmaktadır. Tünel veya koridor (Tunnel-Corridor Approach) yaklaşımında, piyasa faizlerinin üzerindeki bir fonlama (Lombard İmkânı<sup>8</sup>) imkanı ve piyasa faizlerinin altındaki bir mevduat imkanı (Marginal Deposit Facility) ile birlikte kullanılmaktadır. Merkez bankaları da açık piyasa işlemlerini, bu tünelde piyasa faizlerini etkileyerek kullanmaktadır. İkinci yaklaşım olan alt sınır yaklaşımı (Lower-Bound Approach), piyasa faiz oranları için sadece daha düşük bir alt sınır olan mevduat imkânı vermektedir. Üçüncü yaklaşım olan üst sınır yaklaşımı (Upper-Bound Approach) ise, piyasa faizlerinin üzerinde sadece bir üst limitten fonlama imkânı vermektedir. Piyasa faizleriyle kıyaslandığında cezalandırıcı bir oran (Penalty Rate) uygulanması, bankaların merkez bankası kaynaklarına başvurmasını önlemektedir. Reeskont imkânının piyasa faizlerinin altında olduğu durumlarda banka

---

<sup>8</sup> Lombard Kredi: Menkul kıymet ya da herhangi bir rehin karşılığı kredi kullandırım işlemidir. Merkez Bankalarının piyasa üzerine etki etmek için kullandığı bir politika aracıdır. Örneğin, Kredi/değer oranında yapılan değişiklikler piyasa likiditesini doğrudan etkilemektedir.



bazında kota uygulanması oldukça tercih edilen bir durumdur. Fakat bu durumda da bankalar arası para piyasası faiz oranını, toplam rezervleri veya para tabanını kontrol etmek amaçlarıyla kullanılacak açık piyasa işlemleri etkin olmayacaktır. Banka bazında kota hesaplamanın kesin tek bir yolu olmasa da; her bir kota bankanın sermayesi, toplam varlıkları veya mevduatları gibi objektif kriterlere dayanmalı, bu kriterler şeffaf ve tutarlı bir biçimde açıklanmalı ve hesaplama yöntemi sık sık değiştirilmemeli ve böylece bankaların likidite yönetimi de sekteye uğratılmamış olacaktır (Önder, 2005).

#### 2.8.2.4. Zorunlu Karşılık Oranları

Merkez bankasının para çoğaltanı itibariyle sahip olduğu temel para politikası araçlarından biri olan zorunlu karşılık politikası, bankalar tarafından kabul edilen mevduatın garanti altına alınması amacıyla uygulanan bir politikadır. Ticari bankalar yasalar gereğince topladıkları mevduatın belirli bir oranını merkez bankasına yatırmak zorundadırlar. Bu oran yasal karşılık olarak tanımlanmaktadır. Merkez bankası yasal karşılık oranını arttırmak suretiyle para çarpanının değerini ve para arzını azaltma imkânına sahiptir. Ters durumda ise merkez bankası, bu oranı düşürmek suretiyle para çarpanının değerini ve para arzını arttırma imkânına sahip olmaktadır (Dileyici, 2001).

Türkiye’de başka para politikası araçları da kullanılmasına karşılık yasal karşılık oranı, en çok kullanılan ve en etkin araçlardan biri olmuştur. Hükümetler bu aracı hem para arzını ayarlamak, hem de kamu sektörüne fon sağlamak ve sektörel kredi dağılımı etkilemek için kullanılmaktadır. Bununla birlikte mevduatların önemli bir kısmı için genel oranlardan sapmalar olması, bloke olması gereken yasal karşılıkların bazı amaçlarla kullandırılması ve karşılıkların yatırılma süresinin uzun olması gibi faktörler, yasal karşılık politikasının etkinliğinin azalmasına neden olmaktadır. Merkez bankası yasal karşılık oranını belirleyerek hem mevduatları güvence altına almayı hem de bankaların yarattıkları kaydi para hacmini ve dolayısıyla para arzını etkilemeyi hedeflemektedir. Fakat mevduat sigortası uygulaması durumunda, yasal karşılık politikasının mevduat güvencesi fonksiyonu önemsiz olmaktadır. Dolayısıyla yasal karşılık politikası, enflasyonist süreçte ticari bankaların yeterince likiditeye sahip olmaları halinde, arzulanan ölçüde etkili olmamaktadır (Keyder, 1993).

Bir diğer tanımla, zorunlu karşılık uygulaması, asıl olarak bankalara, mevduat ve mevduat benzeri yükümlülüklerinin belirli bir oranı kadar tutarı merkez bankası nezdinde bloke ve serbest mevduatlarında tutma zorunluluğu getirmektedir. Diğer bir tanımı ise, bazı finansal kuruluşların yükümlülüklerinin belirlenmiş bir oranını merkez bankası nezdinde

tutmaya zorlanmalarıdır. Ayrıca, zorunlu karşılıklar ticari bankaların ve merkez bankasının yükümlülükleri arasında doğrudan bağlantı kurmaktadır. Zorunlu karşılık oranlarının değiştirilmesi yoluyla bankaların ödünç verebilecekleri fonların miktarlarını etkilemeyi amaçlayan ve fazla likiditenin sterilizasyonu için kullanılan bir para politikası aracıdır. Merkez bankası zorunlu karşılık oranını yükselterek, bankaların kredi verme imkânlarını daraltmakta ve merkez bankası nezdinde daha büyük bir miktarda hesap tutmaya zorlamaktadır (Önder, 2005).

Hem gelişmiş ülkelerde hem de gelişmekte olan ülkelerde zorunlu karşılıklar farklı amaçlarda ve farklı özelliklerde kullanılmasına rağmen, genel kabul görmüş beş temel fonksiyona sahiptir. Bunları özetlememiz gerekirse<sup>9</sup>:

- Bankacılık sisteminin riskinin azaltılması,
- Para arzının ayarlanması,
- Kısa vadeli faiz oranlarının istikrarına yardımcı olmak,
- Likidite yönetimini kolaylaştırmak,
- Senyoraj geliri elde etmek,

Zorunlu karşılıklar politikasının temel fonksiyonlarını kısaca açıklamaya çalışırsak;

Bankacılık sisteminin riskinin azaltılması: Bankacılık sisteminde temel olarak paranın zaman değerinden ötürü vade ve kullanılan fonun geri ödenmemesinden ötürü ortaya çıkacak olan kredi riski mevcuttur. Bu sebeple piyasaların, kamuoyunun ve tasarruf sahiplerinin bankalara olan güvenini sağlamak için para otoritelerinin yapmak zorunda oldukları uygulamalar vardır. Tasarruf mevduatı sigorta fonunun, tasarruf sahiplerinin bankalardaki cari mevduatlarını 100.000 TL'ye kadar güvence altına almasını buna örnek gösterebiliriz. Zorunlu karşılıkların ilk olarak uygulamaya konulmasında temel amaç sistemi güvence altına almak, ya da sistemin içerisinde hacimce büyük likidite hareketliliklerini kontrol edebilmektir, ancak zamanla mevduat munzam oranındaki değişikliğin piyasadaki para arzı yaratma hususunda da başarı olduğu görüldü.

Para arzının ayarlanması: merkez bankasının mevduat munzam oranındaki değişikliklerle kendi kasasında karşılık likiditeyi piyasaya enjekte ederek para arzı yaratmaktadır. Piyasaya ait olan parayı, yine piyasaya kullandırmaktadır. Bu sebeplerle para çarpanı ve para stoku kavramları ile doğrudan bağlantılıdır.

---

<sup>9</sup> Örneğin, Balino (1985), Meulendyke (1992), Alexander, Balino ve Enoch (1995) ve Gray ve Hoggarth (1996).

Zorunlu karşılık oranı, köprü görevini üstlenen para çarpanı büyüklüğünün belirlenmesindeki en önemli unsurdur. Para çarpanının büyüklüğü ise para stokunun belirlenmesinde en önemli faktördür.

$M = DD$ , (para stoku “M”, sadece vadesiz mevduattan “DD” oluşuyor)

$RR = r * DD$ , (r, merkez bankaları tarafından belirlenen zorunlu karşılık oranı)

$DD = (1/r) * RR$ ,

$MM = (1/r) * RR$ .

Zorunlu karşılık oranlarının para arzını etkileyebilmesi için, bankaların atıl rezervlerini minimum düzeyde tuttıkları ve zorunlu karşılık oranının tek bir oran olarak uygulandığı varsayılmaktadır. Fakat para çoğaltanının doğru olarak tahmin edilebilmesi için çoğaltanın bileşenlerinin zaman içinde istikrar göstermesi (açıklayıcı değişkenler ile arasında istikrarlı bir ilişkinin olması) gerektirmektedir. Böylece para çoğaltanının doğru tahmini için, değişkenlerin hesaplanmasında kullanılan vadesiz mevduat, dolaşımdaki para, vadeli mevduat ve atıl rezervlere olan talep fonksiyonlarının istikrar göstermesi zorunluluğu mevcuttur. Bu şartlar sağlanabilirse, Merkez bankaları para arzı üzerinde etkin bir hâkimiyete sahip olabilmektedir. Zorunlu karşılıkların para arzını ayarlama fonksiyonu temelde gelişmekte olan ülkelerde kullanılmakta olup, gelişmiş ülkeler için önemi giderek azalmıştır (Önder, 2005).

Kısa vadeli faiz oranlarının istikrarına yardımcı olmak: Merkez bankası kavramı altında kısa vadeli faiz oranı denildiğinde akla ilk gelen gecelik faizler olmaktadır. Zorunlu karşılık oranındaki değişikliklerle piyasadaki likidite kontrol edildiği gibi gecelik faiz oranlarında da düzenleme yapılmış olur. Merkez bankalarının mevzuatları gereği, ticari bankalardan alınan karşılıkların belirli bir ortalama ile merkez bankasına yatırılması zorunluluğu vardır. Bu kimi uygulamalarda haftalık periyotta iken kimi uygulamalarda ise aylık olarak hesaplanır. Diğer yandan bankaların elindeki mevduatının ortalama karşılığının zorunlu karşılık olarak merkez bankasının bulundurmanın, gecelik faiz oranlarının istikrarına ve böylelikle kamuoyunun güvenini yükseltmeye faydası büyüktür.

Likidite yönetimini kolaylaştırmak: Zorunlu karşılıklar, merkez bankası rezervlerine olan talebin temel belirleyicisi olduğu için; otonom faktörler yoluyla yaratılan likidite söz konusu karşılıkların ayarlanması suretiyle denkleştirilmektedir. Ayrıca, zorunlu karşılık oranlarındaki değişimlerle para politikası kontrol edilmeye çalışılmaktadır. Banka kredileri üzerindeki doğrudan kontrollerin kalkmasıyla, likidite kontrolünde geçici kısıtlamalar olarak yüksek zorunlu karşılık oranları uygulanabilmektedir. Örneğin, Brezilya Merkez Bankası, reel istikrar planını uyguladığı sürece, yüksek zorunlu karşılıklar getirerek kredi hacmini kısıtlamaya çalışmıştır. Rusya’da ise merkez bankası para politikası hedefleriyle birlikte

bankacılık sisteminin likiditesini ayarlamak ve para arzını önceden belirlenmiş sınırlar içinde tutmak amacıyla düzenli bir şekilde zorunlu karşılık oranlarını gözden geçirmektedir. Ayrıca Kore Merkez Bankası 1980'li yılların sonlarına doğru cari işlemler fazlasıyla yaratılmış olan fazla likiditeyi çekebilmek için zorunlu karşılık oranlarını yükseltmiştir (Önder,2005).

Senyoraj Geliri Sağlamak: bankalar, merkez bankası nezdinde bulundurdukları mevduat munzam karşılığınca, faiz geliri elde ederler. Elde ettikleri faizin oransal olarak düşüşü yada bu faiz gelirinin tamamen ortadan kaldırılması durumunda bankaların kredi kullandırım hususunda kaynak bulma maliyetleri daha da artacaktır. Çünkü bankalar müşterilerine ait mevduatı kullandıramadıkları gibi blokede tutmalarının karşılığı olan faizden de mahrum kalmaktadırlar.

Ancak, zorunlu karşılıklar için merkez bankasınca maliyet faizi ödenmiyorsa, zorunlu karşılık uygulaması, bankacılık kesiminin ve mevduat sahiplerinin vergilendirilmesi, bankacılık kesiminin kaynak maliyetinin artırılması anlamına gelmektedir. Diğer yandan, günümüzde, finansal piyasaların gelişmesi, sermaye hareketlerinin kolaylaşması ve finansal araçların çeşitlenmesi; zorunlu karşılığa tabi olmayan mevduata alternatif araçların ve yerli bankalara rakip yabancı bankalarla yerli diğer kuruluşların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu nedenle, zorunlu karşılık uygulaması, mevduat alternatifleri olan diğer yatırım araçlarına kayışı teşvik etmekte, yerli bankaları, yabancı bankalar karşısında dezavantajlı konuma getirmektedir. Bu nedenle, son yıllardaki genel eğilim, zorunlu karşılık oranlarının azaltılması, zorunlu karşılıkların ortalama olarak tutturulmaları ve zorunlu karşılıklara faiz ödenmesidir (Balino, 1985).

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### 3. TÜRKİYE CUMHURİYETİ MERKEZ BANKASI VE UYGULADIĞI PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

#### 3.1. TÜRKİYE CUMHURİYETİ MERKEZ BANKASI KURULUŞ SÜRECİ

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'(TCMB) nın kuruluş süreci Osmanlı İmparatorluğunun varolduğu zamanlara kadar dayanmaktadır. Ancak günümüzdeki gibi organize bir yapıdan söz edilemez aksine şu anda merkez bankası çatısı altında yürütülen her iş için farklı loncalar, vakıflar ve bedestenler kurulmuştur. Savaşlar sonrasında ilk borçlanmasını gerçekleştiren Osmanlı Devleti, dış borçların dengelenmesi ve takibi hususunda bir işlemleri tek bir merkezden idare edecek bir bankaya ihtiyaç duyuyordu. Bu amaçla 1856 yılında İngiliz sermayesi ile Bank-i Osmanî adıyla merkez bankasının temelli atılmış oldu. Öncelikli işlevi hükümet ve devlete fon bulmaktı. Bu organizasyon 1863 yılına kadar küçük hacimde de olsa faaliyetlerini sürdürmüştü ancak kendisini fesh ederek İngiliz-Fransız ortaklığı ile devlet bankası niteliği kazanmıştır. Devlet bankası olma niteliği kazandığını ifade etmemizin sebebi bu zaman dilimi içerisinde bankaya kağıt para basma yetkisi verilmiştir.

Türkiye'de ilk kağıt paranın "kaime-i nakdiye-i mutebere" (para yerine geçen kağıt) adıyla çıkarılması, 1839 yılı sonunda (Tanzimat sonrasında) olmuştur. Bu kağıt paranın çıkarılmasına, Tanzimat Fermanı'nın ilan edilmesinde de büyük ölçüde etkili olan, Mehmet Ali Paşa ile yapılan savaşlar olmuştur. Bunlar banknot olmaktan çok, faiz getiren borç senetleri ya da hazine bonusu niteliğindedir. Kaime, iç piyasada geçerli bir paraydı. Dış piyasada ödemeler, madeni paralar esaslı üzerinden, poliçeler vasıtasıyla yapılıyordu. Bonolar bir matbaada basılmamış, el yazısıyla yazılmış, her birine resmi bir mühür basılmıştı. Bu, biçim olarak Osmanlı yönetiminin sergi (bono) çıkarma alışkanlığının sürdürüldüğünü göstermekteydi. Faiz oranı % 8, süresi 8 yıl ve miktarı da 160.000 liraydı. İlk kaimeler 50, 100, 250, 500 ve 1000 kuruşluktu. Merkez bankasının faaliyete geçebilmesi için öncelikle altın karşılığı olan bir miktar döviz temin etmesi gerekiyordu. Ancak, Türkiye'nin ödemeler dengesi açıklarını kapatmak için büyük gayretler sarf ettiği bir dönemde böyle bir döviz

rezervini bulmak çok zordu. Ayrıca, olumsuz ekonomik koşullar ve Osmanlı Devleti'ne ait borçların geri ödenmesinde yaşanan anlaşmazlık dış kredi temin etmeyi daha da güçleştiriyordu. Merkez bankasının sermayesi için gerekli olan dış kaynağın önemli bir bölümü kibrit imtiyazı karşılığında American-Turkish Investment Corporation<sup>10</sup> (ATIC) tarafından sağlandı. Buna göre, Hükümet 1 Temmuz 1930 tarihinden başlamak üzere 25 yıllık bir süreyle ATIC'e kibrit, çakmak ve benzeri yanıcı maddelerin üretimi, ithali, ihracı ve satışı için imtiyaz vermeyi kabul ediyordu. Buna karşılık ATIC, Merkez bankasının finansmanı için acilen uzun vadeli bir kredi sağlayacaktı. Yapılan anlaşmaya göre, ATIC yüzde 6,5 faizli, 25 yıl vadeli 10 milyon ABD altın doları kredi vermeyi kabul ediyordu (Tekeli ve İlkin, 1997).

Sonuçta, Birinci Dünya Savaşında banknotların mecburi tedavüle tabi tutulması, dış ülkelere altın ihracının yasaklanması, döviz alım satımının tehdidi, düşman ülkelerle ticaretin yasak edilmesi, yabancı paralar üzerine yazılı kıymetli senetlerin tahsil edilememesi tehlikesi, mal arzının talebe göre az olması nedeni ile kredili satışların önemli ölçüde azalması ticari senet hacminin önemli ölçüde daralmasına, ülkemizdeki altın ve döviz rezervlerinin erimesine, kağıt para sisteminin yerleşmesine yol açmış; Cumhuriyet yönetimi de para ve kredi işlerinin ayarlanmasını yabancı sermaye ile kurulan bir bankaya bırakılmasını doğru bulmadığından, 1715 sayılı Kanun'la Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nı<sup>11</sup> kurmuştur (Zarakolu, 1988).

Böylece, 11 Haziran 1930 tarih ve 1715 Sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu kabul edilmiş, 03 Ekim 1931'de TCMB kurulmuş ve resmen çalışmaya 01 Ocak 1932 tarihinde başlamıştır. 01 Ocak 1932'de, döviz piyasasını düzenleyen Bankalar

---

<sup>10</sup> ATIC'ten kibrit inhisarı karşılığında alınan 10 milyon dolar Cumhuriyet'in ilk dış borcudur ve bu kaynak TCMB'nin kurulmasında kullanılmıştır. Cumhuriyet Hükümeti, dış borç çekingenliğini iç borçlanmada da göstermiş ve ilk iç borcunu 1933 yılında Ergani tahvilleriyle yapmıştır. Bu dönemde Cumhuriyet Hükümeti finansman açıklarını; müteahhitlik avansları, Osmanlı Bankası hesabı carisi ve değişik ödemelerin geciktirilmesiyle karşılamaya çalışmıştır.

<sup>11</sup> TCMB' den beklenen en önemli işlev, kuşkusuz Türk parasının istikrarının sağlanmasıdır. TCMB' nin kurulmasıyla, artık devletin evrakı nakdiyesi kalkmakta, bunun yerine devlet bankası banknotları geçmektedir. TCMB, 30 Aralık 1924 tarih ve 701 sayılı kanun gereğince, Devlet tarafından ihraç edilmiş bulunan 158.748.563 liralık Evrakı Nakdiye' yi uhdesine almıştır. TCMB, ileride çıkarılacak olan istikrar kanunuyla, TL'ye verilecek değer üzerinden, bu Evrakı Nakdiye' nin karşılığını ödemeyi kabul ediyordu. TCMB' nin bu taahhüdüne karşı, Hükümet de, TCMB' ye borçlanıyordu. Hükümet, TCMB' ye olan borcuna karşılık, % 1 faizli, 158.748.563 liralık hazine tahvili vermiştir. İstikrar kanunu çıkartılıncaya kadar, TCMB' ye geçen Evrakı Nakdiye' ye, arttırmamak şartıyla, tedavül mecburiyeti tanııyordu. Ancak, altın alınması ya da altın karşılığı yapılan avanslar, fiilen altına tahvil kabul döviz ve ticari senetlerin mükerrer iskontosu karşılığında, emisyon yapabilecektir. Ticari senetlerin mükerrer iskontosu karşılığında emisyon yapabildiği için, bankanın sermayesinin tam olarak ödenmesi gerekiyordu. Ayrıca, İstikrar Kanunu yürürlüğe girinceye kadar, bu koşullarda ihraç edebileceği banknot miktarı, tediye edilmiş sermayeleri dört milyon liradan aşağı olmayan bankaların mümessillerinden oluşan bir komisyonca saptanacaktı (Tekeli ve İlkin, 1997).

Konsorsiyumu<sup>12</sup>, tüm işlemlerini TCMB' ye devretmiştir. Böylece, TCMB' nin kuruluş süreci büyük ölçüde tamamlanmıştır. TCMB ilk kurulduğunda 30 yıl süreli banknot ihracı imtiyazına sahiptir. 1955 yılında yapılan değişiklikle banknot ihraç imtiyazı 1999 yılına kadar, 25 Nisan 1994 yılında yapılan ikinci bir değişiklikle de süresiz olarak uzatılmıştır. 1715 sayılı Kanun ile kurulan TCMB' nin ilk kuruluş yasasında TCMB' nin temel amacı, ülkenin ekonomik kalkınmasına yardım etmek olarak belirlenmiştir. Bu amacı gerçekleştirmek için 11 Haziran 1930 Tarih ve 1715 Sayılı Mülga TCMB Kanunu Bankaya (Önder,2005);

- Devletin gerek ülke içinde, gerekse yabancı ülkelerde tahsilat ve ödemelerini ve bütün Hazine işlemlerini yapma; ülke içinde ve dışında her türlü para naklini temin etme,
- Gerek kendi gerekse başkaları nam ve hesabına sikke ve külçe halinde altın alıp satma, altın karşılığında avans ya da altın sertifikası verme,
- Altına çevrilebilir yabancı dövizleri alıp-satabilme imkanı verilmiş; ancak, bu dövizlerin vade müddeti 90 günü aşamaz,
- Ödenmiş sermayesi ile ihtiyat akçeleri toplamının % 50'sini geçmemek üzere borsada kayıtlı devlet tahvili, ödenmiş sermayesi en az 4 milyon lira olan milli bankaların tahvillerini alıp satma,
- Bankaların getirdiği, asgari üç imza taşıyan ve vadeleri 90 günü aşmayan, ticari senet ve vesikaları reeskont etme,
- Devlet, vilayet ve belediyelerin kote edilmiş tahvilatlarına mukabil azami % 80 nispetinde ve diğer kote edilmiş sağlam tahvilat karşılığında % 70 nispetinde avans verme, görev ve yetkileri vermiştir.

---

<sup>12</sup> Türk ekonomisinin tarımsal karakterli olması nedeniyle ihracat ve ithalat için gerekli para taleplerinin kıymetinde, yapısal nitelikte mevsimlik dalgalanmalar doğmaktadır. Bunu önlemek için kurulan Bankalar Konsorsiyumu, piyasada dövizin dar olduğu mevsimde döviz satarak dövizin bol olduğu mevsimde döviz alarak, Türk parasının değerini, dış paralar karşısında stabilize etmektedir.

## 3.2. TÜRKİYE CUMHURİYETİ MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞI

Enflasyon hedefinin ön plana çıkması ile para otoriteleri makro büyüklüklerin nominal çapa olarak kullanımından vazgeçerek güvenilirlik ve hesap verilebilirlik gibi alternatif nominal çapa kullanımına geçmiş ve güvenilirliği sağlamak için politikalar geliştirirken bağımsızlık tartışmaları da başlamıştır (Süslü ve Bekmez, 2010).

Merkez bankasının bağımsızlığa geçiş sürecinin diğer bir boyutu da farklı siyasi görüş ve düşüncelere mensup tasarruf sahiplerinin hükümetlerin uyguladığı para politikalarına olan güvensizlik ortamının, ülke ekonomisi için kullanılmayan bir fon kaynağı yaratmasıdır. Geleneksel yöntemden gelen altın tasarrufu, yatırımcının tek yatırım amacı desek yanlış olmaz. Ancak zamanla devletin tek partili dönemden çok partili döneme geçişi, sonrasında koalisyon hükümetlerinin oluşması, mecliste her kesimin fikrinin temsiliyetine başlanmasıyla yatırım araçlarının da çeşitliliğinden bahsedilebilir hale gelmiştir.

Özel sektör ajanlarının para otoritesinin güvenilirliğini değerlendirmesinde üç kriter kullanılabilir. İlk olarak politika uygulayıcılar tarafından resmi olarak açıklanmış bir enflasyon hedefi varsa özel sektör ajanlarının enflasyon beklentileri bulunmuyorsa beklentiler ile gerçekleşen enflasyon karşılaştırılabilir. Uzun dönem nominal faiz oranları ile uzun dönem devlet tahvili faizlerinin karşılaştırılması bir başka kriter olacaktır. Üçüncü olarak özellikle ücret görüşmelerinde işçiler enflasyon beklentilerini ücret pazarlıklarında kullanmıyorlarsa, bu işçilerin vekile, yani merkez bankasına güvendiklerini ifade edecektir (Büyükkakın, 2001,2004).

Merkez bankaları için güvenilirlik unsurunun bilhassa kendini gösterdiği yer, enflasyon hedeflemesidir. Enflasyon hedeflemesi ülke içerisinde var olan bütün bireyler için doğrudan ve birinci derecede yaşam şartlarını etkileyen bir faktördür. Kamuoyu ve tasarruf sahiplerinin, merkez bankasının bildirdiği enflasyon hedeflemesine güven duyup, faaliyet planlamalarını bu enflasyon hedeflemesine göre yapmaları için, öncelikle merkez bankasına güvenmeleri gerekir. Bunun içinde merkez bankası tarafından araç bağımsızlığının muhakkak benimsenmiş olması gerekmektedir. Merkez bankası amaç olarak bağımsız olmayabilir, hükümetlerin belirlemiş olduğu, istikrar, büyüme, yada mevcut ekonomik rasyoların korunması gibi hedefler edinilmiş olabilir.

Teorik açıdan uygulamada kolay bir strateji olan enflasyon hedeflemesi politika uygulayıcıları tarafından resmi bir hedef açıklandıktan sonra merkez bankası tarafından bir



gelişme trendinin tahmin edilmesiyle başlar. Ancak, öncelikli olarak merkez bankasının elinde bir makro model olmalıdır. Tahmin edilen gelişme trendi ile açıklanan hedef arasında ortaya çıkacak fark merkez bankasının uygulayacağı politikanın biçimini belirler. Çıkış noktası rasyonel bekleme hipotezi olan enflasyon hedeflemesinin, para artış hızı ile enflasyon arasında doğrudan bir ilişki olduğunu söyleyen monetarist görüşün ağırlık verdiği politikaları uyguladığı ifade edilebilir (Yiğit, 2009).

### **3.3. TÜRKİYE CUMHURİYETİ MERKEZ BANKASI 2002-2012 YILLARI ARASI UYGULANAN PARA POLİTİKALARI**

#### **3.3.1. 2002 Yılı Para Politikaları**

2002 yılında merkez bankasıyla ilgili çok ciddi bir istikrar programı oluşturulmuş olup, bunun önemli göstergesi merkez bankası bağımsızlığını güvence altına alan yasa değişikliğine gidilmesidir. 2002 yılı içerisinde örtük enflasyon hedeflemesi olarak anılan bir strateji belirlenmiştir. Para tabanı esas alınarak, enflasyon için tutarlı hedefler konulmuş ve gelecek yıllardaki enflasyon oranının belirleyicisi olması öngörülmüştür. Dalgalı kur rejiminin tamamen yerleştirilmesi için gerekli olan çalışmalar planlanmıştır. Döviz fiyatının oluşmasına sert müdahalede bulunulmayacağı, yalnızca piyasanın alışıkmadığı bu uygulamada aşırı dalgalanmalara sebebiyet vermemek için kısa süreli müdahalelerin olacağı söylenmiştir. 2002 yılı başında enflasyon bekleme oranı yüzde 35, büyüme ise yüzde 3 olarak belirlenmiş ancak, enflasyon yüzde 48, büyüme ise yüzde 2,7 ile beklentilere yakın bir değerde kalmıştır. Enflasyon beklentisi ile gerçekleşen oran arasındaki fark başarısızlık olarak değil, hem siyasi gelişmeler hem de piyasaların dalgalı kur rejimi gibi değişikliklere vermiş olduğu tepki olarak açıklanabilir. Enflasyonla ilgili beklentilerin karşılanmamasına rağmen, piyasalar açıklanan enflasyon oranından memnun kalmış olup, ters para ikamesi süreci başlamıştır. Yurtiçi döviz likiditesi Türk Lirası'na dönmeye başlamış ve Türk Lirası cinsindeki likiditede yatırımlara aktarılmıştır. Mayıs 2002 tarihine piyasalar üzerindeki kur ve faizlerin yükselişe geçmesinin sebebi, ülkenin siyasi durumudur. Siyasal gelişmeleri, piyasaların siyasi belirsizlik olarak algılamasının önüne geçmek için merkez bankası piyasaları rahatlamak adına bazı açıklamalarda bulunmuştur.

2002 yılında asıl para politikası aracı olarak kısa vadeli faiz oranları kullanılmıştır. Faiz oranları ile ilgili bir diğer gelişmede yaşanan Irak sorununa piyasaların reel faiz oranlarını yükselterek cevap vermesi olmuştur.

### **3.3.2. 2003 Yılı Para Politikaları**

Merkez bankası 2003 yılında temel para politikası aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını belirlemiştir. Kısa vadeli faiz oranları sayesinde enflasyon hedeflemesi üzerinde de stratejiler belirleyemeye çalışmıştır. 2003 yılının ilk çeyreğinde enflasyon oranında bir yükseliş görülmüş ancak bu yükselişin sanal bir yükseliş olduğu kamuoyuyla paylaşılarak piyasaların rahatlanması sağlanmıştır. 2003 yılının ilk çeyreğinden sonraki gelişmelerde merkez bankasının bu açıklamasını doğrulayıcı nitelikte gerçekleşmiştir. Merkez Bankasının gelecek dönemlere ilişkin iyimser bakış açısı da piyasalar üzerindeki güven duygusunu arttırmıştır. Bu çerçevede dışsal belirsizliklerde ortadan kaldırılmaya başlanmıştır. Nisan-Ekim ayları arasında kısa vadeli faizlerde indirim gidilerek, Nisan ayında yüzde 44'lerde seyreden gecelik faiz oranları 2003'ün son çeyreğine girerken yüzde 25'ler seviyelerine gerilemiştir. Merkez bankasının izlemiş olduğu politikalarda başarılı olmasının bir diğer sebebi de, bu dönem şeffaflık ilkesine vermiş olduğu önem ve yeni iktidar hükümetin kamuoyundan güven kazanmış olmasıdır.

Her ne kadar merkez bankacılığı faaliyetleri bağımsızlık çatısı altında devam ettirilmeye çalışılsa da tasarruf sahipleri tarafından hükümete olan bakış açısı, doğrudan merkez bankasına da yansımaktadır. Yurtdışı kaynaklı dalgalanmalardan ötürü, 2003 yılının ilk beş aylık döneminde tüketici fiyatlarında yaşanan enflasyon oranı beklentilerin üzerine çıkmış olmasına rağmen, yurtdışı kaynaklı olumsuzlukların ortadan kaldırılmasıyla birlikte oranda düşüş görülmüş ve Kasım ayı sonlarında yüzde 19'luk düzeylere gelmiştir. Bu durumu yurtiçi kaynaklarıyla desteklememiz gerekirse, Türk Lirası'nın yabancı paralara karşı değer kazanmasını söyleyebiliriz.

2003 yılındaki para politikalarını ve sonuçlarını kısaca özetlememiz gerekirse;

- Uygulanan politikaların, merkez bankası hedeflerince tutarlı olması piyasalar tarafından olumlu karşılanmıştır. Enflasyon yükselişini, merkez bankasının soğukkanlılıkla karşılamasının yaratmış olduğu güven ortamıyla sayesinde piyasaların önceki dönemlerden daha fazla yatırıma yönelmiş olmalarıdır.

- Yurtiçi piyasalardaki yatırımların hız kazanmasıyla birlikte Türk Lirası güçlenmiş ve böylelikle uzun vadeli faiz oranlarının düşürülmesi sağlanmıştır.

### **3.3.3. 2004 Yılı Para Politikaları**

2004 yılı içerisinde de göreceli olarak örtük enflasyon hedeflemesine devam edildiği söylenebilir. Kronik enflasyon ortamının para talebi tahminini zorlaştırması, parasal göstergeler ile enflasyon oranlarının istikrarlı gitmemesi, örtük enflasyon hedeflemesine devam edilmemesi sebepleri olarak sıralanabilir. 30 yıllık uzun bir aradan sonra enflasyon tek haneli rakamlara indirgenmiştir ve buda piyasalarca olumlu karşılanan, piyasaların güveninin boşa çıkmadığının en büyük göstergesi olmuştur. Piyasalarda, güven kaybı olursa, yüksek borçluluk oranları varsa, vadeler kısalyorsa ve borç dövize endekli ise merkez bankası faizlerin genel düzeyine sınırlı olarak etkili olabilir. Enflasyon hedeflemesinin etkinliği, güvenilirlik düzeyi ile doğru orantılıdır. Bu koşullar altında merkez bankası temkinli hareket ederek, hükümetten aldığı mali disiplin desteği ile enflasyon hedeflerinin güvenilirliğinde artış sağlamıştır. Örtük enflasyon hedeflemesi devam edilmesi merkez bankasının açık enflasyon hedeflemesine geçiş yapmak istemediği anlamına gelmez. Yaşanan tek aksilik piyasaların henüz hazır olmamasıdır. Piyasaları hazırlayabilmek adına yapılan açıklamalarda para politikalarının şeffaf olması gerekliliğine vurgu yapılmıştır. 2004 yılı içerisinde kısa vadeli faiz oranları ile piyasa üzerinde yaptırımlarda bulunulmuştur. Ve olağan üstü bir durum olmadığı sürece kısa vadeli faiz oranları ile çok fazla revize yapılmayacağı, 2006 yılı başı itibarıyla açık enflasyon hedeflemesine geçileceğine dair karar alınmıştır. Piyasalar geçmiş yıllardaki, iktidarsız makroekonomik politikalar ve yüksek enflasyondan ötürü hep dolarizasyona yönelmiştir, ancak 2002 yılından beri Türk Lirası'nın itibar kazanmasından ötürü başlayan ters dolarizasyon akımı 2004 yılında da açıkça görülmüştür.

Dalgalı kur rejiminin devam ediyor olması, döviz kurunun arz-talep denge noktasında oluşmasından ötürü, döviz miktarına müdahale edilememesi, döviz miktarının önemini yitirmesine sebep olmaktadır. 2004 yılı içerisinde de döviz alım ihaleleri devam etmiştir. 17 Aralık 2004 tarihinde toplanan Avrupa Birliği zirvesinde birliğe tam üyelik amaçlı müzakere sürecinin başlatılması şeklinde çıkan kararda yılsonunda piyasaları olumlu bir şekilde etkilemiştir. Piyasaların likidite durumundan bahsetmemiz gerekirse, 2004 yılının üçüncü çeyreğinin başıyla birlikte piyasadaki fazla likidite, Hazine'nin merkez bankası'na olan

itfaları ve para tabanı artışı sonucu gittikçe azalmıştır. Buna ek olarak hazinenin döviz üzerinden borç ödemelerinin azalışı da bu durumun yaşanmasına sebep olmuştur.

2004 yılında likiditeyi arttıran ve azaltan sebepleri sıralayacak olursak aşağıdaki gibi bir tablo ile karşılaşmaktayız.

Tablo.2 2004 Yılı likidite değişikliği faktörleri

Likiditeyi Azaltıcı Faktörler	Likiditeyi Arttırıcı Faktörler
<ul style="list-style-type: none"><li>• Hazine'nin Merkez Bankası'na olan ödemeleri</li><li>• Hazine hesaplarında cari mevduat artışı</li><li>• Para tabanındaki yükseliş</li><li>• Hazine'nin Türk Lirası borçlanarak yaptığı döviz ödemeleri</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Merkez Bankası döviz alımları</li><li>• Mevduat Munzam karşılığı yapılan faiz ödemeleri</li></ul>

### 3.3.4. 2005 Yılı Para Politikaları

Açık enflasyon hedeflemesi geçiş öncesi son dönem olan 2005 yılında da örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi kullanılmıştır. Geçiş sürecinin son yılı olması sebebiyle piyasalar tarafında da yıl boyu bütün gelişmeler ve merkez bankası açıklamaları yakından takip edilmiştir. Mali disiplinin süremeyeceği şeklindeki beklentilerin büyük bir kısmı ortadan kalkmıştır. Finansal piyasalarda, yapılan işlemler alım satım karlılığı beklentisinden, daha uzun vadede kar beklentisine doğru değişmiştir. Ters dolarizasyon süreci devam etmiş olup, yurt içi tasarruf sahiplerinin tercihleri yıl boyu geneline baktığımızda Türk Lirası yönünde olmuştur.

Türkiye ekonomi ve finans tarihi açısından 2005 yılında uygulamaya geçilen en büyük karar Türk Lira'sından altı sıfır atılması yönüne olmuştur. 1 Ocak 2005 tarihi itibarıyla paradan altı sıfır atılmış ve yeni ibaresi getirilmiş olup, 2005 yılı boyunca eski ve yeni para aynı anda tedavülde kalmıştır. Devam eden dönemlerde sırasıyla eski para piyasadan toplatılmış ve paradan yeni ibaresi kaldırılacağı yönünde karar alınmıştır.

2001-2005 yılları arasında süre gelen örtük enflasyon döneminin son hazırlık dönemi olan 2005 yılının enflasyonu düşürme çabalarından fiyat istikrarı akımına doğru yol aldığını rahatlıkla söyleyebiliriz.

Merkez bankalarının birincil ve öncelikli amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir. Enflasyon hedeflemesi ise, fiyat istikrarına ulaşılabilmesi amacıyla uygulanan ve giderek yaygınlaşan bir para politikası stratejisidir. Akademik yazında bir çok farklı tanım bulunsa da, uygulamalara bakıldığında enflasyon hedeflemesi rejimini diğer rejimlerden ayıran iki ana unsurun bulunduğu görülmektedir (TCMB Basın açıklaması, Sayı:2005-56),

- Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan merkez bankaları, enflasyon hedeflerini rakamsal olarak açıklamakta, bu hedeflere ulaşmayı taahhüt etmekte ve açıklanan hedeflere ulaşamaması durumunda kamuoyuna hesap vermekle yükümlü olmaktadır.
- Para politikası kararlarının ekonomiyi etkilemesi belli bir süre gerektirdiğinden, merkez bankaları bugünkü enflasyonu değil gelecekteki enflasyonu kontrol edebilmekte, bu amaçla belirli zaman aralıklarıyla enflasyon tahminleri oluşturmakta ve bu tahminleri kamuoyu ile paylaşmaktadırlar. Bu nedenle, enflasyon hedeflemesi rejimi çoğu zaman “enflasyon tahmini hedeflemesi” olarak da adlandırılmaktadır. Bu doğrultuda, öngörülerin enflasyon hedefi ile tutarlılığı ve hedeften sapma konusundaki riskler kamuoyuna anlatılmaktadır.

Örtük enflasyonun uygulanmasına devam edildiği 2005 yılında da enflasyon oranı beklentilerle uyuşmamıştır, ancak son 4 yıllık süreçte enflasyon oranının çift haneli rakamlardan tek haneye düşmüş olması bile piyasalar için sevindirici bir gelişme olmuş ve enflasyon oranının düşeceğine dair düşüncelerin artmasına sebep olmuştur.

2001 krizi sonrasında başlatılan iktisadi reformların meyvesi olan ters dolarizasyon süreci devam etmiştir. Merkez bankası yüksek düzeyde döviz stoku elde edinmenin piyasalarda ve yurtdışı kredibilite de önemli olduğunu bildiği için döviz alım ihalelerine devam etmiştir. Merkez Bankasının, dövizde dalgalı kura rejimine geçmesinin asıl amacı döviz alım satım fiyatının bir para politikası aracı olmasını istememesidir. 2005 yılı içerisinde yaklaşık 7 milyar dolarlık döviz alım ihalesi gerçekleştirilmiştir.

Tablo.3 Merkez Bankası'nca Net Alımı Yapılan Döviz Tutarları

Yıl	Döviz Alım İhaleleri	Net Döviz Alım İhaleleri	Toplam Net Döviz Alımları
2002	795	4	799
2003	5.652	4.229	9.881
2004	4.104	1.274	5.378
2005	6.900	14.565	21.465
Toplam	17.451	20.072	37.523

(2002-2005; Milyon ABD Doları)

Kaynak: Merkez Bankası Basın Duyuruları, Sayı:2005-56

2001 krizi sonrasında, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na devredilen bankaların açıklarını finanse edebilmek için sürekli devlet iç borçlanma senedi ihracı olmuş ve elde edilen kaynaklar ağırlıklı olarak bu açıkların finansmanında kullanılmıştır.

2005 yılında likiditeyi arttıran ve azaltan sebepleri sıralayacak olursak aşağıdaki gibi bir tablo ile karşılaşmaktayız(Merkez Bankası Basın Duyuruları, Sayı:2005-56).

Tablo.4 2004 Yılı likidite değişikliği faktörleri

Likiditeyi Azaltıcı Faktörler	Likiditeyi Arttırıcı Faktörler
<ul style="list-style-type: none"><li>• Para tabanlı talep artışı</li><li>• Hazine'nin Merkez Bankasına olan kupon ve anapara itfaları</li><li>• Hazine hesaplarındaki cari artış</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Merkez Bankası'nın net döviz alımları</li><li>• Merkez Bankası'nın zorunlu karşılıklar ve fazla likiditeyi çekmek için yaptığı faiz ödemeleri</li><li>• Hazinenin net döviz cinsi girişlerinin Türk parası cinsi borç ödemelerinde kullanılması</li></ul>

Merkez bankası 2005 yılında da piyasaları rahatlatmak adına, bankacılık sektöründe lokomotif sayılabilecek olan bankalara likidite desteğinde bulunmuştur. Bu bankalara gecelik ve haftalık vadelerde izin verilen repo faizi oranı, gün içerisindeki ilan edilen faiz oranının 2 puan üstü olarak belirlenmiş ve bu şekilde işlem yapılmıştır.

Merkez bankası, 16 Kasım 2005 tarihli Zorunlu Karşılık ve Umumi Disponibilite Hakkında Tebliğlerine ilişkin Basın Duyurusu'nda da belirtildiği üzere, bankaların likidite yönetimlerini etkinleştirmelerine katkı sağlamak amacıyla, zorunlu karşılık ve umumi disponibilite uygulamasında da yeni düzenlemeler yapmıştır (Merkez Bankası Basın Duyuruları, Sayı:2005-56):

- Öncelikle, disponibilite uygulamasına son verilerek bankaların merkez bankası nezdinde devlet iç borçlanma senedi tutma zorunluluğu kaldırılmış, bankalara kaynaklarını daha esnek kullanma olanağı sağlanmıştır. Bu düzenleme ile Avrupa Birliği müktesebatına uyum konusunda önemli bir adım atılmıştır.
- Daha önce yarısı serbest mevduatlarda 2 haftalık ortalama, yarısı da bloke hesapta tutulan Yeni Türk Lirası zorunlu karşılıkların 2005 yılı sonundan itibaren tamamının serbest mevduatlarda 2 haftalık ortalama olarak tesis edilmesine karar verilmiştir. Böylelikle, likiditenin geçici olarak sıkıştığı dönemlerde bankaların zorunlu karşılıkları daha esnek kullanmaları sağlanarak, faiz oranlarındaki dalgalanmaların azaltılmasına imkân tanınmıştır.
- Ayrıca, zorunlu karşılıkların zamanında tesis edilmemesi ya da eksik tesis edilmesi halinde uygulanacak yaptırımlar değiştirilmiştir. Buna göre, zorunlu karşılık yükümlülüklerinin eksik yerine getirildiği hallerde, cezai faizin bir defada ve nakden tahsil edilmesi yerine eksik tesis edilen kısmın Yeni Türk Lirasında 2 katı, dövizde ise 3 katı kadar faizsiz mevduat bulundurma zorunluluğu getirilmiştir. Böylece, bankaların mali bünyeleri üzerindeki olası olumsuz etkilerin azaltılması amaçlanmıştır.

Merkez bankasının likidite ile ilgili temel görüşü, likiditenin bankacılık sektörüne homojen olarak dağılmasını istemektedir. 2005 yılında likiditenin bankalara, hacimlerine orantılı olarak dağıtılması hususunda çalışmalar yapılmıştır. Diğer yandan devam eden sıkı maliye politikaları ile devam eden yapısal reform süreci sayesinde borç stokunun düşmesi sağlanmıştır. Toplam borç stokundaki meydana gelen azalma, doğrudan kamu sektörünün bankacılık bilançolarındaki rasyolarını da etkilemiştir.

Kuskusuz, dalgalı kur rejiminde, merkez bankası, Yeni Türk Lirası likidite politikasını sabit/öngörülebilir kur rejimine kıyasla çok daha esnek uygulayabilmekte, bankacılık sisteminin Yeni Türk Lirası likidite ihtiyaçlarına çok daha esnek ve süratle cevap verebilmektedir. Merkez bankası, enflasyon hedefi ile uyumlu olduğu sürece, para piyasası faiz oranlarının aşırı dalgalanmasını önleyebilmektedir. Nitekim yukarıda açıklanan likidite yönetimi stratejisi bu durumu açıkça ortaya koymaktadır. Ancak, bankacılık sisteminin, merkez bankasının esnek ve etkin likidite yönetimini baz alarak risk yönetimi ilkelerinde rehavete kapılmaması gerekmektedir. Aksine, artacak olan rekabet, kredi hacmi ve uzayan vadeler dikkate alındığında, bankacılık sisteminde risk yönetiminin daha da etkinleştirilmesinin gereği açıktır (Merkez Bankası Basın Duyuruları, Sayı:2005-56).

### **3.3.5. 2006 Yılı Para Politikaları**

2006 yılının başından itibaren merkez bankası enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya koymuştur. Enflasyon hedeflemesinin ciddi anlamda uygulamada olduğu bu ilk yıl içerisinde arka arkaya gelişen arz şokları yaşanmış olup, merkez bankası bu sapmaların sebeplerini açıklamaya yönelik kamuoyu açıklamalarında bulunmuş ve zaman zaman hükümete yönelik bazı tedbir açıklamalarında bulunmuştur. Bu tedbir açıklamaları ile enflasyonun tekrar hedeflenen yol güzergahına girmesi sağlanmıştır. Bununla beraber uygulamada ki ilk yılda edinilen bir diğer kazanımın da, enflasyon hedeflemesinde başarılı olabilmek için şeffaflıktan, hesap verebilirlikten ve ön görülebilirlikten ayrılmamak gerektiği anlaşılmıştır. Enflasyon hedeflemesinin seçildiği ekonomilerde baş gösteren sapmalar bu tip ekonomiler için az rastlanan bir durum değildir. Yaşanan günlük siyasi gelişmeler başta olmak üzere bu sapmalara sebep olan etmenleri sayabilir. Sapmayla karşılaşıldığı zaman sapmalarının sebebinin kamuoyuna doğru bir şekilde açıklanması ve bu sebebe rağmen hedeflenen enflasyona ulaşmak için planlarda revizyona gidilmesi merkez bankası'nın durumun farkında olduğunu halka ve piyasalara kanıtlayarak güven ortamının yeniden sağlanmasına katkıda bulunacaktır. Yaşanan bu sapmalar doğrultusunda 2006 yılı için merkez bankası yıl içerisinde hedefini % 10 kadar değiştirmiş olsaydı sapmalardan etkilenmemiş olacaktır. Ancak yalnızca hedefi tutturmak adına hedef üzerine revizyona gitmek yalnızca o günü kurtarır. Ekonomik istikrarda önemli olan günü kurtarmaktan ziyade gelecek ekonomik rasyoların güvenidir. Merkez bankası' da 2006 yılı için böyle bir hareket planı uygulamış ve hedeften sapmayı hedefi revize ederek değil, sapmaların sebebini yakından takip ederek ve



elde ettiği sapma sebeplerini halkla paylaşarak güven ortamını sağlamıştır. Muhakkak elde edilen bu bilgiler ışığında bir sonraki yıl ve mali dönem için belirlenecek olan enflasyon hedeflemesinin daha başarılı olacağını rahatlıkla söyleyebiliriz.

Gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları, para politikasının enflasyon üzerindeki gecikmeli etkilerine ilişkin ciddi belirsizlikler yaşamaktadır. 2001 yılı sonrası ekonomimizde yaşanan yapısal dönüşümle beraber makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkinin ciddi bir değişim gösterdiği de göz önüne alındığında, söz konusu belirsizliğin ülkemizde en az diğer ülkeler kadar yüksek olduğu değerlendirilmektedir. Ancak, yine de son dönemdeki normalleşme sürecinin deneyimi ışığında para politikasının enflasyonu etkileme süresi konusunda bazı saptamalar yapmak mümkündür. Son yıllardaki gözlemler, para politikası tedbirlerinin iç talebe etki süresinin yaklaşık 3 ile 9 ay arasında yoğunlaştığına; talepteki değişimin enflasyona etkisinin ise 3 ay ile 1 yıl arasında gerçekleştiğine işaret etmektedir. Buradan hareketle, para politikasının enflasyon üzerindeki etkilerinin ortalama bir buçuk yıllık bir zaman dilimine yayıldığı ifade edilebilir. Bu doğrultuda merkez bankası, para politikasının gecikmeli etkilerini göz önüne alarak geçtiğimiz yıl yayımlanan temel politika metninde politika ufkunu ortalama bir buçuk yıl olarak belirtmiştir. Ekonomi normalleştikçe para politikasının enflasyon üzerindeki etkisinin daha gecikmeli ortaya çıkacağı ve kontrol ufkunun uzayabileceği değerlendirilse de bu aşamada ortalama kontrol ufku bir buçuk yıl olarak korunmaktadır. Kuşkusuz, şokların büyüklüğü ve fiyatlara yansıma süresine bağlı olarak bu sürenin uzaması veya kısılması söz konusu olabilecektir. Farklı şokların enflasyon üzerindeki etkileri zamana ve döneme bağlı olarak değişebildiğinden, hedeften belirgin olarak sapılması durumunda enflasyonun tekrar hedefe yaklaşma süresi, şoklar gerçekleştiikten ve kaynağı belirlendikten sonra açıklanacaktır (Merkez Bankası Basın Duyuruları, Sayı:2006, syf:4, 13 Aralık 2006).

Merkez bankası 2006 yılı içerisinde para politikası ve faiz riskine ilişkin belirli zamanlarda açıklamalarda bulunmuştur. Aşağıda belirteceğimiz bu açıklamalardaki temel amaç enflasyonu hedefe yakın tutacak para politikalarının nasıl belirlenmesinin gerektiğidir. 2006 yılı içerisinde kısaca aşağıdaki hususlar belirtilmiştir;

- Kısa vadeli faiz oranlarının, yılın ilk aylarından yatay bir şekilde seyrini sağlamak ve piyasadan elde edilen geri bildirimler ışığında gerekirse aşağı doğru seyrini başlatmaktır,
- Piyasalardaki likiditenin yükselmesi için politika faizlerini aşamalı olarak aşağıya çekilmesini sağlamaktır,

- 2006 yılının son çeyreğinde parasal sıkılaştırma yoluna gidilerek, piyasa faiz oranlarında kısmi faiz indirimlerine gidilmesidir.

Merkez bankasının yukarıdaki açıklama ve hareket planları ışığında, ekonomide herhangi bir para arzı şoku yaşanmadığında, merkez bankası dönem yıl başında belirlemiş olduğu ilkelere uygun ve yakın hareket etmektedir. 2006 yılı Mayıs ve Haziran aylarında yaşanan dalgalanmalar sonrasında, piyasalardaki duruşunu gözden geçirmiştir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminde kamu kesimindeki gelişmeler para politikası perspektifini yakından ilgilendirmektedir. Kuşkusuz, merkez bankası'nın kamunun izlediği politikaları denetim altına alması söz konusu değildir. Ancak, ülkemizde halen kamu kesiminin ekonomi üzerindeki ağırlığının büyük olması bu konudaki gelişmelerin yakından izlenmesini gerektirmektedir. Yasası gereği fiyat istikrarına odaklanmış bir merkez bankası, bütçe ve maliye politikası gelişmelerini dikkatle takip ederek, gerektiğinde bu politikaların enflasyon üzerindeki olası yansımalarına tepki vermek durumundadır. Kamu kesiminin izlediği politikalar enflasyon görünümünü çeşitli kanallardan etkileme potansiyeline sahiptir. Bunlardan birincisi, bekleyişler kanalıdır. Mali disiplinin sürdürülerek kalitesinin daha da iyileştirilmesi, borçlanma vadelerini uzatıp risk primini ve risk primindeki oynaklıkları azaltarak para politikasının etkinliğini ve öngörülebilirliğini artıracak ve enflasyon bekleyişlerinin yönetimini kolaylaştıracaktır. Kamunun doğrudan ürettiği veya kontrol ettiği mal ve hizmetlerdeki fiyatlama davranışı veya dolaylı vergiler kanalı da enflasyon üzerinde doğrudan etkili olmaktadır. Bu çerçevede, kamu kesiminin ürettiği mal ve hizmetlerin rasyonel olarak fiyatlanması ve mali disiplinin kalitesinin artırılması enflasyonun öngörülebilirliği açısından son derece önemlidir. Kamunun enflasyon ve enflasyon bekleyişleri üzerinde etkili olduğu bir diğer kanal gelirler politikasıdır. Türkiye'de fiyat ve ücret enflasyonuna dair bekleyişlerin en önemli belirleyicilerinden biri kamunun kendi çalışanlarına uyguladığı ücret artışlarıdır. Kamu kesimindeki ücret artışları özel kesim tarafından emsal alınabilmektedir. Bu bağlamda gelirler politikasının enflasyon hedefi ile uyumlu seyretmesi enflasyon hedeflerine daha kolay ve hızlı ulaşılabilmesi açısından önem taşımaktadır. Kamu kesiminin doğrudan mal ve hizmet alımları toplam talebin önemli bileşenlerinden bir tanesidir. Dolayısıyla, merkez bankası toplam talep ve enflasyon görünümüne yönelik gelişmeleri değerlendirirken kamu harcamalarını da dikkatle izlemektedir. Merkez bankası enflasyon tahminlerini ve para politikası perspektifini oluştururken bütçe projeksiyonlarını dikkate almakta ve bu çerçevede yukarıdaki kanallara ilişkin çeşitli varsayımlar yapmaktadır. Bu kanallardan herhangi birine yönelik öngörülmedik

bir gelişme olması, politika duruşunun güncellenmesini gerektirebilmektedir (Merkez Bankası Basın Duyuruları, Sayı:2006-6, 13 Aralık 2006).

2006 yılı içerisinde olduğu gibi ilerleyen dönemlerde de dalgalı kur rejimi uygulamasına devam edilecektir. Dalgalı kur uygulaması içerisinde döviz kuru ne bir araç ne de bir amaç olarak görülemez. Merkez bankasının bu noktada hedef aldığı tek rasyo enflasyondur. Enflasyon üzerine kurulan politikalar ile zaman içerisinde döviz kuru üzerinde de değişiklikler olduğu görülmüştür. Belirlenen enflasyon hedefine ulaşmak için kısa vadede kullanılan temel politika aracı ise kısa vadeli faiz oranlarındaki değişikliklerdir.

Uygulanmakta olan dalgalı kur politikası içerisinde merkez bankası kesinlikle kurların üzerine müdahale etmemektedir. Döviz kurları piyasadaki arz ve talep kesişimi ile belirlenmektedir ve bu sebeple merkez bankasının herhangi bir kur hedeflemesi bulunmamaktadır. Dalgalı kur sistemi içerisinde mevcut tutulması gereken bir döviz kuru olmadığı için döviz stokları üzerine de herhangi bir müdahale söz konusu değildir. Literatürdeki dalgalı kur rejimi bu şekilde tanımlansa da ülkemiz gibi gelişmekte olan bir ekonomide, iç ve dış şokların etkisini minimize etmek için zaman zaman döviz rezervi tutulması piyasalardaki güven endeksini olumlu yönde etkilemektedir. 2001 yılı ekonomik krizinden sonra başlayan iktisadi reformlarla istikrarın sağlanabilmesi için yerli para birimine olan piyasa gelişimi teşvik edilmiş ve dolarizasyonun giderek azaldığı sağlanmıştır. Bu çerçevede merkez bankasının döviz alım ve satımı yapmayacağı varsayımı çıkartmak yanlıştır. Unutulmaması gereken en önemli husus, merkez bankası ılımlı bir rezerv artırım politikası izleyebilmek adına, piyasa arz-talep üzerindeki etkiyi minimize edebilmek için kuralları önceden açıklanmış döviz alım ihaleleri gerçekleştirmektedir.

Tablo.5 Merkez Bankası'nca Alım-Satımı Yapılan Döviz Tutarları  
(2002-2006; Milyon ABD Doları)

Yıl	Döviz Alım İhaleleri	Döviz Satım İhaleleri	Döviz Alım Müdahaleleri	Döviz Satım Müdahaleleri	Toplam Net Döviz Alımları
2002	795	-	16	12	799
2003	5.652	-	4.229	-	9.881
2004	4.104	-	1.283	9	5.378
2005	7.442	-	14.565	-	22.007
2006	3.961	1.000	5.441	2.105	6.297
Toplam	21.954	1.000	25.534	2.126	44.362

Kaynak: (Merkez Bankası Basın Duyuruları, Sayı:2006, syf:10, 13 Aralık 2006).

Hazine'nin döviz ödemelerinin döviz girişlerinden fazla olacağı varsayımı ve merkez bankası'nın mevcut döviz alım ihale programı temel alındığında, zaman zaman geçici likidite sıkışıklıkları yaşansa da, piyasadaki likidite fazlasının 2007 yılında makul ölçülerde devam edeceği öngörülmektedir. Ancak, önceki yıllarda olduğu gibi, özellikle Hazine'nin net döviz cinsi ödemeleri, merkez bankasının döviz alım tutarları ile Hazine'nin merkez bankası nezdindeki hesap bakiyesine ilişkin olarak şimdiden net bir öngöründe bulunmak mümkün olmadığından, bu kalemlerdeki oynamalara bağlı olarak piyasadaki likidite durumu önemli ölçüde değişebilecektir. Piyasadaki fazla likidite, temel senaryoda öngörüldüğü üzere makul düzeylerde olduğu sürece, merkez bankası piyasadaki fazla likiditeyi bünyesinde faaliyet gösteren Bankalar arası Para Piyasası'ndaki Yeni Türk Lirası repo işlemleri ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Repo-Ters Repo Pazarı'ndaki repo işlemleri ile gecelik vadede çekmeye devam edecektir. Böylece gecelik piyasa faiz oranları, merkez bankasının borçlanma faiz oranı düzeyinde oluşacak, dolayısıyla merkez bankası gecelik borçlanma faizi para politikası açısından temel faiz oranı olma niteliğini sürdürecektir. Piyasada kalıcı likidite açığının ortaya çıkması halinde ise piyasalarda referans alınan kısa vadeli faizler, merkez bankasının borçlanma faizi değil, temel fonlama aracı olan repo ihale faizleri olacaktır. Dolayısıyla, likiditenin sıkışmaya başlaması halinde, piyasalarca referans alınan faiz oranı, sadece likiditenin azalması nedeniyle yükselmiş olacaktır. Böyle bir durumun yaratabileceği olumsuzlukların önüne geçilebilmesi için, enflasyondaki görünümün değişmemesi halinde, merkez bankası, borçlanma ve borç verme faizlerini likidite sıkışıklığının gecelik faizler

üzerinde yarattığı baskıyı giderecek şekilde düşürecektir. Ancak, bu faiz indirimi tamamen likidite koşullarındaki değişimden kaynaklanan teknik bir düzenleme olacak, para politikasının gevşetilmesi ya da sıkılaştırılması anlamına gelmeyecektir. Merkez bankası, her zaman belirttiği üzere, finansal piyasaların istikrarını ve gelişmesini fiyat istikrarına ilişkin politikaların etkin yürütülebilmesi için destekleyici amaç olarak görmektedir. Nitekim dalgalı kur rejimi ile uyumlu olarak, son dört yılda birçok defa finansal istikrarı sağlamaya yönelik önlemleri hayata geçirmiştir. Bu nedenle, yasal görevi fiyat istikrarını sağlamak olan merkez bankası, şimdiye kadar olduğu gibi, 2007 yılında da para politikası ve likidite yönetiminin etkinleştirilmesine yönelik uygulamalara devam edecektir. Bu çerçevede, piyasa koşullarında beklenmedik değişikliklere ve ortaya çıkacak ihtiyaçlara göre, şimdiye kadar olduğu gibi, gelecek dönemde de likidite yönetimi stratejisinde ve borçlanma ve borç verme faiz aralıklarında değişikliklere gidebilecektir. Kuşkusuz, dalgalı kur rejiminde, merkez bankası, Yeni Türk Lirası likidite politikasını sabit/öngörülebilir kur rejimine kıyasla çok daha esnek uygulayabilmekte, bankacılık sisteminin Yeni Türk Lirası likidite ihtiyaçlarına çok daha esnek ve süratle cevap verebilmekte, enflasyon hedefi ile uyumlu olduğu sürece, para piyasası faiz oranlarının aşırı dalgalanmasını önleyebilmektedir. Ancak, bankacılık sisteminin, merkez bankasının esnek ve etkin likidite yönetimini baz alarak risk yönetimi ilkelerinde titizliği elden bırakmamasının aksine, risk yönetimi prensiplerini etkin olarak kullanmasının gereğinin bir defa daha hatırlatılmasında fayda görülmektedir (Merkez Bankası Basın Duyuruları, Sayı:2006, syf:11, 13 Aralık 2006).

### **3.3.6. 2007 Yılı Para Politikaları**

Merkez bankası 2007 yılı içerisinde de para politikası enflasyon hedeflemesi çerçevesinden hareket etmeye devam etmiştir. Para politikası kurulunun yapmış olduğu toplantıların yılbaşında belirlenen takvimle uyuşması, yıl içerisinde zamansız toplantı ve eylemleri gerektirmeyecek stabilitede devam eden bir ekonomi olduğunun göstergesidir.

2007 yılının ilk üç çeyreğinde enflasyon öngörüldüğü şekilde hedefle uyumlu patikanın etrafında oluşturulan belirsizlik aralığının içinde kalmıştır. Yılın son çeyreğinde ise gerek gıda fiyatlarında kuraklık ve küresel konjonktürden kaynaklanan yüksek artışların devam etmesi gerekse yönetilen/yönlendirilen fiyatlardaki ayarlamalar enflasyondaki düşüş eğiliminin duraklamasına sebep olmuştur. Böylelikle yıl sonunda enflasyonun belirsizlik aralığının dışında kalacağı ortaya çıkmıştır. Merkez bankası, TÜFE enflasyonunu

hedeflemekle birlikte, kontrolü dışında kalan fiyat hareketlerinin ortaya çıktığı dönemlerde özel kapsamlı enflasyon göstergelerine atıfta bulunmuş ve etkin bir iletişim stratejisi izlemiştir. Enerji, gıda ve yönetilen/yönlendirilen ürünleri dışarıda bırakan temel enflasyon eğilimindeki olumlu görünüm doğrultusunda 2007 Eylül ayından itibaren ölçülü bir faiz indirim süreci başlatılmıştır. Bu kapsamda, 2007 yıl sonuna kadar gecelik borçlanma faiz oranı toplamda 175 baz puan indirilerek yüzde 17,50 seviyesinden yüzde 15,75 seviyesine düşürülmüştür. Merkez bankası son iki yıl içinde kamuoyu ile iletişim, şeffaflık, hesap verebilirlik konularında önemli mesafe katetmiştir. Geçtiğimiz iki yıl içinde ortaya çıkan bir dizi arz şokuyla enflasyonun hedeflerin belirgin olarak üzerinde kalmasına rağmen, 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentileri yüzde 6,1 ve yüzde 5,2 gibi ekonomimizde uzun yıllardır tecrübe edilmediği kadar düşük seviyelerde bulunmaktadır. Bu gözlem enflasyon hedeflemesi rejiminin beklenti yönetiminde büyük oranda başarılı olduğunu göstermektedir. Diğer yandan, beklentilerin orta vadeli hedef olan yüzde 4 düzeyinin üzerinde seyretmesi enflasyonla mücadelede alınacak mesafe olduğuna işaret etmektedir. Merkez bankası, hâlihazırda elde etmiş olduğu kazanımlarla yetinmeyerek önümüzdeki dönemde beklenti yönetiminin daha da etkinleştirilmesine yönelik adımları atmaya devam edecektir. Enflasyondaki düşüşün uzun vadeli, kalıcı bir kazanıma dönüşebilmesi için uygulanan para politikasının maliye politikalarıyla desteklenmesinin gerekliliği tekrar vurgulanmalıdır. Kamu kesiminin izlediği politikalar enflasyonu çeşitli kanallardan etkileyebilmektedir. Enflasyon üzerinde doğrudan etkisi olan bir kanal kamu kesiminin ürettiği mal ve hizmetlerdeki fiyat ve vergi ayarlamalarıdır. Söz konusu ayarlamaların önceden açıklanan bir takvim veya kural dâhilinde yapılması, enflasyon tahminlerine ilişkin riskleri azaltacak ve enflasyon hedeflemesi rejiminin itibarına olumlu katkıda bulunacaktır. Merkez bankası, enflasyon tahminlerini oluştururken, kamu kesiminin bütçe projeksiyonlarını veri olarak almaktadır. Bu çerçevede, para politikası duruşu güncellenirken, toplam talebin önemli bileşenlerinden biri olan kamu kesimi harcamalarının seyri dikkatle izlenmektedir. Bunun yanında kamu kesimindeki ücret ayarlamalarının enflasyon hedefiyle uyumlu olması, söz konusu artışların özel sektör tarafından da emsal olarak alınması nedeniyle ayrı bir önem taşımaktadır. Bütün bu nedenlerden dolayı merkez bankası, gelirler ve maliye politikası uygulamalarını yakından takip etmekte, mali disiplinin kalitesini ve maliye politikalarının öngörülebilirliğini artıracak yapısal düzenlemelerin önemini sıkça vurgulamaktadır. Türkiye’de 2001 sonrasında enflasyondaki düşüş süreciyle birlikte kısa vadeli faizlerin uzun süre sadece aşağı yönde hareket göstermesi ve bu dönemin enflasyon hedeflemesinin geçiş dönemi olması, para politikası aktarım mekanizmasının değerlendirilmesini güçleştirmiştir. Bununla birlikte, 2006

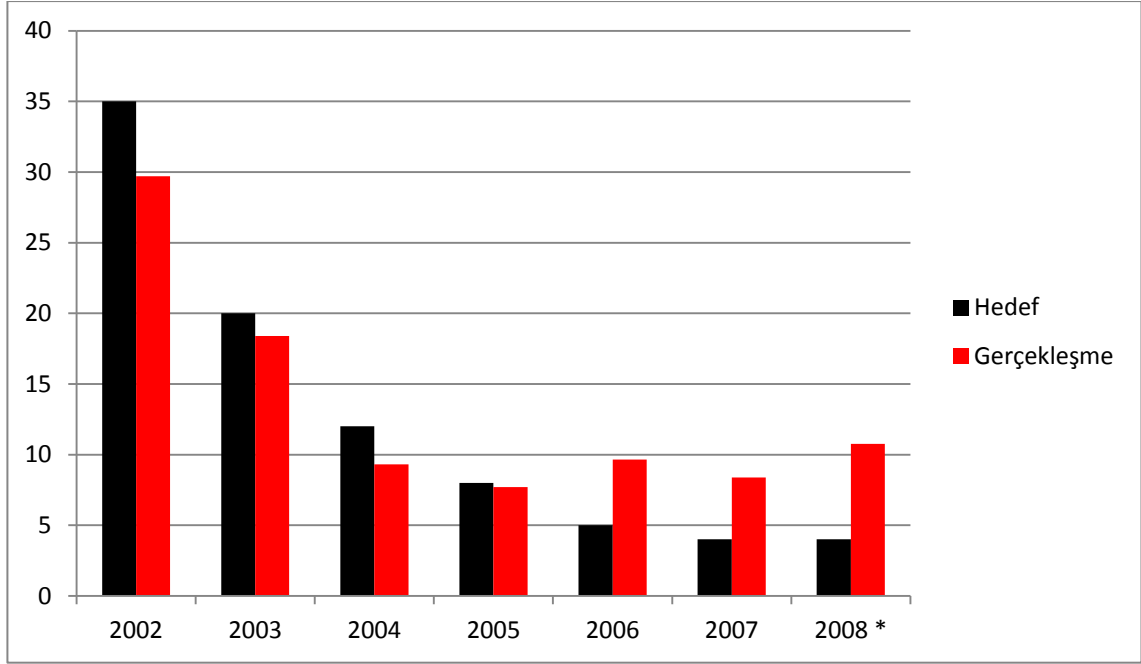
yılıının ortalarından itibaren gerçekleştirilen parasal sıkılaştırma ve sonrasında oluşan makroekonomik dinamikler, aktarım mekanizmasına ilişkin önemli çıkarımlar yapılabilmesine olanak tanımaktadır. Son dönemdeki gözlemler doğrultusunda para politikasındaki sıkılaştırmanın ekonomik faaliyet üzerindeki etkisinin yaklaşık bir yıl, enflasyon üzerindeki etkisinin ise yaklaşık iki yıl kadar sürdüğü ifade edilebilir. Son bir buçuk yıl içinde para politikasının özel kesim talebi ve enflasyon üzerindeki etkisi açıkça görülmüştür. Daha da önemlisi, bu süreçte para politikasının enflasyon beklentilerini kontrol altına alabildiği teyit edilmiştir. Para politikası kararlarının en etkili olduğu sektörler dayanıklı tüketim malı ve hizmet sektörleri olmuştur. Nitekim 2007 yılında hizmetler ve dayanıklı tüketim malları fiyat dinamikleri enflasyondaki düşüş sürecine önemli katkıda bulunmuştur. Merkez bankasının uygulayacağı muhtemel politikalarla ilgili olarak kamuoyunu bilgilendirmesi beklentiler kanalıyla orta vadeli piyasa faizlerini etkileyerek para politikası aktarım mekanizmasını güçlendirmektedir. Ancak, Enflasyon Raporları'nda politika duruşuna ilişkin telaffuz edilen patikanın o an için mevcut olan bilgilere göre üretilmekte olduğu ve orta vadeli enflasyon görünümüne dair açıklanacak her yeni verinin para politikasının geleceğe yönelik duruşunun gözden geçirilmesine neden olacağı tekrar hatırlatılmalıdır. Uygulanan rejimde para politikası duruşunun güncellenmesi bir istisna değil bir normdur. Dolayısıyla, bugünkü bilgilerle oluşturulan para politikası duruşu kesinlikle bir taahhüt olarak algılanmamalıdır. Enflasyon görünümünü etkileyen değişkenlere dair öngörülenin dışındaki her gelişme para politikası duruşunun yeniden tanımlanmasını gündeme getirecektir. Burada önemli olan politika duruşunun neden güncellendiğinin açıkça kamuoyuyla paylaşılmasıdır. Nitekim merkez bankası, Enflasyon Raporu ve diğer politika metinleri aracılığıyla para politikası duruşunun ne yönde ve hangi gerekçelerle güncellendiğini açıkça ifade etmektedir (Merkez Bankası Basın Duyuruları, 18 Aralık 2007).

### **3.3.7. 2008 Yılı Para Politikaları**

Merkez bankası 2002 ve 2005 dönemi arasında faiz oranları arasında kısa vadeli olanlarını esas politika aracı olarak kullanarak, örtük enflasyon hedeflemesine gitmiştir. 2006 yılında geçilen açık enflasyon hedeflemesi ile dünyada birçok gelişmenin eş zamanlı olarak aynı vadede gerçekleşmesi, ekonomide bazı algı güçlükleri oluşturmuştur. 2002 ve 2008 yılları arası dönemde enflasyon değerlerini incelediğimizde enflasyonun düşmesine sebep

olan temel unsurların para politikaları dışında yaşanan gelişmelerden de kaynaklandığını görmekteyiz.

Şekil.4 2002-2008 yılları arasında Türkiye’de enflasyon gelişmeleri



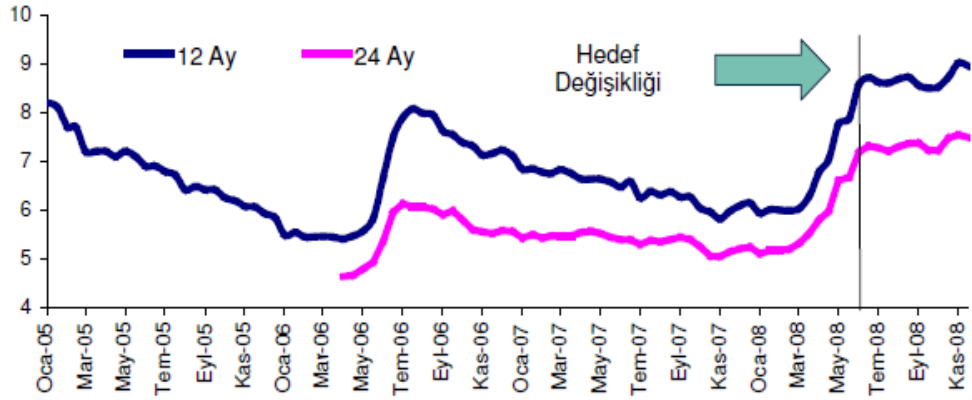
(\*) Yılı için Kasım ayı enflasyon oranı kullanılmıştır.

Kaynak:TÜİK ve TCMB “Merkez Bankası Basın Duyuruları, 16 Aralık 2008”

2006 yılının Mayıs ayında yaşanan uluslar arası sermaye şartlarının gelişmekte olan ülkeler aleyhine dönmesiyle birlikte, aralarında Türkiye'nin de bulunduğu birçok gelişmekte olan ülkeden blok sermaye, yatırım ve nakit çıkışları görülmüştür. Henüz yeni yeni piyasada kendisine yer edinmeye çalışan ve kendisini göstermeye çalışan Yeni Türk Lirası yaklaşık %30 değer kaybı yaşamıştır. Bu durumun yaşanmasında en büyük etken ekonomilerin korkulu rüyası olan güvensizlik ortamıdır. Yaşanan bu değer kayıplarının uzun vadeli olmaması ve ekonomi üzerindeki etkilerini kısa sürede bertaraf etmek adına, Yeni Türk Lirası ve döviz gibi likidite kaynakları üzerinde kontrol mekanizmaları oluşturulmuş, zaman zaman döviz alım ihaleleri durdurulmuştur. Böylelikle piyasadaki yerli para cinsi likiditenin artması hedeflenmiştir.



Şekil.5 12 ve 24 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentileri



Kaynak:TCMB

Yaşanan bu şokları bertaraf etmek için merkez bankasının bir diğer eylem planı, hedefleri başlı başına revize etmek değil, parasal sıkılaşmayı temel alan bir politika uygulamıştır. Çünkü hedefleri değiştirerek, enflasyonun tutmasını sağlamak yapay bir çabadan başka bir şey değildir. Bununla birlikte kamuoyu tarafından dikkat çekmeyecek kadar küçük revizyonlara dahi gidilmiş olsa, orta vadedeki enflasyon beklentilerini birebir etkileyecek ve siyasi rejim üzerinde de baskı ortamı oluşturacaktır.

2008 yılının son çeyreğine gelindiğinde, küresel finans piyasalarındaki güven kaybının derinleşmesi küresel likidite akışını olumsuz etkileyerek özellikle ABD Doları likiditesine olağanüstü bir talep doğurmuş ve bütün gelişmekte olan ülke paralarında olduğu gibi YTL'nin de önemli ölçüde değer kaybetmesine yol açmıştır. Döviz kurundaki bu gelişmelere karşın, gerek toplam talepteki yavaşlama gerekse emtia ve gıda fiyatlarındaki düşüş enflasyon görünümünü olumlu etkilemiş ve para politikasına hareket alanı tanımıştır. Bu çerçevede merkez bankası, finansal sistemin akışkanlığına ve kredi piyasalarının etkin biçimde çalışmasına destek vermek amacıyla bir dizi önlem almıştır. Merkez bankası, Yeni Türk Lirası likiditesini doğrudan kontrol edebildiğinden, gerekli likiditeyi sağlayarak finans ve kredi piyasalarımızın akışkanlığını destekleyebilmektedir. Döviz likiditesine ilişkin gelişmelerde ise daha çok dış dünya koşulları belirleyici olmaktadır. Bu nedenle merkez bankası küresel ekonomideki belirsizliklerin yüksek seviyelerde olduğu bir dönemde döviz rezervlerini öncelikli olarak bankacılık sistemimizin döviz likiditesini desteklemek amacıyla kullanma stratejisini benimsemiştir. Bu çerçevede merkez bankası nezdindeki Döviz Depo Piyasasında aracılık faaliyetlerine yeniden başlanmış, bu piyasadaki borç verme faizleri düşürülmüş ve vadeler uzatılmıştır. Bunun yanında, döviz piyasasında sağlıklı fiyat

oluşumlarının görüldüğü dönemlerde piyasaya döviz satım ihaleleri yoluyla döviz likiditesi sağlanmıştır. Ayrıca, piyasaların etkin bir şekilde işlemlerini sağlamak amacıyla, gerektiğinde diğer önlemlere de başvurulabileceği kamuoyuna duyurulmuştur. Bütün bu önlemler uluslararası piyasalardaki sorunların ekonomimiz üzerindeki etkilerinin sınırlandırılmasına destek vermiştir. Merkez bankası bundan sonra da fiyat istikrarı temel amacı ile çelişmediği koşullarda bu konuda üzerine düşeni yapmaya devam edeceğini belirtmiştir. 2008 yılının son çeyreğinde, küresel mali krizin şiddetlenmesinin bir sonucu olarak dünya genelinde finansal koşulların para politikası duruşunun gerektirdiğinin ötesinde ek bir sıkılaşmaya maruz kaldığı gözlenmektedir. Ülkemizde de benzer bir gelişme gözlenmektedir. Bu çerçevede, Merkez bankası finansal koşullardaki ek sıkılaşmayı bertaraf etmek amacıyla son dönemde kısa vadeli faiz oranlarında ölçülü bir indirim gitmiştir. Merkez bankasının almış olduğu para politikası kararlarının anlaşılabilmesi için ekonominin maruz kaldığı şokların niteliğinin doğru analiz edilmesi gerekmektedir. Örneğin, 2006 Mayıs-Haziran döneminde yaşanan sermaye çıkışına karşı beklenmeyen ve güçlü bir parasal sıkılaştırma tepkisi verilirken 2008 yılının son çeyreğinde yaşanan sermaye çıkışları sonrasında tam tersine genişletici bir para politikası stratejisi uygulanmıştır. Bu iki tepkinin zıt yönde olmasının temel nedeni söz konusu iki dönem arasında iktisadi konjonktür ve şokların kaynağı açısından önemli farklılıklar olmasıdır. 2006 yılında hem iç talep hem de dış talep güçlü konumda olduğundan sermaye çıkışlarının yol açtığı döviz kuru hareketleri enflasyon ve enflasyon beklentilerini hızla bozma potansiyeli taşımaktaydı. 2008 yılına gelindiğinde ise küresel resesyon ve zayıf iç talep koşullarının enflasyonu düşürücü yöndeki etkisinin daha baskın olduğu gözlenmektedir. Özetle, enflasyon hedeflemesi rejiminin karşılaşılan yüksek düzeyli şoklara karşı gerekli önlemleri almada önemli bir esneklik sağladığı görülmektedir. Geldiğimiz noktada, orta vadeli enflasyon beklentilerinin seyri incelendiğinde, enflasyonun uzun süre hedeflerin belirgin olarak üzerinde kalmasına rağmen beklenen enflasyonun gerçekleşen enflasyonun belirgin olarak altında kalmaya devam ettiği görülmektedir. Ülkemizde çok uzun yıllar ve oldukça yakın sayılabilecek bir dönemde yaşanan yüksek enflasyonun toplumsal hafızada hala canlı olduğu düşünüldüğünde, olağanüstü şokların yaşandığı bir dönemde beklentilerin büyük ölçüde kontrol altında tutulabilmiş olması, enflasyon hedeflemesi rejiminin en önemli kazanımlarından birisi olarak değerlendirilmelidir (Merkez Bankası Basın Duyuruları, 16 Aralık 2008).

2008 yılı içerisinde uluslararası piyasalardaki yaşanan durağanlık ve tedirginliklerden ötürü Merkez Bankası Kanunu 42. Maddesinde belirtildiği üzere “ Banka, belirlenen hedeflere ilan edilen sürelerde ulaşamaması ya da ulaşılmaması olasılığının ortaya çıkması halinde,

nedenleri ve alınması gereken önlemleri Hükümete yazılı olarak bildirir ve kamuoyuna açıklar” ilkesini yerine getirerek birçok defa piyasaları rahatlatıcı yönde açıklamalar yapmıştır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmesiyle birlikte merkez bankası 2006 yılı başından itibaren enflasyon raporlarında orta vadeli tahminlerde de bulunmaya başlamıştır. 2007 yılı son dönemlerinde başlayan olağanüstü kriz ve durgunluklardan ötürü merkez bankası enflasyon tahminlerinde gıda ve enerji gibi nihai kullanıcıya yönelik birim fiyatlar üzerindeki fiyatlama senaryolarını kamuoyu ile paylaşmaya başlamıştır. Merkez bankası 2008 yılı içerisinde de döviz piyasalarındaki koşulları daha az etkilemek için şeffaf ihaleler ile alım satım işlemlerini gerçekleştirmiştir. Döviz fiyatının piyasa tarafından belirlenmesinin istendiği bir koşulda döviz alım satım ihaleleri gerçekleştirmek her ne kadar ilk bakışta mantıklı gelmese de, merkez bankasının da yabancı para birimi cinsinde likidite hareketliliği yaratarak karlılık elde etmeye ve kendi finansal hareketlerini idame ettirmeye ihtiyacı olduğu unutulmamalıdır. Piyasaya asgari şekilde etkide bulunmak için önceden belirlenmiş tarihlerde ihalelere çıkma şeklinde bir yol geliştirilerek, piyasalar üzerinde bir rahatlama yaratılmaya çalışılmıştır. Bu şekilde hareket edildiğinde piyasalar, merkez bankasının aciliyetle ihtiyacı olduğu için değil, önceden yapılmış rutin bir programlama sebebiyle döviz alım-satımı gerçekleştirdiğini bilerek güven endeksi içerisinde daha rahat hareket etmektedirler.

Tablo 6. Merkez Bankası Alım-Satımı Yapılan Döviz Tutarları  
(2002-2008; Milyon ABD Doları)

Yıl	Döviz Alım İhaleleri	Döviz Satım İhaleleri	Döviz alım Müdahaleleri	Döviz Satım Müdahaleleri	Toplam Net Döviz Alımlar
2002	795	-	16	12	779
2003	5.652	-	4.229	-	9.881
2004	4.104	-	1.283	9	5.378
2005	7.442	-	14.565	-	22.008
2006	4.296	1.000	5.441	2.105	6.632
2007	9.906	-	-	-	9.906
2008*	7.584	100	-	-	7.484
Toplam	39.779	1.100	25.534	2.126	62.087

Kaynak: TCMB “Merkez Bankası Basın Duyuruları, 16 Aralık 2008”

\*15 Aralık 2008 itibariyle

İçinde bulunduğumuz zorlu dönemde gelişmekte olan ülkelerin döviz rezervlerinin etkin kullanımı büyük önem taşımaktadır. Bu gerçeği göz ardı etmeksizin Merkez Bankası, her zaman olduğu gibi bundan sonra da döviz piyasasının sağlıklı çalışması ve döviz likiditesinin desteklenmesi amacıyla gerektiği takdirde ilave önlemleri imkanları ölçüsünde ve basiretli bir şekilde almaya devam etmelidir. Bu çerçevede, önümüzdeki dönemde uluslararası piyasalardaki sorunların derinleşmesi ve bu durumun ülkemizi de olumsuz yönde etkilemesi halinde;

- Dalgalı döviz kuru rejimi ile çelişmeyecek şekilde döviz kurlarının piyasada belirlenmesi ilkesi çerçevesinde ancak döviz piyasasında derinliğin kaybolmasına bağlı olarak sağlıklı fiyat oluşumları gözlemlendiğinde döviz satım ihalelerine başlanabilecek,
- Bankaların Döviz ve Efektif Piyasalarında işlem yapma limitleri artırılabilir,
- Yabancı para zorunlu karşılık oranları sınırlı bir miktar daha indirilebilecektir.

Diğer taraftan, döviz kurlarındaki gelişmeler her zaman olduğu gibi 2009 yılında da merkez bankası'nca yakından izlenecek ve piyasa derinliğinin kaybolmasına bağlı olarak

spekülatif davranışlar sonucunda kurlarda sağlıksız fiyat oluşumları gözlenmesi durumunda piyasaya doğrudan müdahale edilebilecektir. Ayrıca, Döviz ve Efektif Piyasalarında merkez bankası ile söz konusu piyasalarda işlem yapmaya yetkili kuruluşlar arasında gerçekleştirilen döviz karşılığı döviz, döviz karşılığı efektif ve efektif karşılığı efektif işlemlerine 2009 yılında da devam edilecektir. Uluslararası piyasalardaki gelişmelere bağlı olarak likidite koşullarının iyileşmesi durumunda ise;

- Döviz arzının döviz talebine kıyasla arttığı dönemlerde güçlü döviz rezervi pozisyonuna sahip olma genel stratejisi çerçevesinde döviz alım ihalelerine önceden duyurularak yeniden başlanabilecektir.
- Döviz Depo Piyasasındaki aracılık işlevine son verilebilecektir. Ancak, merkez bankasının Döviz Depo Piyasasında aracılık işlevi sona erse dahi, bankalar kendilerine tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde merkez bankası'ndan döviz depo alabileceklerdir.
- Yabancı para zorunlu karşılık oranları artırılabilir.

Merkez bankası, likidite yönetimi genel çerçevesini belirlerken;

- Kısa vadeli faiz oranlarının Kurul tarafından belirlenen düzeyde ya da bu düzey civarında oluşmasının sağlanması,
- Kısa vadeli para piyasası faiz oranlarındaki aşırı oynaklıkların önlenerek para piyasalarının etkin ve istikrarlı çalışmasının sağlanması,
- Ödemeler sisteminin kesintisiz çalışmasının temini,
- Operasyonel yapının piyasalardaki olağanüstü gelişmelere karşı yeterli esnekliğe sahip olması gibi amaçları dikkate almaktadır.

Merkez bankasının likidite yönetimi genel çerçevesini belirleyen önemli bir faktör de piyasadaki likidite durumudur. Piyasadaki likiditeyi doğrudan etkileyen temel faktörler;

- Para tabanı değişimleri,
- Merkez bankasının piyasa ile gerçekleştirdiği döviz alı/satış işlemleri,
- Merkez bankasının açık piyasa işlemleri için ödediği/tahsil ettiği faizler ile YTL cinsi zorunlu karşılıklara ödediği faizler,
- Hazinesinin faiz dışı fazla girişleri,

- Hazinenin merkez bankası hariç net YTL cinsi Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) itfa-ihraç farkı
- Hazineye özelleştirme ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) kaynaklı YTL transferleridir.

Diğer yandan, Hazinenin YTL cinsi borçlanma gereğini belirlediği için, Hazinenin iç ve dış borçlanma dahil döviz cinsi her türlü net tahsilatı ya da ödemesi ile Hazinenin merkez bankasına olan itfaları ve merkez bankası'nın Hazineye kar transferleri piyasadaki likiditeyi dolaylı olarak etkilemektedir. Merkez bankasının 2001 yılında Kamu ve TMSF bünyesindeki bankalardan satın aldığı DİBS'ler, daha sonraki yıllarda ise yoğun döviz alımları nedeniyle oluşan fazla likidite koşulları Mayıs 2008'e kadar sürmüştür. Mayıs 2008'den itibaren ise piyasada likidite sıkışıklığı oluşmuş ve bu durum yılın kalan döneminde de devam etmiştir. Merkez bankası fazla likiditeyi, asıl olarak bünyesinde faaliyet gösteren Bankalararası Para Piyasasındaki Yeni Türk Lirası depo işlemleri ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Repo-Ters Repo Pazarındaki ters repo işlemleri ile gecelik vadede çekmiş, likidite açığının ortaya çıktığı, Mayıs 2008 sonrasında ise likidite ihtiyacını düzenli olarak gerçekleştirdiği bir hafta vadeli repo ihaleleri ile sağlamaya başlamıştır. Diğer yandan, bazı bankaların ikincil piyasada faiz oranları merkez bankası borçlanma faiz oranının önemli ölçüde üzerine çıkmadığı sürece fazla likiditelerini işlem maliyetleri, vergi farklılıkları gibi faktörlerin de etkisiyle Bankalararası Para Piyasasında merkez bankasına borç vererek değerlendirmeyi tercih etmeleri nedeniyle, merkez bankası, bir yandan piyasayı bir hafta vadeli fonlarken, diğer yandan gecelik vadede borçlanmıştır. Böylece, gecelik faiz oranlarının para politikası açısından referans faiz oranı niteliğindeki merkez bankası borçlanma faiz oranının belirgin şekilde üzerine çıkması önlenmiş, likiditenin bankacılık sisteminde sağlıklı dağılımı sağlanmıştır. Dolayısıyla, merkez bankası'nın borçlanma faiz oranı piyasalar için gösterge olma niteliğini sürdürmüştür (Merkez Bankası Basın Duyuruları, 16 Aralık 2008).

Tablo 7. Likiditedeki Değişim

	31.12.07	28.11.08	Değişim
Piyasadaki Likidite	3.9	-10.4	-14.3
Bir Haftalık Repo İhaleleri ile Fonlama	0.0	-19.0	-19.0
Gecelik Vadede BPP ve İMKB’de Çekilen	2.9	8.6	5.7
Likidite Senetleri ile Çekilen	1.0	0.0	1.0

Kaynak: TCMB “Merkez Bankası Basın Duyuruları, 16 Aralık 2008”

Piyasadaki likidite sıkışıklığının artması, piyasalar açısından repo ihale faiz oranlarının referans faiz oranı haline gelmesine, böyle bir durumun kalıcı hale gelmesi ise söz konusu faiz oranlarının merkez bankası gecelik borçlanma faiz oranlarının üzerinde oluşması nedeniyle, para politikasının istem dışı sıkılaşmasına yol açmaktadır. Böyle bir durumun yaratabileceği olumsuzlukların önüne geçmek amacıyla, likidite sıkışıklığının artması ve/veya kalıcı olma olasılığının belirginleşmesi halinde, para politikası referans faiz oranı bir hafta vadeli repo ihale faiz oranları olacak ve operasyonel yapıdaki bu değişikliğin para politikası duruşunu etkilememesi için, merkez bankasının gecelik vadedeki borçlanma ve borç verme faiz oranları aşağı yönlü ayarlanacaktır. Diğer bir ifadeyle, bu faiz indirimi tamamen likidite koşullarındaki kalıcı değişimden kaynaklanan teknik bir düzenleme olacak, para politikasının gevşetilmesi anlamına gelmeyecektir (Merkez Bankası Basın Duyuruları, 16 Aralık 2008)

### 3.3.8. 2009 Yılı Para Politikaları

2008 yılının son çeyreğinde uluslararası ekonomiler üzerinde etkisini arttırarak devam eden ekonomik kriz, 2009 yılında da zaman zaman kendisini göstermeye devam etmiştir. Piyasalarda daha ihtiyatlı davranmaya yönelik eylem planlarının gelişmesine sebep olmuştur. Krizin başlangıç sürecinde dünyadaki birçok merkez bankası kendisini riskten koruyabilmek için daha güvenli bir limanda yatırım yapmaya yönelik araştırmalara başlamıştır. Bu da iç piyasalarında döviz kurlarında ciddi değer kayıplarının yaşanmasına sebep olmuştur. Ancak Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası geçmişte de atlattığı bu ve benzeri ekonomik daralmalardan elde ettiği bilgi birikimi ve tecrübe sayesinde durumu hızlı bir şekilde bertaraf etmiştir. Krizin derinleşmesine istinaden, dış piyasalardaki talebinden daralacağına dair oluşan görüşle, merkez bankamız bu duruma ilişkin çözümler üretmeye başlamıştır. İlk olarak 2008 yılının başında parasal genişlemenin başlatılmasına yönelik bir uygulamaya başlanmış

ve hızlı bir şekilde faiz indirimine gitmiştir. Bu faiz indirimiyle likiditenin, atıl mevduattan çok, ekonomi içerisinde yatırıma dönüşme hızı üzerinde pozitif bir ivme yaratmıştır. 2009 yılı içerisinde enflasyon hedefinin altında kalma olasılığının artmasıyla birlikte gösterge faizleri üzerinde baz puan indirimleri devam etmiştir.

Merkez bankamızın vermiş olduğu kararlar yaşanan sıkıntılar karşısında günü kurtarmaktan daha çok, piyasaları orta vade de genişletip rahatlatmaya yöneliktir. 1980’li yıllarda uygulanan para politikalarından çıkarılan en büyük ders kısa vadeli politikalarının başarısızlığıdır. Eğer iktisadi kalkınma ve büyümeyi hedeflediyseniz asgari olarak orta vadede eylem planları hazırlamalısınız. 2008 yılında başlayan gösterge faizlerindeki indirim, orta vade eylem planı için verilen bir karar olduğundan, 2009 yılında da politika faizlerinden indirimin devam etmesi sağlanarak istihdam rakamlarında iyileşme hedeflenmiştir. Yaşanan bu kriz ortamında dahi, enflasyona yönelik endişelerin azalması ve hükümetinde yaptığı açıklamalarla piyasalardaki güven ortamının hızlı bir şekilde yerine gelmesine başlamasıyla, yeniden finansal istikrara yönelik çalışmalara dönüşmüştür. Kriz belki tam anlamıyla atlatılmamış olabilir, ancak Türkiye’nin bu küresel sıkışıklığa vermiş olduğu güçlüyüm mesajı, yurtdışı piyasaları tarafından olumlu karşılanmış ve güvenli bir liman arayışı içerisinde olan yabancı sermayeyi yakın zamanda kendine doğru çekmeye başlamıştır.

Faiz indirimlerinin başlamasından bugüne yaşanan gelişmeler, merkez bankasının krizin boyutuna ve iktisadi faaliyet ile enflasyon görünümü üzerindeki etkilerine ilişkin öngörülerini teyit eder nitelikte olmuş ve alınan politika kararlarının haklılığını ortaya koymuştur. Bu durum, para politikası kararlarının finansal değişkenler ve beklentiler üzerindeki etkinliğini artırmıştır. Bunun sonucunda, merkez bankası’nın piyasa faizleri üzerindeki belirleyiciliği güçlenmiş, küresel risk algılamalarının yüksek seviyelerde seyrettiği dönemler de dahil olmak üzere piyasa faizleri para politikası duruşunu takip ederek tarihsel olarak en düşük seviyelerine inmiştir (Grafik 4). Piyasa faizlerindeki bu düşüş, özellikle Temmuz ayı Enflasyon Raporu’nda para politikasına dair orta vadeli somut bir perspektif sunulması ile ivme kazanmıştır. (Merkez Bankası Basın Duyuruları, 10 Aralık 2009)



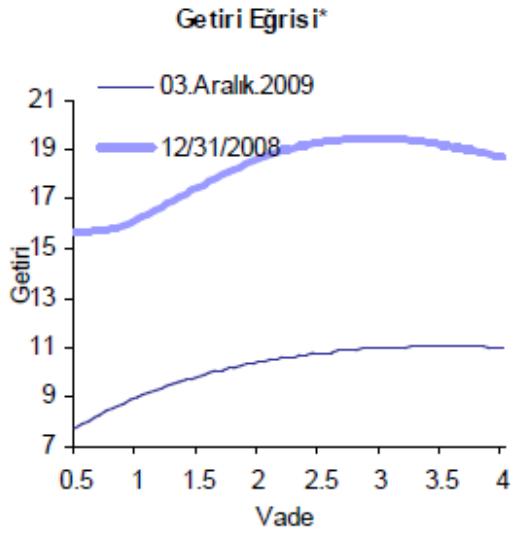
Şekil 6. Faiz oranlarındaki değişimler



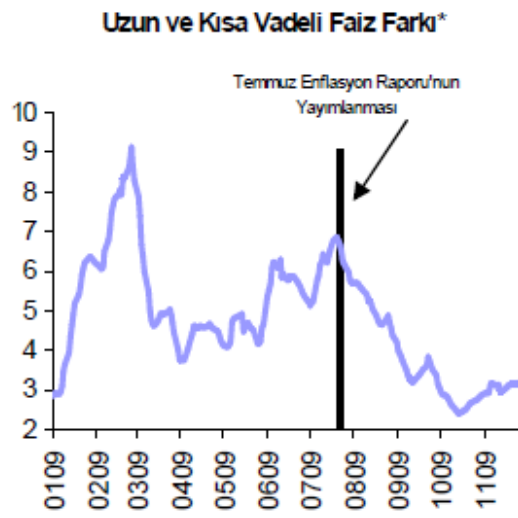
Kaynak: İMKB ve TCMB

Piyasa faizlerindeki düşmenin her vadeye yayılması, uzun vadeli getirilerdeki düşüşün daha belirgin olması ve getiri eğrisinin yataylaşması bu dönemde elde edilen kazanımların geçici olmadığına işaret etmektedir (Grafik 5), (Merkez Bankası Basın Duyuruları, 10 Aralık 2009). Unutulmaması gerekir ki ekonomideki kazanımların verimliliği en yüksek olanı uzun vadeli olanlardır.

Şekil 7. Piyasa faizinin vade yapısı



\*İMKB Tahvil ve Bono Piyasasındaki tahvillerin bileşik getirileri kullanılarak, Extended Nelson-Siegel (ENS) yöntemiyle oluşturulmuştur.

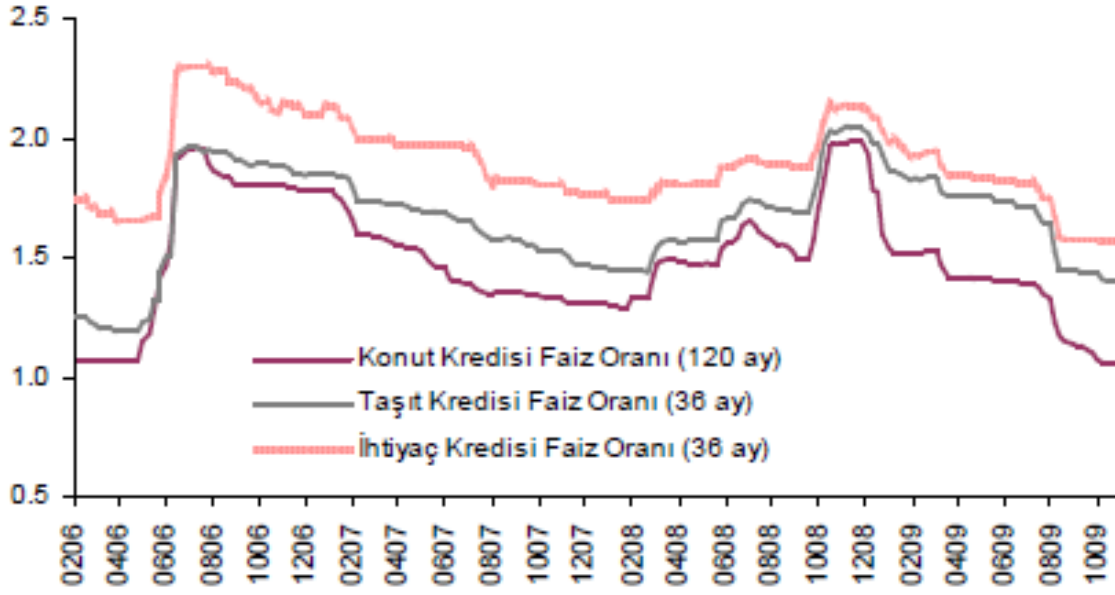


\*ENS yöntemiyle oluşturulan getiri eğrisinin 4 yıllık ve 6 aylık vadelerdeki faizlerinin farkı, 5 günlük hareketli ortalama.

Kaynak: TCMB

Piyasa faizlerindeki aşağı yönlü eğilim, orta vadeli reel faizlere de yansımış ve piyasa faizlerinin reel seviyesi tarihsel olarak en düşük düzeylerine inmiştir. Reel faizin durgunluk dönemlerinde düşmesi, sağlıklı işleyen ekonomilerde beklenen bir değişim olmakla birlikte, Türkiye ekonomisinde daha önce gözlenmemiş bir durumdur. Bu anlamda, reel faizlerin mevcut düzeyi, para politikasının etkinliğini göstermesi ve ekonomimizin normalleştiğini tescil etmesi bakımından olumlu bir gösterge olarak değerlendirilmektedir. Merkez bankasının faiz indirimlerinin ve aldığı diğer önlemlerin 2009 yılının ikinci yarısından itibaren kredi faizleri üzerinde de etkili olduğu görülmektedir (Grafik 6). Özellikle Merkez bankası'nın orta vadeli para politikasına ilişkin somut bir perspektif verdiği Temmuz Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı dönemden sonra kredi faizlerindeki düşüş hızlanmış, küresel risk algılamalarındaki iyileşmenin de desteğiyle yılın son çeyreğine doğru kredi piyasalarında olumlu gelişmeler gözlenmeye başlamıştır. Bununla birlikte, küçük ve orta boy işletmelere verilen kredilerde standartların halen sıkı olması, parasal koşullardaki genişlemenin iktisadi faaliyet üzerindeki etkisini kısmen de olsa sınırlamaya devam etmektedir (Merkez Bankası Basın Duyuruları, 10 Aralık 2009).

Şekil 8. Tüketici kredisi faiz oranları (Aylık, Yüzde)



Kaynak: TCMB

2009 yılı içerisinde genel olarak merkez bankası almış olduğu kararlar yaşanan küresel krizin Türkiye'deki etkilerini minimize etmeye yönelikti. Bu dönem içerisinde uygulanan kararlı politikalar sayesinde enflasyon belirli bir bant arasında hareket etmiştir. Yine yaşanan bu kriz ile, enflasyon hedeflemesinin birbirleriyle uyum içerisinde hareket ettiği kanıtlanmış oldu. Yaşanan krizlere kısa vade de cevap verebilmek için enflasyon hedeflemesinin hareket kabiliyetinin yüksek olduğunu rahatlıkla söyleyebiliriz. merkez bankası yine bu yıl içerisinde, fiyat istikrarı politikasına zıt düşmeyecek şekilde büyüme rasyoları üzerine de çalışmıştır. Bankacılık sektörüyle ilgili daha önceki yıllarda yapılan mevzuat revizyonları sayesinde de bu küresel kriz esnasında başta merkez bankası sonrasında ticari bankalar buldukları konumları koruyarak, piyasadaki faiz oranlarının düşürülmesine katkıda bulunmuşlardır. Merkez bankası'nın orta vade de mali disiplini artırıcı eylem planları açıklamış olması da piyasada ki güven ortamının tazelenmesine sebep olmuştur.

Türkiye ekonomisinin temelleri faizlerin düşük seviyesinin uzun dönemler boyunca korunması için elverişlidir. Özellikle, Türkiye'nin geçtiğimiz dönemde birçok gelişmekte olan ülke ile birlikte olumlu bir sınav vermiş olması, önümüzdeki dönemlerde ülkemizin uluslararası piyasalardaki önemini artırarak faiz oranlarının düşük seviyelerde tutulabilmesini destekleyecektir. Bununla birlikte, gelişmiş ekonomilerin artan borçluluk oranları uzun

vadede enflasyon beklentileri ve dolayısıyla uzun vadeli küresel piyasa faiz oranları üzerinde yukarı yönlü bir risk oluşturmaktadır. Kuşkusuz, sağlam bankacılık sistemi ve basiretli maliye politikası gibi güçlü yönleriyle ayrışan Türkiye ekonomisi, bu tür risklerin yansımalarına karşı görel olarak dayanıklı olmaya devam edecektir. Merkez bankası, küresel krizin yurt içi ekonomi üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamak için üzerine düşeni yapmaya devam edecektir. Küresel risklere karşı ekonomimizin direncini koruması için basiretli bir para politikası gerekli olmakla birlikte tek başına yeterli değildir. Para politikası kararlarının olumlu etkilerinin desteklenmesi ve piyasa faizlerinin düşük seviyelerinin korunabilmesi için orta vadede mali disiplinin sürdürüleceğine dair taahhütlerin ve yapısal reform sürecinin güçlendirilmesi büyük önem arz etmektedir. Bu çerçevede, Orta Vadeli Program'ın ve Avrupa Birliği'ne uyum ve yakınsama sürecinin gerektirdiği yapısal düzenlemelerin hayata geçirilmesi konusunda atılacak adımlar önemini korumaktadır. Bu nedenle merkez bankası, orta vadede para politikası stratejisini belirlerken kamu maliyesine ilişkin gelişmeleri yakından izlemeye devam edecektir (Merkez Bankası Basın Duyuruları, 10 Aralık 2009).

### **3.3.9. 2010 Yılı Para Politikaları**

2010 yılı içerisinde, ekonomiler küresel krizin etkilerinden yavaş yavaş kurtulmaya başlamışlardır. İktisadi faaliyetlerde toparlanmalar zamanla yıl içerisinde istihdam üzerinde de olumlu etki göstermeye başlamışlardır. Ağırlıklı olarak ekonomik kriz sonrası toparlanmaların, gelişmekte olan ülke ekonomilerinde görüldüğünü rahatlıkla söyleyebiliriz. 2008 yılında baş gösteren küresel krizin ülkemizi rasyo anlamında kötüleştiğini söylemektense, durağan bir döneme ittiğini söylemek daha doğru olur. Ve 2010 yılı içerisinde bu durağanlıkta bertaraf edilmiştir. Merkez bankası, para politikasına ilişkin verdiği kararlarla birlikte, ekonomik istikrara yönelik sermaye tasarrufları görülmeye başlanmıştır. Sermaye hareketliliğine uyum sağlayabilmek adına, döviz alım ihaleleri esnasında daha geniş bir hareket planı belirlenmiştir. Bilhassa Ekim 2010 tarihinden itibaren bu şekilde bir strateji uygulamaya koyulmuştur. Bir diğer taraftan merkez bankası yine aynı dönem içerisinde çok radikal bir karar vermiş ve bankaların TL cinsinde tuttıkları zorunlu mevduat için faiz ödemesi uygulamasına son vermiştir. Mevduat munzam karşılığının kaldırılmasıyla birlikte, likidite yönetiminde de küçük revizyonlar yapılmıştır. Nihayetinde kaldırılan zorunlu karşılık

faizi merkez bankası için bir maliyet minimizasyonu olarak görülse de, ticari bankalarında amaçlarında olmasa da elde ettikleri bir gelir kalemlerinin eksilmesine sebep olmuştur.

Mevduat munzam faizinin kaldırılmasının toplumsal anlamda bir diğer yansıması ise katılım bankaları üzerine olmuştur. Faizsiz bankacılık prensiplerine göre faaliyet gösteren katılım bankaları hem faiz almaya hem de faiz vermeye aykırı bir mekanizma içerisinde faaliyet göstermektedirler. Ancak, bankacılık mevzuatına tabi oldukları için faiz kabul etmeyen bir prensipte faaliyet gösterebilirler de, 2010 yılına kadar merkez bankası nezdinde buldukları mevduat için zorunlu olarak faiz alıyorlardı. Ancak faizsiz bankacılık prensipleri gereği bunu bir kazanç-gelir kalemi olarak görmedikleri için faaliyet karlılıklarına yansıtmadan sosyal projelerde kullanarak kendilerini sistemin dışında tutmaya çalışıyorlardı. Yapılan bu yasal değişiklikle de katılım bankacılığı üzerine gelen eleştirilerin en önemli boyutunu oluşturan merkez bankasından zorunluda olsa faiz alma süreci sona ermiş oldu.

Krizin bitmesiyle birlikte parasal aktarım mekanizmalarının daha etkin bir biçimde kullanıldığını söylemek mümkündür. Henüz krizi yeni atlatan yatırımcı ve sermayedarların risk algılamaları yatay bir düzlemde hareket etmemesine rağmen, mevduat ve kredi faizlerinin belirleyicisi yine merkez bankasının açıklamış olduğu politika faizleridir. Başta bankalar olmak üzere sistemdeki bütün ekonomik birimler bu politika faizini baz alarak karar verme süreçlerine başlamışlardır. Hem uluslararası piyasalardaki düşük seviyede seyreden faiz oranları, hem de merkez bankası'nın açıklamış olduğu düşük politika faiz oranlarına istinaden 2010 yılında piyasa faizlerinin geçmişe yönelik analizi yapıldığında asgari seviyelerde olduğunu rahatlıkla söyleyebiliriz. Kredi derecelendirme kuruluşlarının ülkemizle ilgili not artırımları bu durumun yaşanmasında önemli rol oynamış ve akabinde yabancı kaynaklı likiditenin ülkemize güvenle girişine sebep olmuştur. Her geçen gün piyasalarda yükselen güven endeksi oranları yurtdışından gelen yatırımcı üzerinde etkili olduğu kadar ülkenin en büyük kaynak tüketicisi hane halkı üzerinde dahi olumlu bir etki yaratmıştır.

Mevcut konjonktürde ekonomimizde gözlemekte olduğumuz iç ve dış talebin büyüme hızlarındaki ayrışma ve hızlı kredi genişlemesi cari açığı artırmaktadır. Buna ilave olarak, Avrupa ve ABD ekonomilerindeki son gelişmeler ve alınan kararlar, küresel ölçekte parasal genişlemeye yol açarak cari açığın 2011-2013 dönemi için hazırlanan Orta Vadeli Program (OVP)'da yer alan öngörülerini aşma ihtimalini gündeme getirmiştir. Merkez bankasının temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Ayrıca kuruluş kanunumuz bankamızı, finansal sistemde istikrarı sağlayıcı tedbirleri almakla da görevlendirmiştir. Fiyat istikrarı ve finansal istikrar birbirlerini tamamlayıcı iki önemli hedefdir. Merkez bankası Türkiye'de finansal istikrardan

sorumlu kurumlardan biridir. Merkez bankası, gözetim ve denetimden sorumlu diğer kurumlardan farklı olarak finansal istikrara makro açıdan bakmaktadır. İçinde bulunduğumuz küresel konjonktür, Merkez bankasının, temel politika aracı olan kısa vadeli faizlerle birlikte, likidite yönetimi ve zorunlu karşılıklar gibi alternatif araçların da etkin biçimde kullanıldığı bir politika bileşiminin uygulanmasını gerekli kılmaktadır. Merkez bankası, küresel krizin zirve yaptığı 2008 Eylül ayından bu yana, fiyat istikrarı amacı ve finansal istikrar görevi doğrultusunda, farklı araçların bir arada kullanıldığı bir politika bileşimi uygulamaktadır. Önümüzdeki dönemde de merkez bankası, fiyat istikrarına kalıcı bir şekilde ulaşırken finansal istikrarı da makro düzeyde gözetip korumak amacıyla kısa vadeli faizleri ve faiz dışı araçları eşgüdüm içinde kullanmaya devam edecektir. Merkez bankasının uyguladığı politikanın bir bütün olarak değerlendirilmesi gerekmektedir. Yeni konjonktürde para politikası durumu sadece politika faizinin seviyesi tarafından değil, yukarıda sözü edilen politika araçlarının tümünün bileşimi tarafından belirlenmekte ve enflasyon görünümü değerlendirilirken alınan bütün tedbirlerin net etkisi hesaba katılmaktadır. Finansal istikrarın korunmasına dair atılacak öncelikli adımların basında bankacılık sektörünün yükümlülüklerinin vadesini uzatmak gelmektedir. Türkiye’de bankacılık sektörü, diğer birçok ülkeye kıyasla daha sağlam bir bilanço yapısına sahip bulunmaktadır. Ne var ki, bankaların gerek yurt içinden gerekse yurt dışından sağladıkları fonların ortalama vadesi aktiflerinin vadesine kıyasla oldukça kısadır. Bu bağlamda, bankacılık sisteminin pasif vadesinin uzatılmasına dair tedbirler öncelikle ele alınmıştır. Alınan ve alınacak tedbirlerle, hem mevduatın hem de yabancı sermaye girişlerinin daha uzun vadeye yönlendirilmesi amaçlanmaktadır. Son dönemde zorunlu karşılık oranlarının vadelere göre farklılaştırılması ve daha önce zorunlu karşılığa tabi olmayan bazı yükümlülük kalemlerinin zorunlu karşılık kapsamına alınması bu çerçevede değerlendirilmelidir. Önümüzdeki yıl içinde Türk lirası cinsi mevduat dışı yükümlülüklerden uygun görülenlerin vadelerinin uzamasını teşvik etmek amacıyla ayrı bir çalışma yapılacaktır. Diğer taraftan, döviz tevdiat hesaplarının ve diğer yabancı para yükümlülüklerinin de vadelerinin uzamasını teşvik etmek amacıyla yabancı para yükümlülükler için uygulanan zorunlu karşılık oranlarının da önümüzdeki dönemde vade dilimlerine göre farklılaştırılması söz konusu olabilecektir. Ayrıca, özellikle daha kısa vadeli yükümlülükler için belirlenmiş olan zorunlu karşılık oranları iç ve dış gelişmelere bağlı olarak kademeli şekilde artırılmaya devam edilebilecektir. Merkez bankasının aldığı ve alacağını açıkladığı önlemler, mevcut konjonktürde finansal istikrarın korunması için gereklidir, ancak tek başına yeterli değildir. Bu konuda düzenleme, denetleme ve dengeleme kapasitesine sahip tüm kurumların eşgüdüm içinde hareket ediyor olması büyük önem taşımaktadır. İlgili diğer kurumların özellikle kredi

arzını sıkılaştırıcı ve finansal sistemde vade uzatımını teşvik edici önlemlere destek vermesi, Merkez bankasının para politikasında hareket alanını genişleterek politikalarının etkinliğini ve esnekliğini artırmaktadır. Cari açığa ilişkin risklerin sınırlanması bakımından kamu tasarruflarının artırılması, dolayısıyla mali disiplinin sürdürülmesi de büyük önem taşımaktadır. Orta Vadeli Program, bu yönde atılmış önemli bir adım olarak değerlendirilmektedir. Son dönemde özellikle Avrupa'daki çevre ülkelerin kamu borç dinamiklerindeki bozulmanın temel riskler arasında bulunması, kamu borç göstergelerinin öneminin giderek artmasına yol açmıştır. Türkiye'nin yakaladığı yüksek büyüme oranlarından kaynaklanan ek kamu gelirin önemli bir kısmının kamu borcunun azaltılmasında kullanılıyor olması, gerek fiyat istikrarının gerekse finansal istikrarın korunabilmesi açısından son derece önemlidir (Merkez Bankası Basın Duyuruları, 21 Aralık 2010).

Bu doğrultuda bugüne kadar Bakanlar Kurulu ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) tarafından alınan önemli tedbirlerden bazıları (Merkez Bankası Basın Duyuruları, 21 Aralık 2010) ,

- Bakanlar Kurulu tarafından, mali disipline önem veren bir orta vadeli programın açıklanması,
- Yurt içinde gerçek kişilere dövize endeksli kredi verilmesinin sınırlandırılması,
- Bazı tüketici kredilerine uygulanan Kaynak Kullanımını Destekleme Fonu oranının artırılması,
- Bankalarımızın yurt dışı tahvil ihraçlarında uzun vadeyi teşvik amacıyla bir çalışma başlatılması,
- BDDK tarafından, yüzde 8 olan sermaye yeterlilik oranı sınırının, yüzde 12 olarak uygulanması,
- Bankaların yurt içine Türk Lirası cinsi tahvil ihracına izin verilmesi,
- Kredi/değer oranının, konut kredileri ile konut teminatı altında kullanılan tüketici kredilerinde en fazla yüzde 75, ticari gayrimenkul kredilerinde ise en fazla yüzde 50 olarak belirlenmesi,
- Kredi kartlarında asgari ödeme oranlarının artırılması olarak sayılabilir.

### 3.3.10. 2011 Yılı Para Politikaları

Yaşanan küresel ekonomik daralma sonrasında ülkeler para politikası çerçevesinde fiyat istikrarına ek olarak finansal istikrara da önem vermeye başlamışlardır. Merkez bankalarının bakış açılarını ve dikkat çerçevelerinin daha da genişlemesine sebep olmuştur. Merkez bankaları bilançolarını düzeltmenin ve sermaye akımlarına yön vermenin önemini yaşanan ekonomik daralma sonrasında bir kere daha öğrenmiş oldular. Yaşanan bu küresel ekonomik depremlerden ötürü merkez bankası da son bir yıl içerisinde bu doğrultuda mücadele amacıyla farklı stratejiler geliştirmiştir. Kısaca açıklamamız gerekirse merkez bankası fiyat istikrarını sağlamaya odaklanmışken, finansal istikrarı da göz önünde tutmaya başlamıştır. Merkez bankasının aynı anda uygulamış olduğu stratejilerin çeşitliliği artmıştır. Piyasalara bilgi vermek amacıyla yayınlanan politika faizinin yanında merkez bankasının borç alma ve borç verme oranları arasında oluşturulan faiz koridoru ve munzam karşılıkların kullanıldığı bir stratejisidir.

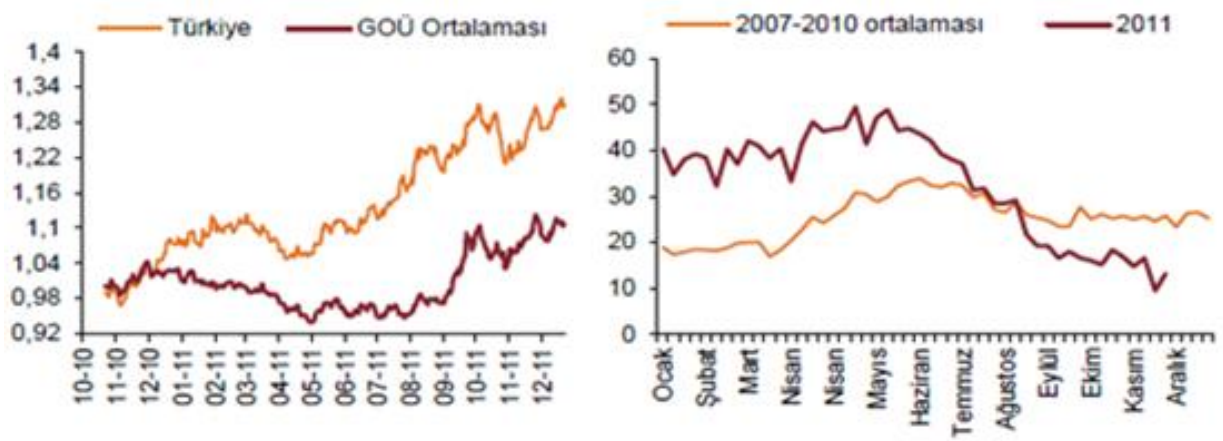
Bu küresel kriz sonrasında merkez bankaları parasal genişleme üzerine yoğunlaşmışlardır. Bu sebeple de kısa vadeli yurtdışı borçlanma araçlarının sıkça ihracı ve düşük maliyetli olduğu görülmektedir. Merkez bankasının 2010 yılının sonralarına doğru uygulamaya başladığı bu strateji sayesinde enflasyon düzeyinin daha olumlu seyrettiği görülmüştür.

Merkez bankası, yeni politika çerçevesine geçilen Kasım 2010'dan Avrupa ekonomisindeki belirsizliklerin hızla yoğunlaştığı Ağustos 2011'e kadar olan dönemde, bir yandan kısa vadeli sermaye akımlarının sınırlanması ve döviz kurundaki aşırı değerlenmenin önlenmesini hedeflemiş, diğer yandan da yurt içinde krediler ve talebin daha kontrollü biçimde büyümesinin sağlanması ile iç ve dış talep arasındaki ayrışmanın dengelenmesine odaklanmıştır. Bu dönemde, risk iştahının güçlü olması ve sermaye akımlarının kısa vadede yoğunlaşması nedeniyle, Merkez bankası faiz koridorunu aşağı doğru genişletmiştir. Böylelikle gecelik piyasada oluşan faiz oranlarının politika faiz oranından daha düşük seviyede oluşmasına izin verilerek gecelik piyasa faizlerinde aşağı yönlü oynaklığın artırılması ve çok kısa vadeli sermaye girişlerinin azaltılması mümkün olmuştur. Diğer taraftan, aynı dönemde aşırı kredi genişlemesini engellemek ve iç talebi kontrol altında tutabilmek amacıyla zorunlu karşılık oranlarında güçlü bir artışa gidilmiştir. Ayrıca, bu dönemde açılan düzenli döviz alım ihaleleriyle kısa vadeli sermaye akımlarının mümkün olduğunca merkez bankası rezervlerinin güçlendirilmesi amacıyla kullanılması hedeflenmiştir. Alınan bu tedbirler Türk Lirası üzerindeki aşırı değerlenme baskısının



giderilmesini sağlamıştır. Ayrıca, başta Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu olmak üzere, diğer kurumların aldığı tedbirlerin de katkısıyla kredilerde 2011 yılının ortasından itibaren belirgin bir yavaşlama gözlenmiştir. (Merkez Bankası Basın Duyuruları, 27 Aralık 2011)

Şekil 9. TL ve gelişmekte olan ülke para birimleri ile kredi artış oranları\*



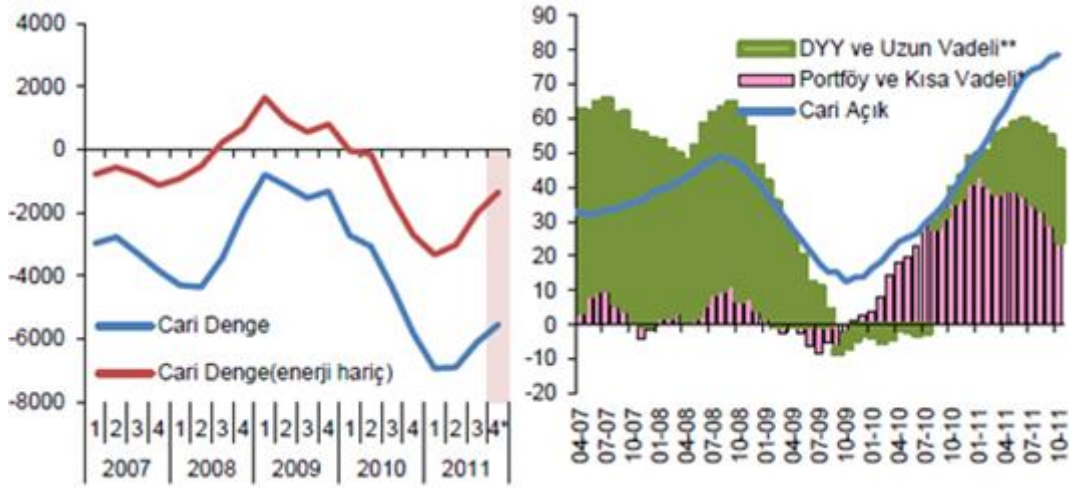
\*ABD Doları karşısında, 01.10.2010 değerleri 1'e normalize edilmiştir. Gelişmekte olan ülkeler ortalaması, Brezilya, Şili, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Meksika, Polonya, G.Afrika, Endonezya, G.Kore ve Kolombiya para birimlerinin normalize edilmiş ortalamaları alınarak hesaplanmıştır. Artışlar para biriminin ABD Dolarına karşı değer kaybını ifade etmektedir. Kur etkisinden arındırılmıştır.

\*\*Soldaki şekil TL ve gelişmekte olan ülke para birimleri arasındaki ilişkiyi anlatırken, sağdaki şekil 13 haftalık hareketli ortalama ile oluşturulmuş yıllandırılmış yüzde şeklindedir.

Kaynak: Bloomberg, TCMB.

Sonuç olarak, talep kompozisyonu ve sermaye akımları arzu edilen yönde değişmeye başlamış ve ekonomideki dengelenme süreci 2011 yılının ortalarından itibaren başlamıştır (Grafik 7) (Merkez Bankası Basın Duyuruları, 27 Aralık 2011).

Şekil 10. Cari işlemler dengesi ve cari açığın temel finansman kaynakları



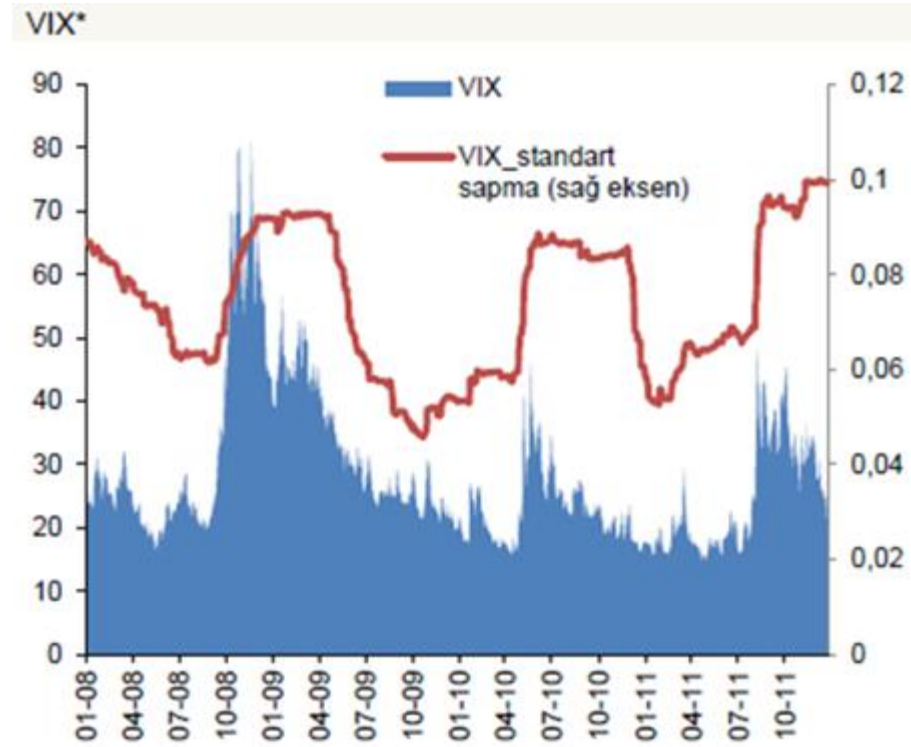
\*Kısa vadeli sermaye hareketleri bankacılık ve reel sektörün kısa vadeli net kredileri ile bankalardaki mevduat kaleminin toplamından oluşmaktadır.

\*\*Uzun vadeli sermaye hareketleri bankalar ve reel sektörün uzun vadeli net kredileri ile bankalar ve Hazine'nin yurtdışına ihraç ettikleri tahvilleri kapsamaktadır.

Kaynak: TÜİK, TCMB.

2011 yılı Ağustos ayından itibaren küresel büyümeye ve bazı Avrupa ülkelerindeki kamu borcu sorununa ilişkin endişelerin derinleşmesi nedeniyle küresel ölçekte riskten kaçınma eğiliminin arttığı ve risk iştahındaki oynaklığın tarihsel olarak yüksek seviyelere geldiği gözlenmiştir (Grafik 8) (Merkez Bankası Basın Duyuruları, 27 Aralık 2011).

Şekil 11. Günlük yüzde değişim endeksi

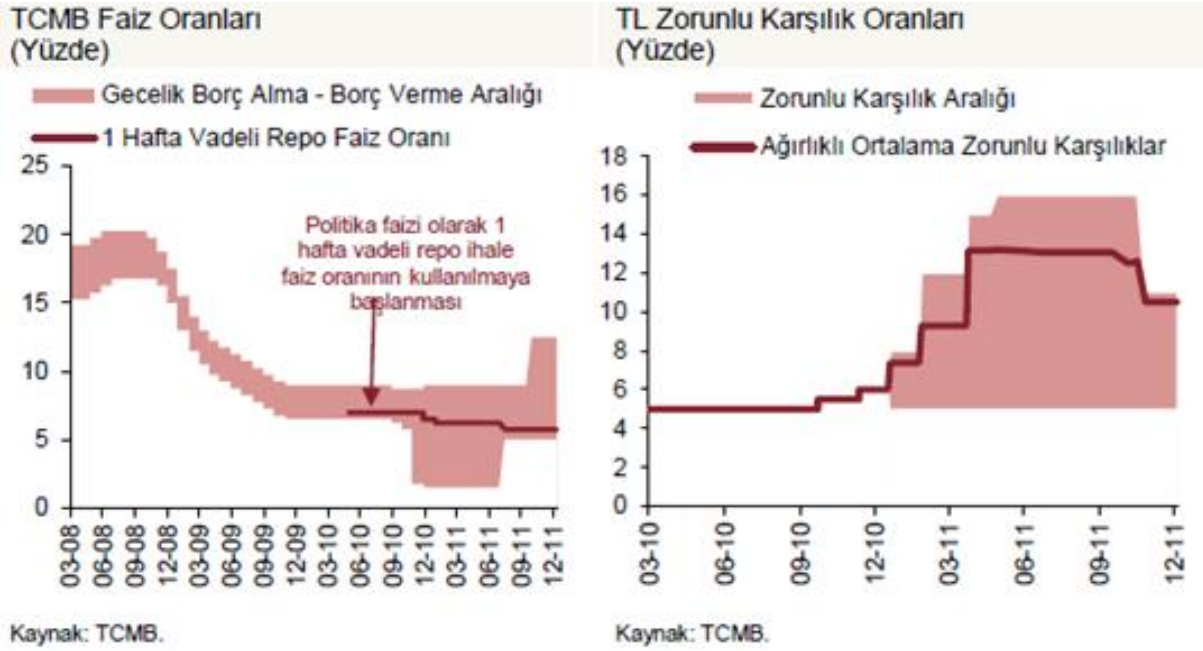


\*VIX endeksinde günlük yüzde değişimin 150 günlük standart sapması.

Kaynak: Bloomberg, TCMB.

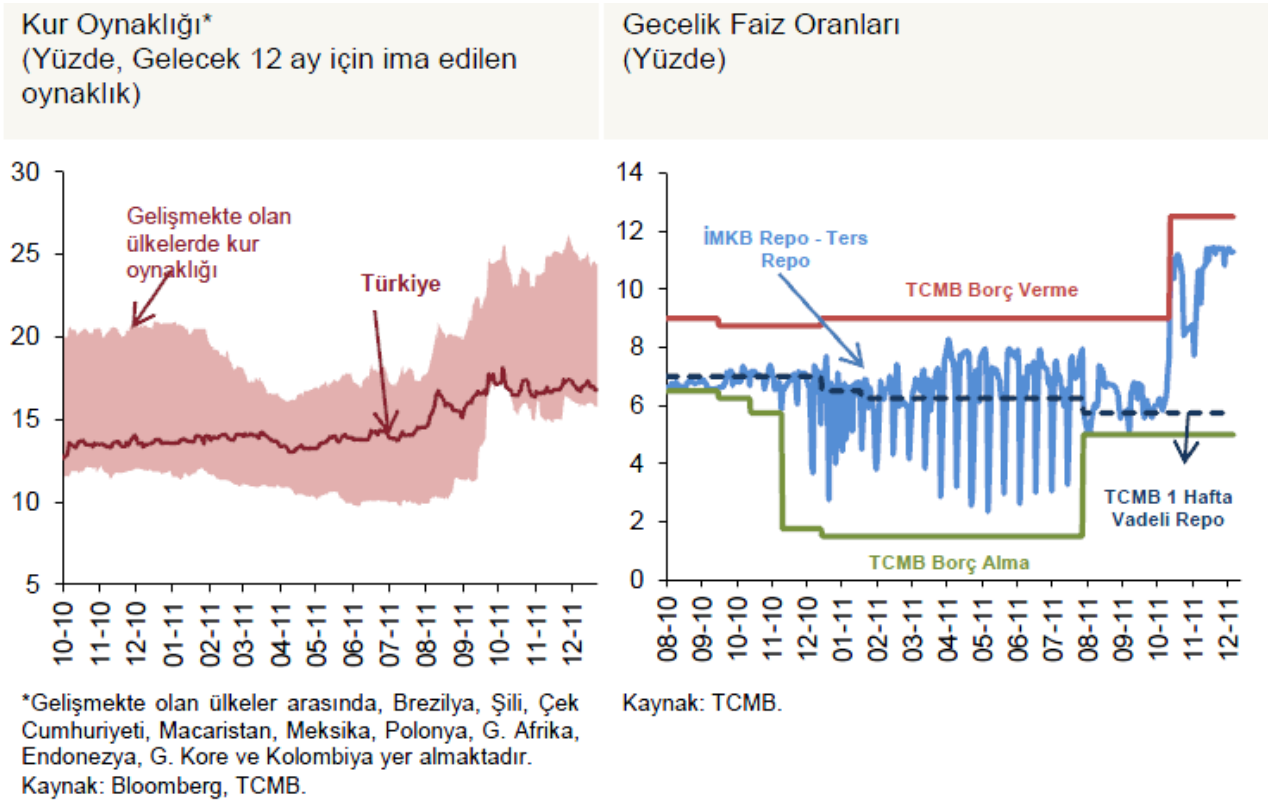
Bu dönemde gelişmekte olan ülkelerden sermaye çıkışlarının hızlanması üzerine merkez bankası, uyguladığı yeni politika çerçevesinde politika araçlarını sermaye girişlerinin hızlı olduğu dönemdekinin tersi yönde kullanmıştır. Bu doğrultuda, gecelik borç alma faizi yükseltilerek faiz koridoru daraltılmış ve bankacılık sisteminin likidite ihtiyacını azaltmaya yönelik olarak Türk lirası zorunlu karşılıklarda bazı düzenlemeler yapılmıştır. Ayrıca, döviz piyasasındaki dalgalanmaları sınırlamak amacıyla bir dizi likidite tedbiri alınmıştır. Küresel ekonomiye dair giderek artan sorunların yurt içi iktisadi faaliyet üzerinde durgunluğa yol açma riskini azaltmak için de politika faizinde ölçülü bir indirime gidilmiştir (Grafik 8) (Merkez Bankası Basın Duyuruları, 27 Aralık 2011).

Şekil 12.TCMB Faiz oranları ve TL zorunlu karşılık oranları



Türk lirasında Ağustos ayından itibaren küresel risk iştahının bozulmasıyla ortaya çıkan aşırı değer kaybı ve yılın son çeyreğinde fiyatı yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki ayarlamalar nedeniyle, kısa vadede enflasyondaki yükselişin öngörülenden daha hızlı olacağı anlaşılmıştır. Bu durumun orta vadeli enflasyon beklentilerini ve görünümünü etkilemesini engellemek amacıyla merkez bankası, Ekim ayında borç verme faizlerini önemli ölçüde artırarak faiz koridorunu yukarı doğru genişletmiştir. Bu çerçevede, merkez bankası piyasaya yapılan fonlamayı ayarlayarak para piyasasındaki gecelik faiz oranlarının politika faizinden daha yüksekte oluşmasına izin vermiştir. Diğer taraftan, gecelik faiz oranlarındaki artışın likidite koşullarında arzu edilmeyen bir sıkışmaya yol açmaması için de zorunlu karşılık oranları bir miktar düşürülmüştür. (Grafik 9). (Merkez Bankası Basın Duyuruları, 27 Aralık 2011)

Şekil 13. Kur oynaklığı ve gecelik faiz oranları



Merkez bankası'nın Ağustos 2011'den itibaren aldığı önlemler, Avrupa ekonomisindeki belirsizliklerin hızla yükselmesine paralel olarak ortaya çıkan dalgalanmaların ekonomi üzerindeki olumsuz yansımalarının azaltılmasında etkili olmuştur. Döviz piyasasına yönelik düzenlemeler ve faiz koridoruna ilişkin Ağustos ve Ekim aylarında alınan politika kararları çerçevesinde döviz kurlarındaki oynaklığın diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla daha sınırlı kaldığı gözlenmiştir (Grafik 10). Ayrıca, Ekim ayında alınan kararlar faiz koridorunun yukarı doğru genişletilmesi ve likidite koşullarının sıkılaştırılması gecelik piyasada oluşan faizleri önemli ölçüde artırmıştır (Grafik 10) (Merkez Bankası Basın Duyuruları, 27 Aralık 2011).

Merkez bankasının yapmış olduğu açıklamalar fiyat istikrarına odaklanmanın yanında finansal istikrara da ilerleyen dönemlerde önem verileceği yönündedir. 2011 yılında ekonominin tamamını doğrudan etkileyecek olan finansal riskleri azaltmak adına uygulanan politikalardan olumlu sonuçlar alınmış olup, fiyat ve finansal istikrarda denge noktaları

oluşmaya başlamıştır. Merkez bankası gerçekleşen ve beklenen enflasyon değerlerini kontrol altına alabilmek için Ekim 2011 tarihinden itibaren parasal sıkıştırmaya giderek riskleri minimize etmeye çalışmıştır. Önlemlerin hızlı bir şekilde alınmasına karşı döviz fiyatları üzerindeki hareketlilikte zaman zaman bu durumu etkilemektedir. Merkez bankası yılsonu döviz likiditesini de göz önünde bulundurarak alım-satım ihalelerinden olabildiğince uzak hareket etmeye çalışmıştır. Uluslararası piyasalardaki belirsizlikler ve risk algısının her geçen gün yükselmesi, merkez bankasının para politikalarında daha esnek bir yapıda olması gerektiğini göstermektedir. Son zamanlarda sıklıkla üstünde durulan faiz koridoru ile nakit akışlarındaki büyük miktarlardaki dalgalanmaların önüne geçilmeye çalışılmaktadır. Küresel ekonomilerdeki belirsizlik devam ettiği müddetçe faiz koridoru metodunun uygulanması gerektiğini görmekteyiz. Faiz koridoru sayesinde hem yatırımcı hem de hane halkı kararları belirli bir esneklik katsayısı ile gerçekleştiğinden, piyasalardaki gelişmelere stabil bir cevap vermektense, daha esnek ve hızla uyum sağlanabilecek kararlar verilmektedir. Tabi ki, munzam karşılık ve repo ihaleleri gibi metotlarda uygulanmaya devam etmiştir.

Merkez bankası, 2012 yılında da enflasyon hedeflemesinin yanı sıra dalgalı döviz kuru rejimi uygulamasına devam edecektir. Uygulanmakta olan bu kur rejiminde döviz kuru bir politika aracı olarak kullanılmamakta, merkez bankasının nominal ya da reel herhangi bir kur hedefi bulunmamaktadır. 2002 yılından itibaren ilan edilmekte olan yıllık para ve kur politikaları duyurularında belirtildiği üzere, dalgalı kur rejiminde döviz kurları piyasadaki arz ve talep koşulları tarafından belirlenmektedir. Döviz arz ve talebini belirleyen esas unsurlar ise uygulanan para ve maliye politikaları, ekonomik temeller, uluslararası gelişmeler ve beklentilerdir. Diğer taraftan, dalgalı kur rejimi uyguluyor olsalar da ülkemiz gibi gelişmekte olan ekonomilerde güçlü döviz rezerv pozisyonuna sahip olmak karşılaşılabilecek iç ve dış şokların olumsuz etkilerinin giderilmesine ve ülkeye duyulan güvenin artırılmasına büyük katkı sağlamaktadır. Bu nedenle, döviz arzının döviz talebine kıyasla arttığı dönemlerde merkez bankası rezerv biriktirme amaçlı döviz alım ihaleleri gerçekleştirmektedir. Merkez bankası döviz alımlarını, döviz piyasasındaki arz ve talep koşullarını mümkün olduğunca az etkilemeye özen göstererek, kuralları önceden açıklanmış şeffaf ihaleler aracılığıyla gerçekleştirmiştir. İhalelerin esas olarak açıklanan program çerçevesinde yürütülmesi hedeflense de, döviz arzına ilişkin öngörülerin dışında önemli gelişmeler olması durumunda önceden duyurularak ihale programlarında değişiklikler yapılabilmektedir. Merkez bankası 2011 yılında Döviz alım ihaleleri ile piyasadaki 6,5 milyar ABD doları alırken, döviz satım

ihaleleri ile piyasaya 10,1 milyar ABD doları likidite sağlamıştır (Merkez Bankası Basın Duyuruları, 27 Aralık 2011).

Tablo 8.Merkez Bankasınca Alım-Satım Yapılan Döviz Tutarları  
(2002-2011, Milyon Dolar, ABD)

Yıl	Döviz Alım İhaleleri	Döviz Satım İhaleleri	Döviz Alım Müdahaleleri	Döviz Satım Müdahaleleri	Toplam Net Döviz Alımları
2002	795	-	16	12	799
2003	5.652	-	4.229	-	9.881
2004	4.104	-	1.283	9	5.378
2005	7.442	-	14.565	-	22.007
2006	4.296	1.000	5.441	2.105	6.632
2007	9.906	-	-	-	9.906
2008	7.584	100	-	-	7.484
2009	4.314	900	-	-	3.414
2010	14.865	-	-	-	14.865
2011*	6.450	10.110	-	525**	-4.185
<b>Toplam</b>	<b>65.409</b>	<b>12.110</b>	<b>25.534</b>	<b>2.651</b>	<b>76.182</b>

\* 26 Aralık 2011 itibarıyla.

Kaynak: TCMB

Küresel krizin reel sektör üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla ihracat reeskont kredileri uygulamasına yönelik olarak yeni düzenlemeler yapılmış ve kredi limiti 2,5 milyar ABD doları Eximbank'a tahsis edilmek üzere, 3 milyar ABD dolarına yükseltilmiştir. Reeskont kredileri Türk Lirası kullanılması ve geri dönüşlerinin döviz cinsinden yapılması nedeniyle merkez bankasının döviz rezervlerini desteklemektedir. 2011 yılının ilk 8 ayında yaklaşık 1,5 milyar ABD Dolarına ulaşan ihracat kredisi kullanımları yılın son 4 ayında hızlanarak 2011 yılı geneli için toplam yaklaşık 3 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. 2012 yılının ilk dört ayında döviz olarak Bankamıza geri ödenecek kredi tutarı 1,5 milyar ABD Doları olup, kredi kullanımının 2012 yılında da aynı hızla devam etmesi halinde 120 günlük süre içinde geri ödemesi gerçekleşen reeskont kredisi kullanımları bu özellikleri ile 2012 yılında yaklaşık 4,5 milyar ABD dolarına kadar bir rezerv artışı sağlayabilecektir. Kredilerin bu niteliği ve artan kullanım talebi dikkate alındığında söz konusu kredilerin mevcut limitinin 2012 yılının ilk üç aylık döneminde 4 milyar ABD Doları Eximbank aracılığı ile olmak üzere

4,5 milyar ABD dolarına çıkarılması söz konusu olabilecektir. Merkez bankası geçmişte olduğu gibi 2012 yılında da döviz piyasasının sağlıklı çalışması ve döviz likiditesinin desteklenmesi amacıyla, döviz arz ve talep gelişmelerini yakından takip ederek gerekli önlemleri imkanları ölçüsünde ve basiretli bir şekilde alacaktır. 2012 yılında da merkez bankası 4 Ağustos 2011 tarihinde gerçekleştirilen Para Politikası Kurulunda alınan kararlar çerçevesinde küresel risk iştahına yön veren gelişmeleri yakından izlemeye ve gerek duyulması halinde uygun görülecek araç ve yöntemlerle piyasaya döviz likiditesi sağlamaya devam edecektir. Bu çerçevede; gerekli görülen günlerde döviz satım ihaleleri düzenlenmesine devam edilecektir. Gerekli görülen günlerde açılacak döviz satım ihalelerinde o gün için açıklanan azami satış miktarı yüksek belirlenmeye devam edilecek, ancak istisnai durumlar haricinde satış miktarı sınırlı düzeyde tutulacaktır. Ayrıca küresel kredi piyasalarında derinleşebilecek sorunların Türk bankacılık sisteminin döviz likiditesi üzerinde doğurabileceği olumsuz etkileri hafifletmek amacıyla döviz depo piyasasında kendilerine tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde merkez bankasından alabilecekleri döviz depolarının vadesi kademeli olarak 3 aya kadar artırılabilir. Uluslararası piyasalardaki gelişmelere bağlı olarak likidite koşullarının değişmesi ve gelişmekte olan ülkelere yönelen sermaye akımlarında bir hızlanma olması halinde ise merkez bankası uzun vadeli rezerv biriktirme politikası çerçevesinde döviz rezervlerini güçlendirmek amacıyla döviz piyasalarında tekrar alıcı konuma geçebilecektir. Alımlar yine piyasa koşullarını mümkün olduğunca az etkileyecek biçimde ve kuralları önceden açıklanmış ihaleler yoluyla gerçekleştirilecektir. Merkez bankasının temel para politikası aracı bir hafta vadeli repo ihale faiz oranıdır. Dolayısıyla, Kurul, para politikası duruşunu asıl olarak bir hafta vadeli repo ihale oranının düzeyini belirleyerek tespit etmektedir. Ancak, para politikasının etkinliğini ve esnekliğini artırabilmek amacıyla zorunlu karşılık uygulamaları, faiz koridoru ve buna bağlı olarak takip edilen likidite yönetimi stratejisi, merkez bankası tarafından aktif olarak kullanılacak destekleyici araçlar olarak ön plana çıkmaktadır. Nitekim merkez bankası, 2010 yılının son çeyreğinden bu yana zorunlu karşılıklara ilişkin düzenlemeleri ve likidite yönetimi operasyonel çerçevesini para politikasının destekleyici araçları olarak etkin bir şekilde kullanmaktadır. Kullanılacak likidite yönetimi araçlarının çeşitleri ve vadeleri piyasadaki likidite düzeyi ve ekonomik konjonktür dikkate alınarak belirlenmektedir. Piyasadaki likidite fazlası ya da açığı makul düzeylerde olduğu sürece, likidite yönetiminin gecelik ve bir hafta vadeli açık piyasa işlemleri ile yürütülmesi yeterli olmaktadır. Ancak, likidite fazlasının ya da açığının aşırı düzeylere ulaşması, para politikasının, kurul tarafından belirlenen politika faiz oranının ima ettiği kadar gevşek ya da daha sıkı olmasına yol açabilmektedir. Likidite



fazlası aşırı düzeylere ulaştığında, bankacılık sistemi kredi koşullarını gevşeterek kredilerin çok hızlı artmasına neden olabilmekte, likidite açığı aşırı düzeylere ulaştığında ise bu defa söz konusu açığın fonlanmasının kısa vadede yoğunlaşması nedeniyle bankacılık sistemi aşırı temkinli davranabilmekte, kredi koşulları sıkılaşmakta, para politikasının etkinliği azalmaktadır. Dolayısıyla, kullanılan araçların ve bu araçların vadelerinin likidite düzeyine bağlı olarak çeşitlendirilmesi likidite yönetiminin etkinliğini artırmaktadır (Merkez Bankası Basın Duyuruları, 27 Aralık 2011).

Tablo 9.Likiditedeki değişim ve TCMB fonlaması (Milyar TL)

	31.12.10	23.12.11	Değişim
<b>Piyasadaki Likidite Açığı</b>	<b>10.9</b>	<b>40.6</b>	<b>29.6</b>
1 Haftalık Repo İhaleleri İle Fonlama	12.0	26.0	14.0
Gecelik Vadede API, BPP ve İMKB'de Fonlama	0.0	15.0	15.0
Gecelik Vadede BPP ve İMKB'de Çekilen	-1.1	-0.5	0.6

Kaynak:TCMB

Geçici verilere göre, 2011 yılında piyasadaki likiditeyi etkileyen temel kalemler Tablo 10'da yer almaktadır.

Tablo 10.Likiditeyi etkileyen Kalemler (Milyar TL)

	31.12.10	23.12.11	Etki
<b>Para Tabanı</b>	<b>75.7</b>	<b>89.9</b>	<b>-14.2</b>
Emisyon Hacmi	48.9	55.5	-6.5
Serbest Mevduat	26.8	34.4	-7.6
<b>Likiditeyi Etkileyen TCMB İşlemleri</b>			<b>-3.2</b>
Piyasaya TL Karşılığı Net Döviz Satımı			-8.4
TCMB Faiz Tahsilatları ve Diğer Ödemeler			-2.2
TCMB DİBS Alımları			2.3
İhracat Reeskont Kredileri			5.1
<b>Kamu İşlemleri (TCMB'ye İtfalar Hariç)</b>			<b>-12.3</b>
Net TL Cinsi DİBS İtfası (İtfa-İhraç)			13.2
Faiz Dışı Fazla			-24.0
TL Cinsi Özelleştirme ve Diğer İşlemler			-1.4

Kaynak:TCMB

2011 yılı ilk yarısında hem fiyat istikrarına hem de finansal istikrara ilişkin risklerin azaltılması amacıyla zorunlu karşılık oranları önemli ölçüde artırılarak, bankacılık sisteminden yaklaşık 40 milyar Türk Lirası likidite çekilmiştir. Bazı Avrupa ülkelerindeki kamu borcu sorununa ve küresel büyümeye ilişkin endişelerin giderek güçlenmesi üzerine 4 Ağustos 2011 tarihinde merkez bankası küresel ekonomiye dair giderek artan sorunların yurt içi iktisadi faaliyet üzerinde durgunluğa yol açma riskini azaltmak amacıyla politika faizini 50 baz puan indirmiş, kısa vadeli faizlerde oluşabilecek aşağı yönlü oynaklığı azaltmak amacıyla, gecelik borçlanma faizini 350 baz puan artırarak faiz koridorunu daraltmıştır. Ayrıca, Türk Lirası piyasalarındaki likidite yönetiminin etkinliğini artırmak ve merkez bankasınca sağlanan likiditenin sistem içinde daha dengeli dağılmasına katkıda bulunmak amacıyla her bir kuruluşun ihalelere verebileceği toplam teklif tutarı, ilan edilen ihale tutarının en fazla yüzde 20'si ile sınırlandırılmıştır. Türk Lirasında gözlenen aşırı değer kaybı, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki baz etkisi ve fiyatı yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki ayarlamalar nedeniyle, orta vadeli enflasyon beklentilerinin ve görünümünün olumsuz yönde etkilenmesinin önüne geçmek amacıyla 20 Ekim tarihli Para Politikaları Kararları toplantısında borç verme faizi

yüzde 9,00 seviyesinden yüzde 12,50 seviyesine artırılarak faiz koridoru yukarı yönde genişletilmiştir. Bu doğrultuda istenilen amaca ulaşılabilmesi için haftalık repo faiz oranından yapılan bir hafta vadeli açık piyasa işlemleri fonlama miktarı düşürülerek bankaların fon ihtiyaçlarını genişletilmiş bant içinde daha yüksek maliyetli kaynaklardan karşılamaları sağlanmıştır. Küresel ekonomiye dair belirsizliklerin artması üzerine merkez bankası, gerek bankacılık sisteminin Türk Lirası likidite ihtiyacının daha kalıcı bir yöntemle ve daha düşük bir maliyetle karşılanması, gerekse döviz rezervlerinin desteklenerek zamanında, kontrollü ve etkili bir şekilde kullanılması amaçlarıyla Türk Lirası yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların belirli bir oranının ABD Doları ve/veya Euro cinsinden tesis edilmesine imkan tanımıştır. Merkez bankası, söz konusu oranı Eylül 2011’de en fazla yüzde 10 olarak belirlemiş, Ekim ve Kasım aylarında sırasıyla yüzde 20 ve yüzde 40’a yükseltmiştir. Ayrıca, Ekim ve Kasım aylarında Türk Lirası zorunlu karşılık oranlarını azaltarak bankacılık sistemine kalıcı olarak Türk Lirası likidite sağlamıştır. Bunlara ek olarak, merkez bankası, altın rezervlerini güçlendirmek ve bankalara likidite yönetimlerinde daha fazla esneklik sağlamak amacıyla, Türk Lirası yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların yüzde 10’una kadar olan kısmının da “standart altın” cinsinden tutulabilmesine imkân sağlamıştır. Ağustos ayından itibaren Türk Lirası zorunlu karşılık oranlarında yapılan indirimlerle bankacılık sistemine yaklaşık 14 Milyar TL kalıcı likidite sağlanırken, Türk Lirası yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların ABD Doları, Euro ve altın cinsinden tutulabilmesi imkânının bankalarca çok büyük ölçüde kullanılması ile bankacılık sisteminin likidite ihtiyacı 23 Aralık 2011 itibarıyla yaklaşık 24 milyar TL azalmıştır. Piyasadaki net likidite açığı 2010 yılı sonunda 10,9 milyar TL düzeyinde oluşmuş, merkez bankası, piyasaya bir hafta vadeli repo ihaleleri ile 12 milyar TL fonlama yapmış, oluşan 1,1 milyar TL’lik likidite fazlasını gün sonunda gecelik işlemlerle çekmiştir. 23 Aralık 2011 tarihi itibarıyla ise merkez bankası, bir hafta vadeli repo işlemleri ile 26 milyar TL, gecelik vadeli piyasa yapıcılığı repo imkânı ve İMKB’de yapılan repo işlemleri ile 15,0 milyar TL olmak üzere, toplam 41,0 milyar TL fonlama yapmıştır. Gün sonunda ise gecelik vadeli Bankalararası Para Piyasası işlemleri ile 0,5 milyar TL çekmiştir (Tablo 10). Buna göre, 3 Ocak – 23 Aralık 2011 döneminde, para tabanı artışı 14,2 milyar TL, merkez bankasının işlemleri 3,2 milyar TL, Hazine işlemleri 12,3 milyar TL likiditeyi azaltıcı etki yapmıştır. 2012 yılında piyasadaki likidite koşullarını etkileyecek en önemli faktörler; para tabanı değişimi, Hazine’nin TL cinsi Devlet İç Borçlanma Senedi itfa-ihraç farkı ve merkez bankasının piyasa ile gerçekleştireceği TL karşılığı döviz alış/satış işlemlerinin miktarı olacaktır. Küresel piyasaların görünümünün ve risk iştahının çok hızlı değişebilmesi

ülkemin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımlarının büyük ölçüde dalgalanmasına neden olabilmektedir. Bu nedenle merkez bankasının piyasa ile gerçekleştireceği TL karşılığı döviz alış/satış işlemlerinin miktarına ilişkin belirsizlikler, 2012 yılı likidite koşullarına ilişkin net bir öngörüde bulunmayı zorlaştırmaktadır. Merkez bankasının 2012 yılı boyunca düzenli döviz alım/satım ihalesi yapmaması halinde piyasadaki likidite açığının yönetilebilir düzeylerde seyretmeye devam etmesi öngörülmektedir (Merkez Bankası Basın Duyuruları, 27 Aralık 2011).

### 3.3.11. 2012 Yılı Para Politikaları

Yaşanan küresel krizler sonrasında risk algısının değişmesi merkez bankalarını farklı politika arayışlarına itmiştir. 2006 yılından beri aktif olarak kullanılan enflasyon hedeflemesinin yanında fiyat istikrarını da işin içine dahil ederek para politikaları üzerinde revizyona gitmiş ve 2010 yılı ile birlikte oluşturduğu yeni politikaları kullanmaya başlamıştır.

Tablo 11.Para Politikası Çerçevesi

	Eski Yaklaşım	Yeni Yaklaşım
Amaçlar	*Fiyat İstikrarı	*Fiyat İstikrarı *Finansal İstikrar
Araçlar	*Politika Faizi	*Yapısal Araçlar *Konjonktürel Araçlar (Politika Faizi,Likidite Yönetimi,Faiz Koridoru)

Kaynak:TCMB

Tablo 11 TCMB'nin eski ve yeni politika çerçevesindeki amaçlarını ve araçlarını göstermektedir. Mevcut çerçeve 2006 yılından itibaren uygulanan standart enflasyon hedeflemesi rejimine kıyasla amaçlar ve araçlar bağlamında önemli ölçüde geliştirilmiştir. Yeni oluşturulan rejimde fiyat istikrarı ana amacı korunmakta olup, bu amaçla uyumlu olarak para politikası uygulanırken finansal istikrara ilişkin riskler de dikkate alınmaktadır. Finansal

istikrarın gözetilmeye başlanması para politikasının hem yapısal hem de konjonktürel olarak birden fazla aracı kullanmasını gerektirmektedir (Tablo 11). Mevcut politika çerçevesinin daha iyi anlaşılması açısından, TCMB'nin finansal istikrara makro perspektiften bakışının yakından incelenmesi faydalı olacaktır (Merkez Bankası Basın Duyuruları, 25 Aralık 2012).

Ülke içerisinde finansal istikrarı göz önünde bulundurmak zorunda olan merkez bankası görevi gereği küresel riskleri de yakından takip ederek öngörmek zorundadır. Yaşanan küresel krizler sonrasında merkez bankaları tarafından uygulanmaya başlanan bu yaklaşım riskleri önceden örgörmeye çalışan bir merkez bankası profili yaratarak kamuoyu üzerinde ve piyasalar üzerinde de güven ve istikrar ortamı yaratmaya başlamıştır. Ülke içi finansal risklerin birçok sebebi olabilir. Ancak ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelerdeki yaşanan krizlerin en büyük sebebi küresel çalkantılardan etkilenmesidir. Birçok ana faaliyet sektöründe dışa bağımlı olduğumuzu düşünürsek ithalat ve ihracat üzerine faaliyet gösteren ülke içindeki firmaların yaşanan bir küresel kriz ya da çalkantıda döviz pozisyonlarını belirlemek için yavaş hareket etmeleri bile piyasaları olumsuz olarak etkilemektedir.

Finansal risklerin birçok sebebi olmasına rağmen, yakın tarihte ortaya çıkan küreselleşme ile birlikte, Türkiye gibi dışa açık ekonomilerde makroekonomik ve finansal istikrara dair risklerin daha çok küresel gelişmelerden kaynaklandığı görülmektedir. Özellikle son yıllarda kırılğan küresel iktisadi görünüme bağlı olarak süregelen genişleyici para politikaları, risk algılamalarındaki ani değişimler ve aşırı oynak sermaye akımları makro finansal riskleri besleyen temel unsurlardır. Böyle bir konjonktürde ekonominin risk iştahındaki ve dolayısıyla sermaye hareketlerindeki ani değişimlere karşı dayanıklılığın artırılması önem taşımaktadır. Nitekim, geçtiğimiz iki yılda TCMB'nin makroekonomik ve finansal istikrar vurgusunda, temelde sermaye akımlarındaki oynaklığın yurt içi piyasalar üzerindeki olumsuz etkilerinin azaltılması öne çıkmıştır. Sermaye akımlarındaki hareketler ve küresel likidite çevrimleri ülkemizde yansımalarını esas olarak krediler ve döviz kurundaki dalgalanmalar şeklinde göstermektedir. Türkiye gibi yükselen ekonomilerde yerli para biriminin hızlı değerlenmesinden olumlu etkilenen firma bilançoları, bankaları aşırı hızlı kredi büyümesine yönlendirebilmektedir. Dolayısıyla yeni politika çerçevesinde krediler ve döviz kuru gibi değişkenlere ayrı bir önem atfedilmektedir. Gerek hızlı kredi büyümesi gerekse döviz kurunda gözlenen aşırı değerlenme, ekonomide kaynak dağılımını bozmakta ve iç talebin toplam gelirden daha hızlı büyümesine yol açarak makroekonomik istikrarı olumsuz etkilemektedir. Hızlı kredi büyümesi aynı zamanda iktisadi yazında finansal krizleri öncüleyen önemli değişkenlerden biri olarak ön plana çıkmaktadır. Döviz kurundaki aşırı

değerlenme ise dışa açık bir ekonomide başta bilanço kanalı olmak üzere birçok kanaldan sistemik riski artırarak makroekonomik ve finansal istikrarı bozucu etki yapabilmektedir. Öte yandan, kredilerdeki ani bir daralma veya yerli paradaki aşırı değer kaybı da makroekonomik ve finansal istikrar açısından arzu edilmeyen durumlardır. Dolayısıyla sermaye akımlarındaki oynaklığın etkilerinin yumuşatılması için kredilerin makul oranlarda büyümesi ve döviz kurundaki gelişmelerin iktisadi temellerle uyumlu olması önem taşımaktadır. TCMB' nin son iki yıldır geliştirdiği politika çerçevesinin bu perspektiften değerlendirilmesi gerekmektedir. Özetle TCMB, 2010 yılının sonlarından itibaren finansal istikrarı da gözetken farklı bir politika tasarımına giderek araç kümesini çeşitlendirmiştir. Bu doğrultuda TCMB, fiyat istikrarından ödün vermeden finansal istikrarı da desteklemek amacıyla son iki yılda faiz koridoru ve Rezerv Opsiyonu Mekanizması gibi yeni araçlar geliştirmiştir (Merkez Bankası Basın Duyuruları, 25 Aralık 2012).

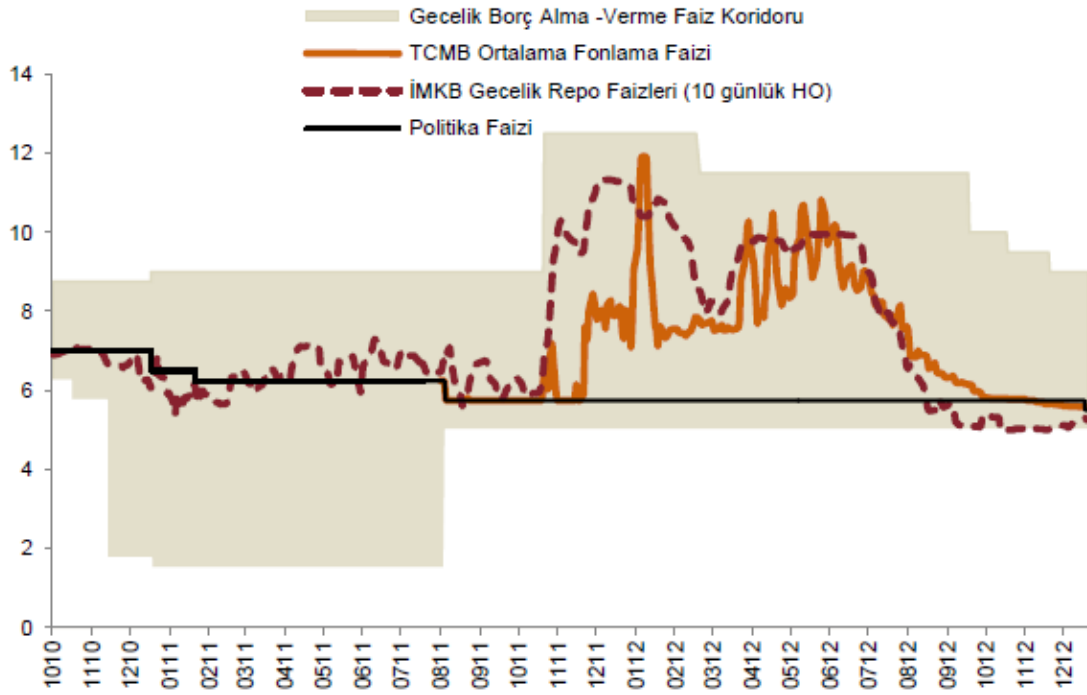
Faiz koridoru kavramını ayrıntılı bir şekilde açıklayacak olursak, açıklanan politika faizleri ile uygulamaya koyulan gecelik borç alma-verme faiz oranları arasında oluşturulan aralık olarak tanımlanabilir. Piyasa faizlerini ve piyasanın likiditesini etkilemek için çeşitli metotlar kullanılmaktadır. Bu şekilde ağırlıklı olarak bankalar aracılığıyla piyasadan fon fazlası toplanmakta ya da bankalara kaynak sağlanarak piyasalara nakit sübvansede edilmektedir. Böylelikle gecelik borç alma ve borç verme faiz oranı arasındaki oluşan makas açıklığı piyasalar üzerinde bir etki yaratmaktadır ve bu açıklığa teknik olarak faiz koridoru ismi verilerek, merkez bankasının faiz koridorunu daraltması ya da genişletmesinden piyasalar pozisyon almaktadır.

Geleneksel enflasyon hedeflemesi uygulayan birçok merkez bankası faiz koridorunu kullanmaktadır. Ancak, geleneksel yapıda faiz koridoru genelde kendi başına bir araç olmaktan ziyade piyasa faizlerinin politika faizinden belirgin şekilde sapmasını engellemek amacıyla kullanılmaktadır. Bu doğrultuda faiz koridoru politika faizi etrafında simetrik ve dar bir bant olarak tanımlanmakta, diğer bir ifadeyle pasif bir rol üstlenmektedir. Öte yandan, TCMB' nin mevcut sisteminde faiz koridoru aktif bir araç olarak kullanılmaktadır. Şöyle ki, TCMB gerekli gördüğünde faiz koridorunun genişliğini ayarlayabilmekte, bunu yaparken de koridoru politika faizi etrafında asimetrik bir şekilde oluşturabilmektedir. Tasarlanan bu yapıda faiz koridoru, hem kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklığa karşı daha hızlı ve esnek tepki verilebilmesini sağlamakta, hem de gerektiğinde kredi büyümesi üzerinde etkili bir araç olarak kullanılabilir (Merkez Bankası Basın Duyuruları, 25 Aralık 2012).

Rezerv opsiyonu mekanizmasında ise sermaye hareketlerinin yaratmış olduğu enerjinin finansal istikrarsızlık üzerindeki etkiyi azaltması beklenmektedir. Burdaki sermaye hareketliliğinden anlatılmak istenen bankaların bulundurmuş olduğu yabancı para rezervleri olarak özetlenebilir. Bankaların yabancı paralara yapmış oldukları yatırımlar mevduat munzam karşılığı politikası gereği merkez bankasında da tutulmaya başlanmıştır. Böylelikle döviz rezervinin dış finansman koşullarına göre ayarlanması ve sermaye akışlarının döviz kurları ile dövize endekli krediler üzerindeki etkisinin azaltılması hedeflenmektedir. Ülkemizde son yıllarda hane halkı yatırımcısının haricindeki yatırımcılarında altın gibi kıymetli madenler üzerine yatırımlarını kaydırması sonucunda bankaların altın bankacılığı ürünleri geliştirdiği merkez bankasının altını mevduat munzam olarak kullanmasına sebep olmuştur.

TCMB, Rezerv Opsiyon Mekanizması'nı temelde "otomatik dengeleyici" olarak (bankaların rezerv opsiyonu kullanım oranlarını dış şoklar karşısında içsel olarak ayarlayacağı şekilde) kullanmak üzere tasarlamıştır. Bu çerçevenin her bankaya kendi kısıtları doğrultusunda en uygun tercihi yapabilme olanağı tanınması, Rezerv Opsiyon Mekanizması'nı döviz likiditesi yönetiminde kullanılan diğer araçlara kıyasla ekonomik açıdan daha etkin kılmaktadır. Bununla birlikte, gerekli görüldüğünde sistemin parametreleri iç ve dış finansman koşullarındaki kalıcı değişimlere uyum sağlamak için konjonktürel bir araç olarak da kullanılacaktır. TCMB, 2010 yılında kredilerin hızlı büyüme eğilimine girmesi, Türk Lirasının aşırı değer kazanması ve cari dengenin bozulma eğilimine girmesi üzerine 2010 yılının sonlarından itibaren makro finansal risklerin azaltılması konusuna odaklanmıştır. Cari dengedeki bozulmayı kontrol altına almak ve ekonomiyi daha sağlıklı bir büyüme kompozisyonuna kavuşturmak için kredi büyümesinin yavaşlatılması ve Türk Lirasının iktisadi temellerle daha uyumlu hale getirilmesi amaçlanmıştır. Kredilerin yavaşlatılması konusunda diğer otoritelerle eş güdüm halinde zorunlu karşılık oranları, likidite politikası, aktif risk ağırlıkları, genel provizyonlar ve kredi/değer oranı gibi politika araçları kullanılmıştır. Türk Lirasındaki aşırı değerlenmenin giderilmesi için ise politika faiz oranları düşürülmüş ve faiz koridoru aşağı yönlü genişletilerek kısa vadeli piyasa faizlerinin oynak seyretmesine izin verilmiştir (Grafik 11) (Merkez Bankası Basın Duyuruları, 25 Aralık 2012).

Şekil 14.Para Politikası Araçlarının Seyri (Yüzde)



Kaynak: İMKB,TCMB

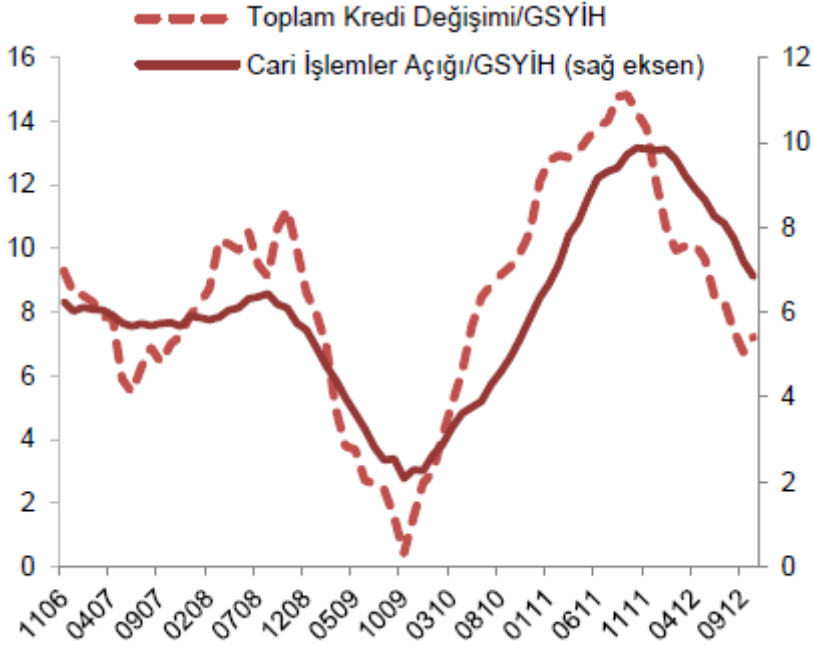
Uygulanan politikalar sonucu öncelikle döviz kurundaki aşırı değerlenme baskısı giderilmiş, ardından da kredi büyümesi makul oranlara indirilmiştir. Kredi büyümesinin ekonomik etkilerini iyi bir şekilde özetleyen bir gösterge olan net kredi kullanım oranı (kredi stokundaki değişim/GSYİH) 2011 yılının ortalarından itibaren finansal istikrarla uyumlu düzeylere doğru gerilerken cari dengede istikrarlı bir iyileşme gözlenmiştir (Grafik 12). Her ne kadar 2011 yılının ikinci yarısında Euro Bölgesi borç sorununun derinleşmesi sonucu küresel risk iştahında gözlenen ani bozulma Türk Lirasındaki değer kaybının arzu edilmeyen boyutlara ulaşmasına neden olsa da, 2011 yılının son çeyreğinden itibaren uygulanan parasal sıkılaştırma ile döviz kurundaki aşırı değer kaybı giderilmiştir (Grafik 13). Bu noktada, Türkiye gibi yakınsama sürecindeki ülkelerde gerek Balassa-Samuelson etkisinden gerekse kalite artışından kaynaklanan nedenlerle, reel döviz kurunun (Grafik 13'teki örnek trend çizgileriyle gösterildiği gibi) zaman içinde bir miktar değerlenme eğiliminde olmasının normal karşılanması gerektiği vurgulanmalıdır (Merkez Bankası Basın Duyuruları, 25 Aralık 2012).

Samuelson-Balassa modelinde ticarete konu olmayan malların nispi fiyatları arz yönlü bir bakış açısıyla ortaya konulmaktadır. Ülkeler arasındaki ticarete konu olmayan malların nispi fiyatları sektörlerde kullanılan işgücünün marjinal fiziki verimliliği dikkate alınarak hesaplanmaktadır. Ancak, makalede ülkelerin ticarete konu olmayan sektörlerdeki emek



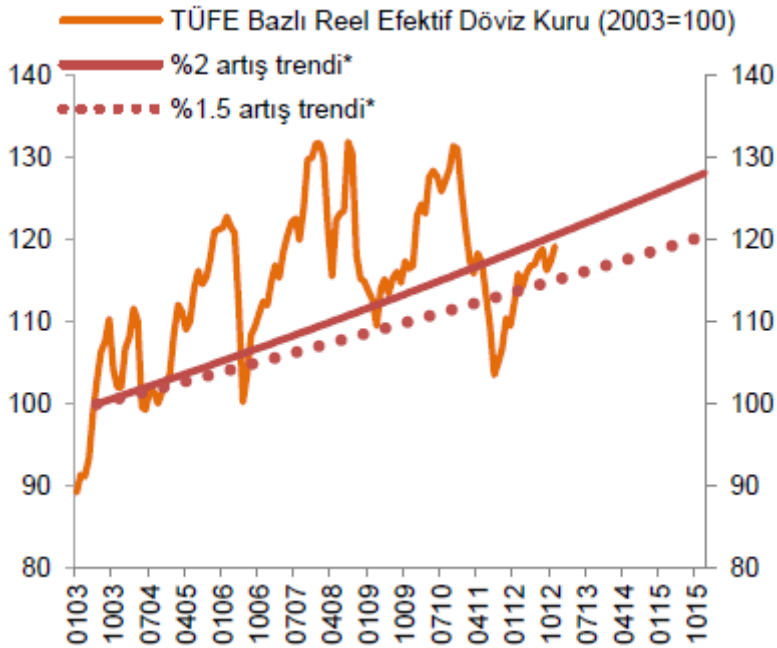
verimliliği ile ilgili veri toplamının zorluğu dikkate alındığında Samuelson-Balassa hipotezinin test edilebilmesi için verimliliğin marjinal olarak değil kişi başına ifade edilerek ortalama değerlere dönüştürülmesi gerekmektedir (Asea, 1994:2-27).

Şekil 15. Kredi Değişimi ve Cari İşlemler Açığı (GSYİH'ye Oran, Yüzde)



Kaynak: BDDK, TCMB

Şekil 16. Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi (2003 ortalaması=100)

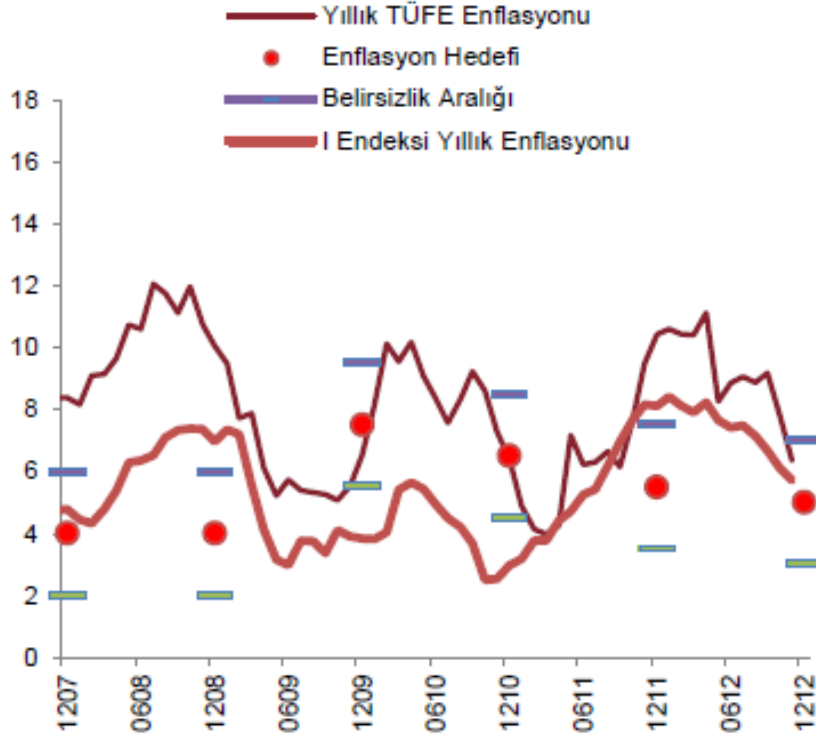


Kaynak: TCMB

2012 yılının başlarından itibaren küresel risk iştahı kademeli olarak iyileşme eğilimine girerken ekonomideki dengelenme süreci belirginleşmiştir. TCMB, fiyat istikrarı amacı doğrultusunda fiyatlama davranışlarına dair yukarı yönlü riskleri göz önüne alarak yılın ilk yarısında sıkı likidite politikasını sürdürmüştür. İkinci yarıda ise enflasyonun kontrol altına alınmasıyla para politikası aşamalı olarak daha destekleyici bir konuma getirilmiştir. Bu kapsamda, yıl ortasından itibaren piyasaya verilen likidite artırılarak kısa vadeli faizlerin koridorun alt sınırına yakın seyretmesi sağlanmıştır. Eylül ayından sonra ise gerek Avrupa Merkez Bankasının aldığı kararların küresel riskleri sınırlaması, gerekse Rezerv Opsiyonu Mekanizmasının daha etkili bir şekilde devreye girmesi faiz koridorunun üst sınırının kademeli olarak indirilmesine olanak tanımıştır.4 Aralık tarihinde ise TCMB, hızlanan sermaye akımlarının finansal istikrar üzerinde oluşturabileceği riskleri dengelemek amacıyla politika faizini sınırlı oranda indirirken zorunlu karşılıklara ilişkin ölçülü sıkılaştırıcı adımlar atmıştır. TCMB, makro finansal riskleri sınırlamaya odaklanırken fiyat istikrarı amacından ödün vermemiştir. 2011 yılında Türk Lirasında gözlenen değer kaybı ve emtia fiyatlarındaki artışlar enflasyonun çift haneli değerlere yükselmesine neden olsa da TCMB' nin uyguladığı sıkı parasal duruş ve etkin iletişim politikası sonucu enflasyon beklentileri bozulmamıştır (Grafik 14 ve 15).Maliyet yönlü etkilerin kademeli olarak ortadan kalkmaya başlamasıyla, enflasyon 2012 yılı boyunca istikrarlı düşüş eğilimi sergileyerek yakın dönemde hedefe yakın seviyelere gelmiştir. Özetle, son iki yıldır uygulanan para ve kredi politikaları ekonominin dengelenmesine önemli katkıda bulunarak finansal ve makroekonomik riskleri azaltmıştır. 2011 yılı yeni politika çerçevesinin şekillendiği bir dönem olurken, 2012 yılı uygulanan politikaların meyvesinin alındığı bir dönem olmuştur. Bu dönemde hem dengelenme süreci belirginleşmiş hem de enflasyonda istikrarlı bir düşüş gözlenmiştir. Üstelik bütün bunlar yaşanırken iktisadi faaliyet büyümeye devam etmiştir. 2013 yılında uygulanan politikalar ise elde edilen kazanımların korunarak daha da ileri götürülmesini amaçlayacaktır. İthalat fiyatlarının ve döviz kurunun oynaklığının düşük olduğu, küresel ekonomide ek bir bozulma olmadığı ve mali disiplinin korunduğu varsayımları altında 2013 yılının sonunda enflasyonun hedefe yakın gerçekleşmesi beklenmektedir. İktisadi faaliyet tarafında ise gerek 2012 yılının ortasından itibaren alınan destekleyici para politikası kararlarının, gerekse yurt dışı finansman koşullarındaki iyileşmenin katkısıyla önümüzdeki dönemde iç talebin istikrarlı bir artış eğilimi sergileyeceği tahmin edilmektedir. Bankamızca makro finansal riskleri de gözeterik uygulanan esnek para politikası ve otoritelerce alınan kredi maliyetlerini yükseltici tedbirlerin etkisiyle kredi büyümesi finansal istikrar açısından makul düzeyde seyretmektedir. Önümüzdeki dönemde sektörün yıllık kredi artış hızı ortalamasının yüzde 15'i aşmaması fiyat

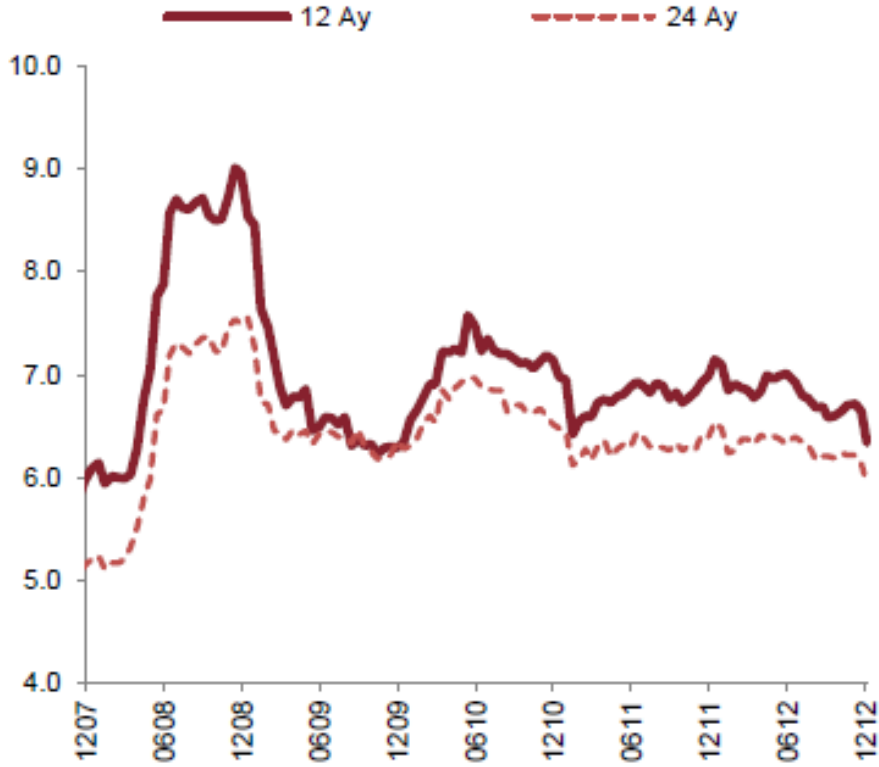
istikrarını ve finansal istikrarı destekleyecektir. Kredi artış oranının makul düzeylerde kaldığı bir ana senaryoda cari dengenin de sürdürülebilir bir seyir izlemesi beklenmektedir (Merkez Bankası Basın Duyuruları, 25 Aralık 2012).

Şekil 17. Enflasyon ve Hedefler (Yüzde)



Kaynak: TÜİK, TCMB.

Şekil 18. Enflasyon Beklentileri (Yüzde)

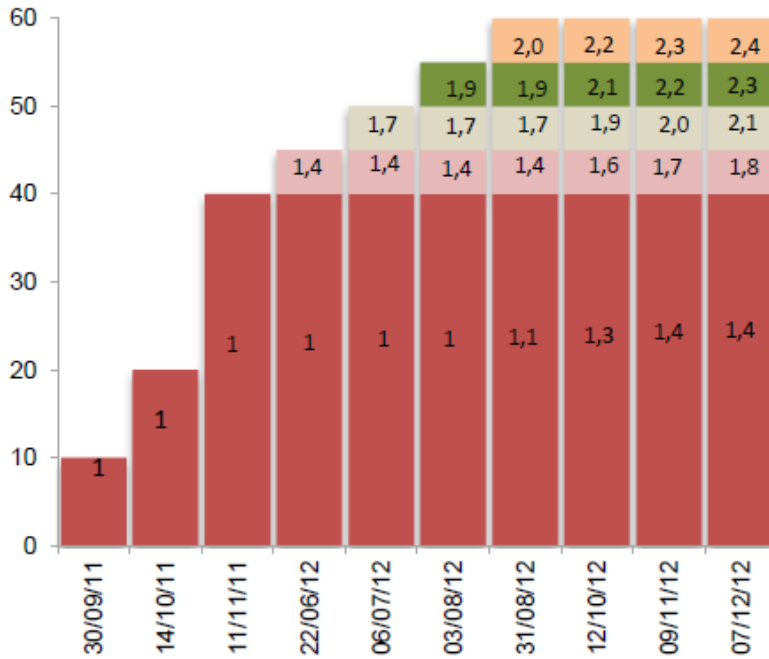


Kaynak: TCMB.

Bankacılık sisteminin döviz rezervlerinin desteklenerek zamanında, kontrollü ve etkili bir şekilde kullanılması, sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın makroekonomik ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerinin sınırlandırılması ile yastık altı altının ekonomiye kazandırılması amaçlarıyla; bir para politikası aracı olarak ROM kullanılmaya başlanmıştır. Rezerv Opsiyon Mekanizması bankaların Türk Lirası zorunlu karşılıklarının belirli bir yüzdesini döviz ve altın cinsinden tesis edebilmelerine imkân tanımaktadır. Birim Türk Lirası zorunlu karşılık başına tesis edilebilecek döviz veya altını belirleyen katsayılar ise Rezerv Opsiyonu Katsayısı (ROK) olarak tanımlanmıştır. Dolayısıyla gerek Rezerv Opsiyon Mekanizması çerçevesinde sağlanan imkânın gerekse ROK' un değiştirilmesi bankaların Türk Lirası zorunlu karşılık yükümlülüklerini hangi oranda döviz olarak tuttıklarını etkilediğinden Türk Lirası ve döviz likiditesi yönetimini doğrudan ilgilendirmektedir. ROM yeni bir uygulama olduğundan aşamalı bir inşa stratejisi benimsenmiştir. Türk Lirası zorunlu karşılıkların döviz olarak tesis edilebilmesine Eylül 2011'de, altın olarak tesis edilebilmesine

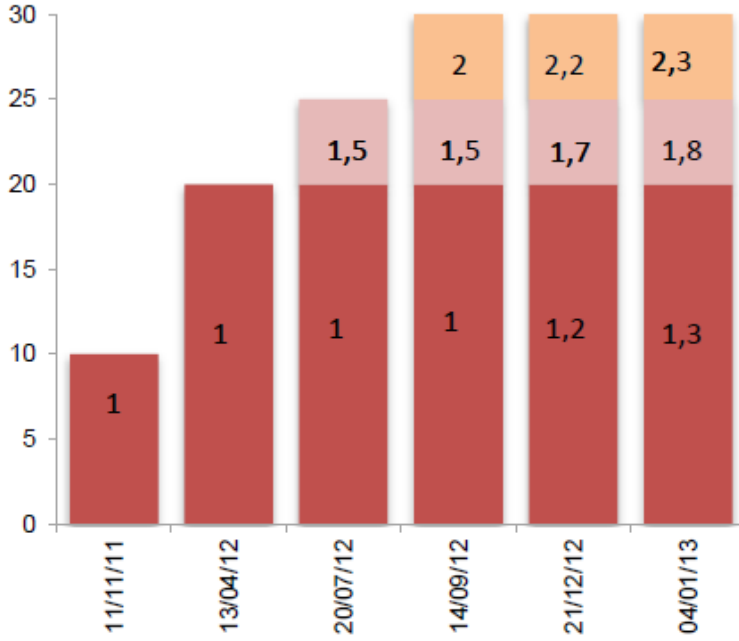
Ekim 2011’de imkân verilmiştir. Başlangıç aşamasında yüzde 10 olarak belirlenen söz konusu imkânlar, piyasa koşulları çerçevesinde kademeli olarak yükseltilmiş, son olarak Ağustos 2012’de döviz için yüzde 60, altın için yüzde 30 düzeyinde belirlenmiştir. Türk Lirası yükümlülükler için tutulması gereken zorunlu karşılıkların döviz olarak tesisine ilişkin Rezerv Opsiyonu Katsayısı muhtelif düzenlemeler ile ilk yüzde 40’lık ve izleyen yüzde 5’lik dilimler için 1,4 ve 2,4 oranında, altın olarak tutulabilmesine ilişkin Rezerv Opsiyonu Katsayısı ise ilk yüzde 20’lik ve izleyen yüzde 5’lik dilimler için 1,3 ve 2,3 oranında artan bir şekilde belirlenmiştir (Grafik 16 ve 17). Rezerv Opsiyonu Mekanizması ile bankalara Türk Lirası zorunlu karşılıkları daha düşük maliyetle tesis etme imkânı sağlanmakla birlikte, bankaların bu imkânı ne ölçüde kullanmayı tercih edecekleri yabancı para ve Türk Lirası kaynakların maliyetine göre değişebilmektedir. Mevcut durumda bankaların söz konusu imkânları yüksek seviyelerde ve istikrarlı bir şekilde kullandığı görülmektedir (Merkez Bankası Basın Duyuruları, 25 Aralık 2012).

Şekil 19. TL Zorunlu Karşılıkların Döviz Olarak Tesis Edilebilmesine İlişkin Rezerv Opsiyon Mekanizması Oranı



Kaynak: TCMB

Şekil 20. TL Zorunlu Karşılıkların Altın Olarak Tesis Edilebilmesine İlişkin Rezerv Opsiyon Mekanizması Oranı



Kaynak: TCMB.

Para Politikası Kurulu'nca belirlenen stratejiler çerçevesinde 5 Ağustos 2011 tarihinden itibaren döviz satım ihalelerine başlanmış, 18 Ekim ve 30 Aralık 2011 tarihlerinde döviz piyasasına iki defa satım yönünde müdahale edilmiştir. 5 Ağustos 2011 tarihinde döviz piyasasına likidite sağlamak amacıyla başlanan döviz satım ihalelerine 2012 yılının ilk ayında da devam edilmiştir

Bu çerçevede;

- 5 Ağustos 2011 tarihinde başlanan düzenli döviz satım ihalelerine 25 Ocak 2012 tarihinde son verilmiştir. Düzenli döviz satım ihaleleri ile 2012 yılında toplam 1,2 milyar ABD doları satılmıştır.
- 6 Ocak 2012 tarihinde gerek görülen günlerde gün içinde döviz satım ihaleleri açılabilceği kararlaştırılmış olup, gün içi ihalelerde satımı yapılacak tutar her bir ihalede 50 milyon ABD doları olarak belirlenmiş ve gelen tekliflerin ihale miktarına kadar olan kısmının tamamı karşılanmıştır.

- 24 Ocak 2012 tarihinde bir sonraki Para Politikası Kurulu toplantısına kadar olan dönemde gün içi ihalelerde günlük olarak satılabilecek en yüksek tutar toplam 500 milyon ABD doları olarak sınırlandırılmıştır.
- Gün içi ihaleler ile 6 Ocak 2012 tarihinde üç, 9 Ocak 2012 tarihinde ise iki ihale olmak üzere toplam 250 milyon ABD doları satıldıktan sonra 2012 yılsonuna kadar yeni bir gün içi ihale açılmamıştır.

Sonuç olarak TCMB 2012 yılında döviz satım ihaleleri ve doğrudan satım müdahaleleri ile piyasaya yaklaşık olarak toplam 2,5 milyar ABD doları likidite sağlamıştır (Tablo 11) (Merkez Bankası Basın Duyuruları, 25 Aralık 2012).

Tablo 12. TCMB Tarafından Alımı Satımı Yapılan Döviz Tutarları  
(2002-2012\* Milyon ABD Doları)

Yıl	İhaleler		Müdahaleler**		Toplam Net Döviz Alımları
	ALIM	SATIM	ALIM	SATIM	
2002	795	0	16	12	799
2003	5,652	0	4,229	0	9,881
2004	4,104	0	1,283	9	5,378
2005	7,442	0	14,565	0	22,007
2006	4,296	1,000	5,441	2,105	6,632
2007	9,906	0	0	0	9,906
2008	7,584	100	0	0	7,484
2009	4,314	900	0	0	3,414
2010	14,865	0	0	0	14,865
2011	6,450	11,210	0	2,390	-7,150
2012		1,450		1,006	-2,456
<b>Toplam</b>	<b>65,409</b>	<b>14,660</b>	<b>25,534</b>	<b>5,522</b>	<b>70,761</b>

\*21 Aralık 2012 itibariyle

\*Müdahalelerde alımı/satımı yapılan tutarlar müdahalelerin yapıldığı tarihten 15 iş günü sonra yayımlanmaktadır.

Kaynak: TCMB

Döviz piyasalarıyla ilgili 2012 yılına baktığımızda merkez bankasının piyasaların başta gelen döviz sağlayıcısı konumunda olduğunu rahatlıkla söyleyebiliriz. Bu durum merkez bankasının döviz rezervleri üzerinde olumsuz bir sonuç yaratacakmış gibi görülse de ihracat reeskont kredilerindeki hacim artışı ve Rezerv Opsiyon Mekanizmasının kullanılması yoluyla merkez bankası döviz açısından da likiditesini kaybetmediği gibi döviz rezervlerini de düzenli olarak arttırmıştır. 2012 yılı içerisinde de dalgalı kur politikasına devam edilmiştir. Döviz arz ve talep arasındaki dengeyle oluşan döviz fiyatlarına uluslararası gelişmeler de etki etmektedir.

2011 yılı Ağustos ayından itibaren bozulan küresel risk iştahına paralel olarak Türk Lirasında gözlenen aşırı değer kaybı, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki hızlı artışlar ve yılın son çeyreğinde fiyatı yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki ayarlamalar nedeniyle enflasyonda belirgin bir yükseliş gözlenmiştir. TCMB bu durumun fiyatlama davranışlarını bozmasını engellemek amacıyla Ekim ayında gecelik vade borç verme faiz oranını 350 baz puan artırarak faiz koridorunu yukarı doğru genişletmiştir. Bu doğrultuda, gerekli görülen günlerde haftalık repo faiz oranından yapılan bir hafta vadeli Açık Piyasa İşlemleri fonlama miktarı düşürülerek bankaların fon ihtiyaçlarını genişletilmiş bant içinde daha yüksek maliyetli kaynaklardan karşılama sağlanmıştır (ek parasal sıkılaştırma). Uygulanan ek parasal sıkılaştırmaların kredi koşullarında arzu edilmeyen bir sıkılaşmaya yol açmaması için gerek Türk Lirası zorunlu karşılık oranları düşürülerek gerekse Rezerv Opsiyonu Mekanizması kademeli olarak devreye sokularak bankacılık sisteminin Türk lirası likidite ihtiyacı kalıcı olarak azaltılmıştır. Ayrıca, bankalara likidite yönetimlerinde daha fazla esneklik sağlamak amacıyla 27 Aralık 2011 tarihinden itibaren bir ay vadeli repo ihaleleri düzenlenmeye başlanmıştır. TCMB, Ekim ayında aldığı tedbirlerin ardından, enflasyon üzerindeki ikincil etkileri önlemek amacıyla 29 Aralık 2011 tarihinden itibaren, sekiz günlük bir dönem boyunca ek parasal sıkılaştırma uygulamıştır. Bu doğrultuda, politika faizinden yapılan fonlama geçici bir süre sonlandırılmış, haftalık fonlama geleneksel yöntem ile yapılan gün içi repo ihaleleri ile sağlanmıştır. Söz konusu günlerde İMKB’de ve Bankalararası Para Piyasası’nda TCMB borç verme faiz oranından ve TCMB bünyesinde piyasa yapıcı repo faiz oranından yapılan işlemler sonucunda para piyasası faiz oranları TCMB faiz koridorunun üst bandına yakın oluşmuştur. Petrol fiyatları ve diğer maliyet unsurlarında gözlenen artışların enflasyon beklentilerini bozmasını engellemek amacıyla 22-29 Mart 2012 tarihleri arasında, altı günlük bir dönem boyunca ek parasal sıkılaştırma uygulanmıştır. 27 Mart 2012 tarihli



Para Politikası Kurulu toplantısında enflasyonu etkileyen unsurların yakından takip edilerek gerekli görüldüğü günlerde para politikasında ek sıkılaştırmanın tekrarlanabileceği vurgulanmıştır. Bu doğrultuda 2012 yılında 11-17 Nisan, 4-11 Mayıs, 21-25 Mayıs, 31 Mayıs - 4 Haziran dönemlerinde de ek parasal sıkılaştırma uygulanmıştır. Uygulanan bu parasal sıkılaştırmalar döviz kurundaki aşırı oynaklığın giderilmesine katkıda bulunarak fiyat istikrarını ve finansal istikrarı desteklemiştir.<sup>13</sup> Küresel risk iştahındaki artış, enflasyon görünümündeki iyileşme ve ekonomideki dengelenme sürecinin belirginleşmesi nedeniyle, para politikası 2012 yılının ortalarından itibaren kademeli olarak daha destekleyici bir konuma gelmiştir. Bu çerçevede TCMB, Haziran ayından itibaren piyasaya verdiği likiditeyi artırarak ortalama fonlama maliyetini kademeli olarak düşürmüştür. Ayrıca Kurul, Eylül ayından itibaren küresel finans piyasalarında risk algılamasının kısmen iyileşmesini ve kredilerdeki artışın ılımlı seyrini göz önüne alarak yüzde 11,5 olan gecelik borç verme faiz oranını Eylül ayında yüzde 10'a, Ekim ayında yüzde 9,5'e ve Kasım ayında ise yüzde 9'a düşürmüştür. Ayrıca Kurul, finansal istikrara katkı amacıyla Aralık ayında politika faiz oranında 25 baz puanlık ölçülü bir indirimle giderek politika faiz oranını yüzde 5,50 seviyesinde belirlemiştir. Aralık ayı itibarıyla TCMB ağırlıklı ortalama fonlama maliyeti politika faizi seviyesine yakın seyretmektedir (Merkez Bankası Basın Duyuruları, 25 Aralık 2012).

Piyasadaki net likidite açığı 2011 yılı sonunda 39,0 milyar TL düzeyinde oluşmuştur. TCMB, piyasaya bir hafta vadeli miktar repo ihaleleri ile 15,0 milyar TL, bir hafta vadeli geleneksel repo ihaleleri ile 17 milyar TL, 1 ay vadeli geleneksel repo ihaleleri ile 3 milyar, gecelik vadeli piyasa yapıcılığı repo imkânı ve İMKB'de yapılan repo işlemleri ile 4,6 milyar TL fonlama yapmış, gün sonunda Bankalararası Para Piyasası işlemleri ile toplam 0,5 milyar TL çekmiştir. 21 Aralık 2012 tarihi itibarıyla ise piyasadaki net likidite açığı 18,6 milyar TL iken, TCMB bir hafta vadeli miktar repo ihaleleri ile 8,6 milyar TL, bir ay vadeli geleneksel repo ihaleleri ile 11 milyar TL fonlama yapmış, gün sonunda Bankalararası Para Piyasası işlemleri ile toplam 0,9 milyar TL çekmiştir (Tablo 12) (Merkez Bankası Basın Duyuruları, 25 Aralık 2012).

---

<sup>13</sup> Akçelik Y., E. Ermişoğlu, A. Oduncu ve T. Taşkın (2012). "Ek Parasal Sıkılaştırma'nın Döviz Kurları Üzerindeki Etkisi", TCMB Ekonomi Notu No: 12/30.

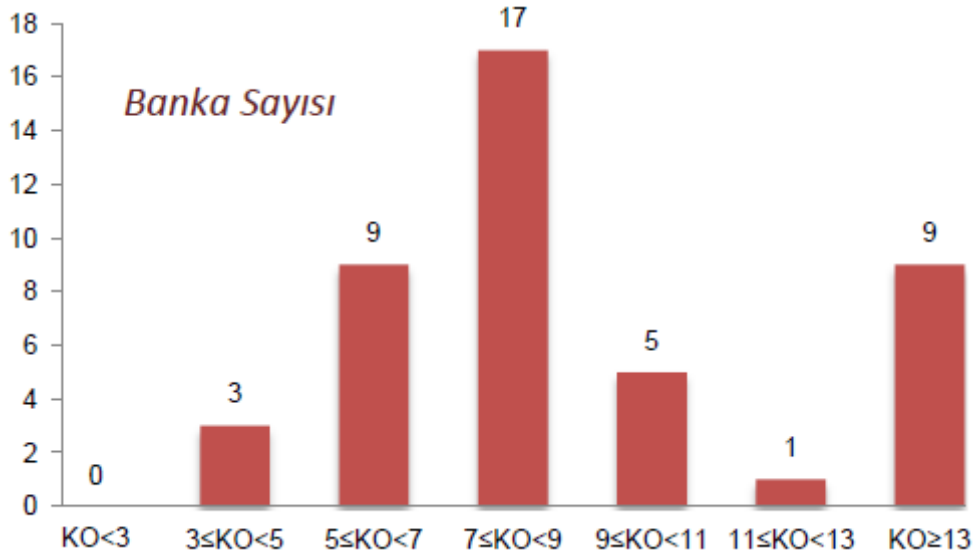
Tablo 13.Likiditedeki Değişim ve TCMB Fonlaması

	30.12.2011	21.12.2012	Değişim
Piyasadaki Likidite Açığı	39,0	18,6	-20,4
Bir Haftalık Repo İhaleleri ile Fonlama	32,0	8,6	-23,4
Bir Aylık Repo İhaleleri ile Fonlama	3,0	11,0	8,0
Gecelik Vadede API, BBP, ve İMKB'de Fonlama	4,6	0	-4,6
Gecelik Vadede BBP ve İMKB'de Çekilen	-0,5	-0,9	-0,4

Kaynak: TCMB

Türkiye'de bankacılık sektörünün kaldıraç oranı 2005 yılından bu yana yüzde 8 dolayında gerçekleşmektedir. 2012 yılı 2. çeyrek ortalama değerlerine göre ise sektördeki bankaların büyük çoğunluğunun yüzde 7'den büyük bir kaldıraç oranına sahip oldukları görülmektedir (Grafik 18). Kaldıraç oranlarına göre uygulanacak zorunlu karşılık politikasına göre ilk aşamada, 2013 yılı son çeyrek ortalama kaldıraç oranı yüzde 3-yüzde 3,5 arasında kalan bankalara 2014 yılından itibaren başlamak üzere üç kademedeki 1- 2 puan aralığında ilave olarak zorunlu karşılık yükümlülüğü getirilecektir. Sonraki yıllarda ilave olarak zorunlu karşılık oranı uygulanacak olan kaldıraç oranı üst limiti kademeli olarak yüzde 5'e artırılabilecek ve bu seviyede devam ettirilecektir (Merkez Bankası Basın Duyuruları, 25 Aralık 2012).

Şekil 21. Bankaların Kaldıraç Oranlarının Dağılımı



Kaynak: TCMB.

Ülkemizde tasarruf mevduatının kısa vadede yoğunlaşması, bankalarca kullanılan kredilerin vadesinin ise genellikle uzun olması bankalarda aktif-pasif vade uyumsuzluğuna yol açmaktadır. Finansal istikrara yönelik politika uygulamaları çerçevesinde, mevduatın vadesinin uzamasını teşvik etmek, Türk Lirası ve yabancı para cinsinden uzun vadeli tahvil ihracını desteklemek amacıyla zorunlu karşılık oranının mevduatın vadesine göre farklılaştırılması ve uzun vadeli yükümlükler lehine düşük zorunlu karşılık uygulamasına 2012 yılında da devam edilmiştir. Mevduatın vadesinin uzatılmasına yönelik zaman içerisinde zorunlu karşılık oranlarının vadeye göre farklılaştırılması uygulamasını daha etkili kılmak amacıyla, vadesiz mevduat azami faiz oranı 17 Aralık 2010 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere yıllık yüzde 0,25 olarak belirlenmiş olup, vadeli mevduat hesaplarının vadesinden önce çekilmesi halinde bu oran uygulanmaktadır. Vadeden önce çekim konusundaki mevcut uygulamanın tasarruflarını uzun vadeli olarak değerlendirmeyi düşünen mudilerin vade bozulmaksızın ve getiri kaybı yaşamaksızın hesaplarından kısmi çekim yapılmasının mümkün olmaması gerekçesiyle kısa vadeli hesapları tercih etmelerinin ve kısa vadeli kaynak yapısına sahip bankacılık sektöründe kaynakların daha uzun vadeye çekilememesinin önemli nedenlerinden biri olduğu değerlendirilmektedir. Ayrıca, ara dönem faiz/kâr payı ödemeli vadeli mevduat ve katılma hesapları ile birikimli mevduat ve birikimli katılma hesaplarında vadeden önce çekim yapılması halinde, hesap yıl dönümleri ile faiz ve kâr payı ödeme dönemlerinde önceki dönemlerde yapılan ödemelerin çekilen tutara ilişkin kısımlarının mudilerden geri alınması gerekliliği, hem bankalar hem de mudiler açısından

uygulamada zorluklar yaratmaktadır. Mudilerin uzun vadede tasarruf yapmalarını olumsuz etkileyen kaygıların ve uygulama zorluklarının giderilmesi amaçlarıyla 2013 yılında vadesinden önce çekilen mevduata ilişkin bazı düzenlemelerin yapılması düşünülmektedir. Diğer taraftan, merkez bankası dışındaki ilgili otoritelerin ellerindeki politika araçlarını gerektiğinde makro ihtiyati amaçlarla kullanmaları finansal istikrarı destekleyecektir. BDDK ve diğer otoriteler tarafından alınan makro ihtiyati tedbirler, finansal istikrara katkı sağlaması ve para politikasının hareket alanını genişleterek makroekonomik istikrarı desteklemesi bakımından önem taşımaktadır. Özellikle 2011 yılında BDDK'nın hızlı kredi genişlemesine yönelik aldığı önlemler, istikrarı destekleyici makro ihtiyati tedbirler açısından önemli bir örnek teşkil etmektedir. Dolayısıyla, finansal istikrara yönelik politika uygulamalarının başarılı ve zamanında gerçekleşmesi için Finansal İstikrar Komitesi'nin ve ekonomi yönetiminde etkili olan kuruluşların koordineli çalışmaya devam etmeleri büyük önem taşımaktadır (Merkez Bankası Basın Duyuruları, 25 Aralık 2012).

Tablo 14. TCMB 2012 Faiz Oranları (Yüzde)

	Borçlanma (gecelik)	Borç verme (gecelik)	1 Hafta Repo	Borç Verme (PY)*	Borçlanma (GLP)**	Borç verme (GLP)**
Ocak 2012	5,00	12,50	5,75	12,00	0,00	15,50
Şubat 2012	5,00	11,50	5,75	11,00	0,00	14,50
Mart 2012	5,00	11,50	5,75	11,00	0,00	14,50
Nisan 2012	5,00	11,50	5,75	11,00	0,00	14,50
Mayıs 2012	5,00	11,50	5,75	11,00	0,00	14,50
Haziran 2012	5,00	11,50	5,75	11,00	0,00	14,50
Temmuz 2012	5,00	11,50	5,75	11,00	0,00	14,50
Ağustos 2012	5,00	11,50	5,75	11,00	0,00	14,50
Eylül 2012	5,00	10,00	5,75	9,50	0,00	13,00
Ekim 2012	5,00	9,50	5,75	9,00	0,00	12,50
Kasım 2012	5,00	9,00	5,75	8,50	0,00	12,00
Aralık 2012	5,00	9,00	5,50	8,50	0,00	12,00

\* Açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara repo işlemleri yoluyla tanınan borçlanma imkanı faiz oranı.

\*\* Geç Likidite Penceresi uygulaması çerçevesinde, Bankalararası Para Piyasası'nda saat 16.00–17.00 arası gecelik vadede uygulanan merkez bankası borçlanma ve borç verme faiz oranları.

Kaynak TCMB

Tablo 15. TL Zorunlu Karşılıkların Döviz Cinsinden Tutulabilmesine İlişkin Kararlar ve Rezerv Opsiyon Katsayıları\*

	Eyl.11	Eki.11	Kas.11	Haz.12	Tem.12	Ağu.12	Ağu.12	Eki.12	Kas.12	Ara.12
Üst sınır*	%10	%20	%40	%45	%50	%55	%60	%60	%60	%60
ROK										
%0-10 (dahil)	1,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
%0-20 (dahil)	-	1,0	-	-	-	-	-	-	-	-
%0-40 (dahil)	-	-	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,3	1,4	1,4
%40-45 (dahil)	-	-	-	1,4	1,4	1,4	1,4	1,6	1,7	1,8
%45-50 (dahil)	-	-	-	-	1,7	1,7	1,7	1,9	2,0	2,1
%50-55 (dahil)	-	-	-	-	-	1,9	1,9	2,1	2,2	2,3
%55-60 (dahil)	-	-	-	-	-	-	2,0	2,2	2,3	2,4

\* Tarihler tesis dönemlerini göstermektedir. TL yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların döviz olarak tutulabilecek kısmına ilişkin üst sınır.

Kaynak: TCMB

Tablo 16. Zorunlu Karşılık Oranları (TL, Yüzde)

Yükümlülükler	Oranlar
Vadesiz, ihbarlı mevduatlar ve özel cari hesaplar (*)	11
1 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları (1 ay dâhil) (*)	11
3 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları (3 ay dâhil) (*)	11
6 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları (6 ay dâhil) (*)	8
1 yıla kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları (*)	6
1 yıl ve daha uzun vadeli mevduatlar/katılma hesapları ile birikimli mevduatlar/katılma hesapları (*)	5
1 yıla kadar (1 yıl dâhil) vadeli Türk lirası diğer yükümlülükler (*)	11
3 yıla kadar (3 yıl dâhil) vadeli Türk lirası diğer yükümlülükler (*)	8
3 yıldan uzun vadeli Türk lirası diğer yükümlülükler (*)	5
Özel fon havuzları (*)	Vadesine karşılık gelen oranlar

Tablo 17. Zorunlu Karşılık Oranları (Yabancı Para, Yüzde)

Yükümlülükler	Oranlar
Vadesiz ve ihbarlı döviz tevdiat, yabancı para özel cari ve vadesiz kıymetli maden depo hesapları ile 1 aya kadar, 3 aya kadar, 6 aya kadar ve 1 yıla kadar vadeli döviz tevdiat, yabancı para katılma ve kıymetli maden depo hesapları (**)	11,5
1 yıl ve 1 yıldan uzun vadeli döviz tevdiat, yabancı para katılma ve kıymetli maden depo hesapları ve birikimli döviz tevdiat ile yabancı para katılma hesapları (**)	9,0
Özel fon havuzları	Vadesine karşılık gelen oranlar
1 yıla kadar vadeli (1 yıl dâhil) yabancı para diğer yükümlülükler (**)	11,5
3 yıla kadar vadeli (3 yıl dâhil) yabancı para diğer yükümlülükler (**)	9,5
3 yıldan uzun vadeli yabancı para diğer yükümlülükler (**)	6,0

(\*)Türk lirası zorunlu karşılık oranları, 28.10.2011 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere; vadesiz, ihbarlı mevduatlar ve özel cari hesaplar için yüzde 16'tan 11'e, 1 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları (1 ay dâhil) için yüzde 16'tan 11'e, 3 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları (3 ay dâhil) için yüzde 12,5'ten yüzde 11'e, 6 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları (6 ay dâhil) için yüzde 9'dan yüzde 8'e indirilmiştir.

(\*\*)Yabancı para zorunlu karşılık oranları, 18.12.2012 tarihinde; Vadesiz ve ihbarlı döviz tevdiat, yabancı para özel cari ve vadesiz kıymetli maden depo hesapları ile 1 aya kadar, 3 aya kadar, 6 aya kadar ve 1 yıla kadar vadeli döviz tevdiat, yabancı para katılma ve kıymetli maden depo hesapları; 1 yıla kadar vadeli (1 yıl dâhil) yabancı para diğer yükümlülükler ve 3 yıla kadar vadeli (3 yıl dâhil) yabancı para diğer yükümlülükler için 0,5 puan artırılmıştır. Söz konusu değişiklikler 21 Aralık 2012 tarihli yükümlülük cetvelinden itibaren geçerli olacak ve yeni oranlar üzerinden hesaplanan zorunlu karşılıklar 4 Ocak 2013 tarihi itibarıyla tesis edilmeye başlanacaktır.

Kaynak: TCMB.

# DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

## 4. SONUÇ VE ÖNERİLER

Tez çalışmamda, merkez bankalarının doğuşu ve tarihsel gelişim sürecini anlatmaya çalışarak süreç içerisinde gelişimini literatür verilerine bağlı olarak açıklamaya çalıştım. Bu esnada karşılaştığımız ilk husus merkez bankası ihtiyacının, Dünya Savaşları ve ekonomik krizler sonrasında sistemli bir piyasa ihtiyacından doğduğunu tespit ettiğimizi rahatlıkla söyleyebiliriz. Bu gelişim bilhassa 2.Dünya Savaşı içerisinde önemli bir aktör olan Amerika Birleşik Devletleri'nde görülmüştür. Bretton Woods dönemini buna örnek gösterebiliriz. Devam eden süreçte merkez bankaları da diğer finansal sistemler gibi küreselleştiği için merkez bankalarının Bağımsızlığı gibi bir süreçle devamı gelmiştir. Merkez bankaları organizasyon olarak piyasa içerisinde diğer bankalardan sıyrılıp, bağımsızlıklarından söz ettirmeye başladıkça para ve para politikası kavramlarının konuşulmaya başladığını söyleyebiliriz. Böylelikle merkez bankaları para politikalarının amaçlarını belirlemeye başlamışlardır.

Türkiye'de merkez bankacılığının tarihsel gelişimine genel hatlarıyla baktığımızda Dünya'daki örnekleri ile aynı doğrultuda gittiğini rahatlıkla söyleyebiliriz. Bunun en önemli sebeplerinden biride uzun yıllar kapalı bir ekonomiye sahip olmamızdır. Kapalı ekonomide ülke içerisinde kıt kaynaklar verimli bir şekilde değerlendirilmeye çalışıldığı için ekonomi kendi karar verme mekanizmasını oluşturamamıştır. Kuruluşu itibariyle kamu kurum ve kuruluşlarına kredi sağlamaktan çok fiyat istikrarı üzerine faaliyet gösterdiğini görmekteyiz. Bu durum 2.Dünya savaşı sonrasında değişmiş olup, merkez bankası kamu kaynak açıklarını kapatmada hükümetlerin kullanmış olduğu bir araçtan öteye gidememiştir. Merkez bankası tarihsel gelişimi içerisinde yaklaşık 10 yılda bir karar alma süreç ve mekanizmalarını revize etmiştir. Merkez bankalarının bu 10 yıllık dönemler içerisinde kendi başarılarını kontrol edebilmeleri için bilançolarını yakından takip etmeleri gerekmektedir. Bilançoyu kontrol etmenin sebebi kamu kesiminin desteklenmesi sırasında verilen kredilerin bilanço ve dolayısıyla ülke ekonomisi üzerinde ne derece olumsuz etki yaratacağını yakından takip etmektedir. 1980'li yılların sonlarına doğru merkez bankası ile Kamu kesimi arasındaki kredi ilişkisi belirli bir yol içerisinde hareket etmiş olup, Para Politikası kararlarının etkinliği bu kontrol ve yol haritası sayesinde ölçülmüştür. Bu süreç içerisinde merkez bankasının kamu

kurumlarına kaynak yaratmaktan ziyade yol gösterici bir rol üstlenmesi gerekliliği ortaya çıkmıştır. Sonrasında merkez bankası bilhassa zirai faaliyetler için kaynak yaratırken, yurtdışı likiditenin kaynak sağlaması için ekonomi içerisinde görev ve sorumlulukları belirtir bir pozisyon belirlemiştir. Bu değişim ve ilerle süreci 2000'li yıllarda da kendisini Avrupa Birliğine geçiş için uyum süreciyle göstermeye başlamıştır. Merkez Bankası Avrupa Birliğine geçiş için yönetmelik ve uygulamalarında revizyona gitmiş olup, yapılan merkez bankası kanunu değişikliğiyle amaç bağımsızlığının yanına araç bağımsızlığını da eklemiştir.

Cumhuriyetin kurulmasından bugüne kadar uğradığı değişiklikler sonrası merkez bankasının organizasyon ve amaç-araç bağımsızlığı açısından Dünya'daki önde gelen güçlü ekonomiye sahip merkez bankası örneklerini yakaladığını söyleyebiliriz. Sağlanan bu merkez bankası Para Politikası istikrarı sonrası ilerleyen dönemlerde de geçişteki olumsuzluklardan ders çıkarılarak hareket etme gerekliliği unutulmamalıdır. Bu hususta en büyük görev siyasi otoriteler ve hükümetlere düşmektedir. Her ne kadar merkez bankaları vermiş oldukları amaç ve araç kararlarından bağımsızlıklarına göre hareket etseler de, siyasi otoritelerin ülke ekonomisi için doğrudan etkileyici kararlar verebileceği unutulmamalıdır.

Para politikası ilişkin kavramlara bakıldığında Keynesyen Yaklaşım ile Monetarist Yaklaşım temel teşkil ettiği, para politikalarına ilişkin ekol düşünceler olduğu rahatlıkla söylenebilir. Politika kavramlarının irdelenmesi bu kavramlar arasında doğru olan kararı verebilmekle birlikte, verilen karar sonrası hangi aktarım mekanizmasının kullanılması gerektiğini de ön plana çıkarmıştır. Günümüzdeki en etkin aktarım mekanizmasının kredi kanalı ile olduğunu söylemek doğru olacaktır. Bu metot sayesinde merkez bankaları piyasaların ve bankaların likiditelerini doğrudan etkileyecekleri gibi, piyasa istikrarı ve gelişimi içerisinde doğrudan etkili olmaktadır. Günümüzde de ağırlıklı olarak kullanılan aktarım mekanizması kredi kanalı ile aktarımdır. Hangi aktarım mekanizmasının kullanılacağına ilişkin karar verildikten sonra stratejinin belirlenmesi gerektiği önemini göstermiştir. Merkez bankaları mali dönemler arasında ara hedefleme ile strateji belirleyebilecekleri gibi, parasal hedeflemeyi kullanarak para miktarı ile enflasyon arasında ilişki kurmayı da tercih edebilirler. Sonuca ulaşmak için tek bir strateji üzerinde durmaktansa, merkez bankasının bir strateji karması ile hedefe odaklanmasının daha doğru olduğu söylenebilir. Çünkü serbest piyasa ekonomisinin temel dinamiklerinden olan enflasyon olgusu değişkenlik göstermektedir.



Çalışmamız içerisinde 2002-2012 yılları arasında merkez bankası politikalarına detaylı bir şekilde yer verilmiş olup, merkez bankası ve Türkiye İstatistik Kurumu gibi kurum ve kuruluşlardan alınmış resmi veriler ile sonuçlar desteklenmiştir. Dövizde dalgalı kur rejimine geçilmesi, serbest piyasa ekonomisinin tam anlamıyla yaşanmasının en önemli unsurlarından gösterilebilir. Son yıl içerisinde de ağırlıklı olarak kısa vadeli faiz oranları aracılığıyla ekonomiye yön verildiği söylenebilir. Son dönemde alınmış olan kararlar mevduat münzam faizinin kaldırılması bankalar üzerinde zorunluda olsa almış oldukları bir gelir kaynağını baltaladığı gibi faizsiz bankacılık ilkelerine göre faaliyet göstermeye çalışan katılım bankaları içinde olumlu bir yansıma yaratmıştır. Kıymetli madenlerinde mevduat münzam kabul edilmesi, piyasalardaki Türk Lirası ve döviz likiditesini olumlu etkilemiştir.

2000'li yılların sonralarına doğru bankacılık sektörü üzerinde bazı problemlerin başladığını söyleyebiliriz. Bununla birlikte bazı bankalara devlet tarafından el konulacağına konuşulmasıyla birlikte tasarruf sahiplerinin banka sektörü üzerine güveni azalmaya başlamıştır. Yaşanan bu sıkıntılı hava, hükümetin dış borçlanmasıyla bertaraf edilmeye çalışılsa da 2001 yılının Ocak ayında tam anlamıyla kendisini göstermiştir. 19 Şubat 2001 tarihinde yaşanan siyasi kriz sonrası piyasada çok büyük bir döviz talebi oluşmuştur. Merkez bankası ilk etapta bu talebe müdahale etmeye çalışsa da durumu kontrol altına almaya çalışırken likiditesini çok hızlı tüketeceğini anladığı anda sabit kur politikasından dalgalı kur politikasına geçmiştir. Bu ekonomik krizden kurtulmak için bankacılık sektörüyle ilgili çok ciddi reformlar oluşturulmuş olup, değişen hükümet ve siyasi akımlara rağmen bu reformlardan taviz verilmeyerek bankacılık sektöründeki mevzuat ve faaliyetlerin revize edilmesi sağlanmıştır.

2008 yılında yaşanan ekonomik kriz sonrasında finansal piyasaları incelediğimizde para piyasaları üzerinde sistemi daha da sağlamlaştırmak adına yapılması gereken reformların devam etmesi gerektiğini söyleyebiliriz. İçinde bulunduğumuz Neo-liberal iktisadi düşünce çerçevesinde ekonomik küreselleşmenin hızla devam ettiği görülmektedir. Teknolojik imkânların ilerlemesiyle birlikte bankacılıkta kullanılan sistemler ilerlemiş ve çağdaş bankacılığın başlamasıyla birlikte bankacılık haricinde ki finansal sistemlerin hızla geliştiğini söyleyebiliriz. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın 1980 yılı sonrasındaki dönemde uluslararası para kaynaklarından faydalanabilmek adına piyasadaki kısıtlamaları kaldırdığını görmekteyiz. Bu durumu serbest piyasa ekonomisine geçiş olarak da açıklayabiliriz. Serbest piyasa ekonomisinin başlamasıyla birlikte, yurtdışı likiditenin ülke içine girişi başlamış olup, yatırımlar ve istihdam kalemine doğrudan olumlu bir yansıma yapmıştır. İstihdam oranlarının

artması da tüketimi ve bununla birlikte yurtiçi kaynaklarının önemini de arttırmıştır. Ekonomi adına atılmış adımların olumlu yöne gitmesi için likidite kadar ülkelerin siyasi pozisyonları da önemlidir. Likiditenin merkez bankalarının aldığı kararlarla işlenmesi için siyasi otoritelerinde merkez bankası kararları ile uyum içerisinde hareket etmeleri gerekmektedir. Hükümet ve merkez bankası arasında uyumun olmadığı bir ortam içerisinde merkez bankası para politikalarının başarısından söz etmek imkânsızdır. Dünya’da ve ülkemizde 1980 sonrası ciddi bir siyasi istikrardan söz edilemez. Bu durumda bilhassa 1990 yıllarda birçok ekonomik krizin yaşanmasına sebep olmuştur. Amerika ve Avrupa’daki merkez bankaları bile ekonomik krizler esnasında güçlü para politikaları uygulayamamışlardır. Bu sebeple 2011 yılı başlarında Avrupa Sistemik Risk Kurulu isminde bir birim oluşturularak, finansal ve siyasi istikrarın entegrasyonunu sağlayıcı bir görev bu birime yüklenmiştir.

Merkez bankasının son yıllarda vermiş olduğu kararlar neticesinde ülkemizde de fiyat istikrarı ile finansal istikrarın aynı zamanda uygulanmaya başlandığını görmekteyiz. Merkez bankaları, Para Politikası kararlarını verirken bu iki hususta da başarılı olacak şekilde karar verme mekanizmaları oluştururlar. Ancak hem fiyat istikrarında hem de finansal istikrarda başarılı olmak için yapılması gerekenleri tek başına merkez bankalarına yüklemek doğru değildir. Merkez bankası her ikisi içinde yapılması gerekenleri üstlendiğinde merkez bankasının Bağımsızlığından söz etmek çokta doğru olmayacaktır. Fiyat istikrarı için alınacak kararlar doğrudan Para Politikası kararları ile ilişkiliyken aynı durum finansal istikrar için geçerli değildir. Politik karar verme mekanizmalarının başarısı finansal istikrarı doğurmaktadır. Bu sebeple merkez bankasının finansal istikrar için karar verme sürecine dâhil olması doğrudan merkez bankasının Bağımsızlık ilkesiyle çelişecektir. Ülke ekonomimiz her geçen gün biraz daha büyümektedir. Bu büyüme kimi zaman beklentilerle eş değer olup kimi zaman beklentilerin biraz gerisinde olmuştur. 2002 yılına kadar merkez bankaları oluşturmuş olduğu Para Politikalarından ağırlıklı olarak bankaları göz önüne alıp karar vermekteydi, ancak 2002 yılı sonrası dönemde banka haricindeki finansal kurumları da göz önünde bulundurmuştur. Bu istikrarın sağlanabilmesi adına ülke içinde Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurulu gibi organizasyonlar kurulmuştur. Para Politikası araçları üzerindeki değişimi finansal piyasaların hızlı bir şekilde gelişmesi ve organizasyon olmasıyla ilişkilendirebiliriz.

Merkez bankasının uygulayacağı para politikalarının başarısından bahsedebilmemiz için merkez bankasının düşük enflasyon ortamında ve istikrar içerisinde tutması gerektiğidir. Uygun bir para politikası belirlemenin ön şartı, uygun bir ekonomik model belirlemektir.

Karışık bir ekonomik model belirlemek, bu modelin kamuoyuna anlatılması ve tanıtılması hususunda problem yaratabilir. Tasarruf sahipleri ve ekonomik birimler tarafından tam olarak anlaşılmamış bir ekonomik modelin başarıya ulaşması söz konusu olmayacaktır. Politika ve model ne derece anlaşılır olursa, uygulamaya koyulduğunda o kadar başarılı olacaktır. Yaptığımız incelemeler sonucunda kısa vadeli faiz oranlarının değiştirilmesi ile ekonomi üzerinde etki yaratmaya çalışmak tek başına yeterli olacak bir para politikası aracı değildir. Ülkemiz ekonomisi için enflasyon, kurulduğu tarihten bugüne kadar karşımıza çıkan bir durumdur. Yüksek enflasyon ile mücadele esnasında yalnızca kısa vadeli faiz oranlarını kullanmak içinde bulunulan dönem için geçici bir kaynak ya da rahatlama sağlansa da, katlanılan kaynak maliyeti bir sonraki dönem için enflasyonun daha da fazla yükselmesine sebep olabilecektir. Ülkemiz ekonomisine genel olarak bakıldığında siyasi baskı altında ekonominin iyi gittiği görülse de bu siyasi baskının bankacılık sektörünü olumsuz etkilediği zamanlarda olmaktadır. Bu durumun bir sonucu olarak merkez bankasının belirlemiş olduğu politikalar ulaşabilmesi için gecelik faiz oranlarını kullandığını görmekteyiz. Merkez bankasının öncelikli görevi olan fiyat istikrarının sağlanması için ve ülke içi üretiminde bu fiyat istikrarını destekler nitelikte olması için gösterge faiz oranlarının ve akabinde piyasadaki gerçekleşen faiz oranlarının yükselmesi gerekmektedir. Bu durum fiyat istikrarını sağlarken, özel ya da kamu bankaları üzerinde baskıyı arttırarak hareket alanlarını daraltmaktadır.

Ülkemizde uzun yıllar boyunca karşılaştığımız yüksek enflasyon oranları nedeniyle yaşanan ekonomik sıkıntılar merkez bankasının enflasyon hedeflemesi yöntemine geçiş yapmasını gerektirmiştir. Enflasyon Hedeflemesinin ekonomide olumlu bir etki yaratmasının en gerçekçi sebebi kamuoyu ile paylaşılmasıdır. Ekonomik tabanı oluşturan hane halkı ilerleyen dönemde nasıl bir enflasyon trendi ile karşılaşacağını tahmini olarak öğrenmekte ve yatırımlarına bu bilgi ışığında yön vermektedir. Enflasyon hedeflemesine geçiş için bir süre gereklidir. Her şeyden önce merkez bankasının para arzını kontrol altına alması beklenmektedir. Para arzını kontrol altına almaktan ve araç bağımsızlığından söz edebilmek için merkez bankasının çok kısa vadeli kredi vermesinin önüne geçilmesi gerektiği gerçeği anlaşılmıştır. Ülkedeki kamu ya da özel bankalar kendi bilanço karlılıkları ve rasyolarını paydaşlarına olumlu gösterebilmek adına yurtiçi kaynakların en güçlüsü olan merkez bankasından kısa vadeli borçlar alabilmektedir.

Merkez bankası, mevduat munzam oranları, açık piyasa işlemleri ve reeskont oranlarında değişiklikler yaparak piyasalar üzerinde iyileştirmelere gitmek isteyebilir. Ancak bu dolaylı para politikası araçları aracılığıyla yapılacak değişiklikler ortalama bir yıldan uzun

süre sonra piyasalar üzerinde olumlu yansımalar yaratacaktır. Buna karşın bir yıl gibi uzun bir süre sonra merkez bankası yanlış bir karar verdiğini ve yol izlediğini tespit edecek olursa bu olumsuzluğu ortadan kaldırmak için geç kalmış olabilecektir. Bu sebeple merkez bankası faiz oranları üzerindeki değişikliklerle çok kısa sürede piyasa üzerinden reaksiyonlar yaratabilmektedir.

Yurtiçi ve yurtdışı ekonomik beklentilerin bu seviyelerde gerçekleşeceği varsayımı ile merkez bankasının bu dönemden sonra oluşturacağı strateji ve politikalarında istikrarı sağlayıcı yönde olacağı gibi yurtiçi çalkantı ve ekonomik krizleri önleyici pozisyonda devam edeceğini rahatlıkla söyleyebiliriz. Kısacası merkez bankasının yapmak istediği riskleri öngörerek, piyasa ve bankalar üzerinde yaratacağı baskıyı minimize etmektir. Ekonomik krizlerin birçok sebebi olabilir ancak Türkiye gibi henüz sanayi ve ekonomi alanında gelişimini tamamlamamış ülkelerin yurtdışı piyasalarındaki çalkantılardan çok hızlı etkileneceğini söylemek yanlış olmaz. Hatta kimi zaman ekonomik krizin ülkemize doğrudan etkisi beklenmese bile yurtiçi piyasalarda pozisyonunu korumak isteyen tasarruf sahipleri yatırımlarını daha güvenli araçlara çekerek iç piyasada fiyatlar genel seviyesinin değişim yaşamasına sebep olabilirler.

Likidite üzerine kullanılacak olan araçlar belirlenirken vadeleri üzerine hesaplamalar yapılmaktadır. Piyasalardaki likidite açığının ya da fazlasının çok fazla olmaması durumlarında maksimum bir ay vadeye kadar gerçekleştirilen açık piyasa işlemleri etkili olmaktadır. Buna karşılık likiditenin denge noktasından aşırı uzaklaştığı durumlarda aktarım mekanizmaları ve açık piyasa işlemleri ile piyasalara müdahale etme gücü azalmaktadır. Eğer başta bankalar ve piyasalarda likidite yükselirse kredi verme koşulları kolaylaşır ve çok uzun vadede kredilerin geri ödenme oranı oldukça düşerek ekonomilerde batık kredi oranının yükselmesi görülebilir. Likiditenin aşırı düştüğü durumlarda ise piyasalar durağanlığa yaklaşarak tedbirli hareket etmeye başlar ve bu durumda kredi koşullarını zorlaştırarak para politikalarının verimliliğini azaltır.

Ekonomi için risk teşkil edecek bir diğer husus ise sermaye akımlarıdır. Yurtiçi piyasalarda uzun vadeli sağlanan başarılı işlemler ve düzelen rasyolar sonrasında güçlük ile yurtiçine girmiş olan sermaye çok küçük bir dalgalanma ile hızlı bir şekilde ülkeyi terk edebilmektedir. Bu sebeple merkez bankası, yurtiçindeki kamu ve özel bankalar için genel bir hareket planı belirleyerek yaptığı denetimlerle bankaların bu bağlamda işlem yapmalarını

sağlamalıdır. Yabancı yatırımcı için en büyük güven faktörü merkez bankasının ülke içindeki faaliyetler üzerinde ne derece etkin bir rol oynadığıdır. Türk Lirasının hızlı bir şekilde değerlenmesinin ardından döviz kurlarında hızlı değişkenlik ve bankaların aşırı kredi kullandırımını gibi durumlar görülebilmektedir. Bu durumun faiz koridoru kavramı ile desteklendiğini söyleyebiliriz. Gecelik borç-alma verme faiz oranları arasında bir aralık oluşturularak piyasanın likiditesinin üzerinde etki yaratılmaya çalışılmaktadır. Merkez bankası faiz koridoru uygulamasını diğer politikaları desteklemekten ziyade tek başına bir düzenleyici mekanizma olarak uygulamaya çalışmaktadır.

Merkez bankasının bilhassa son yıllarda üzerinde durduğu bir diğer kavram ise Rezerv Opsiyon Mekanizması adı ile karşımıza çıkmaktadır. Bankaların yabancı para cinsinden topladıkları rezerv ile doğrudan etkilidir. Yabancı paralar için uygulanan munzam karşılık dolayısıyla yabancı para hareketliliğini ve sermaye akımlarını etkilemektedir. Rezerv opsiyonu mekanizması sayesinde bankalara daha spesifik konularda inisiyatif alma yetkinliği de kazandırılmaya çalışılmıştır. Bu karar verme sürecindeki inisiyatifler sonrasında bankaların beklentilerin üzerinde kredi kullandırımını gerçekleştirmelerinden ötürü merkez bankası cari açığı kontrol altına almak için kredileri kontrol altına almak istemiştir. Gösterge faiz oranlarında indirimler yapılarak Türk Lirasının hızlı yükselişi de kontrol altına almayı amaçlamışlardır.

Finansal sistemlerde borç oranlarının çok yüksek olması küresel krizlerin yaşanmasının altındaki en büyük sebeplerdendir. İktisat literatürüne baktığımızda borçlanmanın bir akış şeklinde oluştuğunu, ekonomik genişlemenin olduğu dönemlerde borçlanma oranlarının arttığını, ekonomik daralmanın olduğu dönemlerde de borçlanma oranlarının azaldığını görmekteyiz. Bu durum hane halkında böyle olduğu gibi piyasaların etkin rol belirleyicisi bankacılık sektöründe de bu şekildedir. Bankaların sermaye yeterlilik rasyosu küresel risklerin değerlendirilmesinde yetersiz kalmaktadır. Basel 2 kriterleri ile birlikte kaldıraç oranlarının eş zamanlı olarak kullanılması bankacılık sektöründeki yüksek borçluluğu değerlendirip analiz etmeye yardımcı olmaktadır.

# KAYNAKLAR

## Kitaplar

- [1] Aktan, C.C, Togay, S. ve Utkulu, U. (1998) Nasıl Bir Para Sistemi ?, İMKB Yayını, İstanbul
- [2] Büyükakın, T.(2004). Güvenilir bir Para Politikası Stratejisi, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 1-21.
- [3] Çufadar, A. ve Kasapoğlu, Ö. (2002). Merkez Bankacılığı, Para Politikası ve Para Politikası Araçları, Ankara.
- [4] Kazar, A. (2012). Merkez Bankası ve Parasal Şokların Etkileri, Nobel Kitapevi, Adana.
- [5] Oktar, S., Tokucu,E., Kaya,Z., (2012) Finansal Küreselleşme Sürecinde Merkez Bankacılığı ve Para Politikaları, İstanbul.
- [6] Osman Z. ve Erdoğan Seyfettin. (2005) Para Politikası, Yazıt Yayın Dağıtım, Ankara.
- [7] Öçal, T., Osmanlı, A. (2004), Para-Banka-Uluslararası İktisat, Savaş Yayınları, Ankara.
- [8] Öztürk, M. (2003).Enflasyon Hedeflemesi, Derin Yayınları, İstanbul.
- [9] Parasız, İ.(1993), “Makro Ekonomi”, Ezgi Kitapevi, Bursa.
- [10] Parasız, İ.(2003), “Makro Ekonomi”, Ezgi Kitapevi, Bursa.
- [11] Ünsal, E.M. (2004) Makroiktisada Giriş, Siyasal Kitapevi, Ankara.
- [12] Zarakolu, A. (1970). Para, Kredi ve Bankalar. (Üçüncü Basım). Ankara: Türkiye İş Bankası Vakfı Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 10, 13. Yayın.
- [13] Zarakolu, A. (1965). Para ve Banka. (İkinci Basım). Ankara: Türkiye İş Bankası Vakfı Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayını.
- [14] Zarakolu, A. (1981). Atatürk Döneminde Ülkemizde İzlenen Ekonomi Politikası. Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Sayı 119, Konferans Serisi 29.
- [15] Zarakolu, A. (1987). Bankacılar İçin Kredi ve Para Bilgisi. (Sekizinci Basım). Ankara: Türkiye İş Bankası Vakfı Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, Bankacılar Serisi, 5.

- [16] Zarakolu, A. (1988). Bankacılar İçin Merkez Bankacılığı Bilgisi. (Üçüncü Basım). Ankara: Türkiye İş Bankası Vakfı Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, Bankacılar Serisi.
- [17] Eroğlu, Ö.,(2004) Para Teorisi ve Politikası, SDÜ Basımevi, Isparta
- [18] Şimsek, S. Aydın, M.K.,(2004) “İktisat Bilimine Giriş”, Değişim Yayınları, İstanbul.
- [19] Gökdere,A., (1996), İktisadın İlkeleri, Alkım Yayıncılık, Ankara.
- [20] Orhan, O.Z, ve Erdoğan S.,(2005) “Para Politikası”, Avcı Ofset,İstanbul
- [21] Kazazi,S., (2010), “Merkez Bankası Para Politikaları ve Menkul Kıymetler Getirileri Üzerine Etkisi”, İstanbul Üniversitesi,İstanbul
- [22] Yapraklı, S., (2007), “Döviz Kuru Rejimleri ve Merkez Bankacılığı”, İmaj Yayıncılık, Ankara.
- [23] Seyidoğlu, H. (1991), “Uluslar arası İktisat: Teori, Politika ve Uygulama, İstanbul.
- [24] Ünsal, E.M. (2004),”Makroiktisada Giriş”, Siyasal Kitapevi, Ankara.
- [25] Tekeli, İ. ve İlkin, S. (1997). Para ve Kredi Sisteminin Oluşumunda Bir Aşama: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (Genişletilmiş İkinci Basım). Ankara: TCMB Yayını.
- [26] Süslü, B. ve Bekmez, S. (2010) Türkiye’de Zaman Tutarsızlığının ARDL Yöntemi ile incelenmesi, BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar, Cilt:4, Sayı:2,.
- [27] Telatar, E. (2002). Fiyat İstikrarı, Ne?, Nasıl?, Kimin İçin?, İmaj Kitabevi, Ankara.
- [28] Pınar,A.(2009). Maliye Politikası, Nobel Kitapevi, Ankara.
- [28] Ongun, T. (2002). Türkiye’de Cari Açıklar ve Ekonomik Krizler, Alkım Yayınevi.
- [29] Işık, S. (2010). Para, Finans ve Kriz: Post Keynesyen Yaklaşım, Palme Yayıncılık, Ankara.
- [30] Ergin, F. (1983), Para ve Faiz Teorileri, Beta Yayınevi, İstanbul.

## Çeviri Kitap

- [1] Apel, E. (2003). Central Banking Systems Compared- The ECB, The pre Euro Bundesbank and the Federal Reserve System, London.
- [2] Barth, C.R., (2002), “The Framework of Monetary Policy”, Macroeconomics Managements Programs and Policies, IMF Institute
- [3] Fischer, S. (1994). Modern Central Banking. London: Bank of England.
- [4] Goodhart, C. (Haziran 1989). The Conduct of Monetary Policy. Economic Journal, Vol. 99.
- [5] Goodhart, C. (Kasım 1994). What Should Central Banks Do? Economic Journal.
- [6] Hoggarth, G. (1996). Introduction to Monetary Policy, London.
- [7] Keyder, N. (2002) Para Teorisi-Politika-Uygulama, Ankara: Seçkin Yayıncılık
- [8] Keyder, N. (1993), Para: Teori, Politika, Uygulama, Bizim Büro Basımevi, Ankara.
- [9] Meulendyke, A-M. (1998). U.S. Monetary Policy Transmission: Lessons for Monetary Policy. Cambridge: NBER Working Paper No. 5464.
- [10] Mishkin, F, S.and Eakins S. G. (2000). Financial Markets and Institutions. (3.edition). Columbia: Addison Wesley Longman, Ins, Columbia University
- [11] Rose, P. S. (1986). Money and Capital Markets, The Financial System in the Economy. (2. Edition). Texas: Business publications, Inc.
- [12] Friedman, M.,(1969), “The Optimum Quantity of Money and Other Essays” , Aldine Publishing Company, Chicago
- [13] Kaldor, N., (1960), “The Radcliffe Report”, The Review of Economics and Statistics,
- [14] Guitian, M. (05 November 1996). Policy and Operational Aspects of Exchange and Interest Rate Coordination. A Paper Prepared From IMF Monetary and Exchange Affairs Department for The 21. SEANZA, Central Banking Course, Kunming, China.
- [15] Gray, S. and Hoggarth, G. (1996).” Introduction to Monetary Operations.” (3. edition). London: Centre for Central Banking Studies, Bank of England, Handbooks in Central Banking No. 10.
- [16] Leite, S. P. (1992). Monetary Policy Instruments. IMF Monetary and Exchange Affairs Department. Meek,P. (1991) Central Bank Liquidity Management and The Money Monetary Policy Instruments for Developing Cuntries, Washington.



- [17] Iden, G. (May 2001). Presentation on Open Market Operations. IMF Institute/MAE Course, Monetary and Exchange Operations, IMF Monetary and Exchange Affairs Department.
- [18] Balino, T. J. T. (1-12 July 1985). Instruments of Monetary policy: Technical Aspects. IMF Seminar on Central Banking.
- [19] Meulendyke, A-M. (Autumn 1992). Reserve Requirements and The Discount Window in Recent Decades. *Quarterly Review* 17, No.3, Federal Reserve Bank of New York.
- [20] Alexander, W. E., Balino, T. J. T. ve Enoch, C. (1995). The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy. Washington DC: IMF Occasional Paper 126.

### **Makaleler**

- [1] Çolakoğlu, B. (2003). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikasının Güvenilirliği, Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi.
- [2] Durusoy, T.Ö., & İ., Tokathoğlu, (1997), “Devalüasyon ve J Eğrisi”, Ekonomik Yaklaşım, 8, 24-25 (İlkbahar-Yaz)
- [3] Telatar, Erdiñç (1996), “Kısa Dönem Döviz Kuru Belirsizliğinin Ölçülmesi: Garch Modeli”, Hazine Dergisi, Sayı: 2,
- [4] Kaytancı, B.G., (2005), “Merkez Bankası Para Politikası Tepki Fonksiyonu: Türkiye Uygulaması (1990-2003)”, Anadolu Üniversitesi, Eskişehir.

### **Bildiriler**

- [1] Serdengeçti, S. (2002) “Fiyat istikrarı Konuşması” TCMB, Ankara.([www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/2003/kitapidx.html](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/2003/kitapidx.html))
- [2] Güneş, H. (1990) Türkiye’de Para Arzını Kontrol Araçlarının Etkinliği, İstanbul Ticaret Odası, İstanbul.
- [3] Kibritçioğlu, A., Kibritçioğlu, B. (2004, Nisan), “Türkiye’de Uzun Dönem Reel Döviz Kuru Dengesizliği, 1987-2003”, T.C. Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü , s.42.

- [4] Türel, Oktar, (2004), “Döviz Kuru, Cari Açık ve Reel Ekonomi”, Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışmalı Toplantı.
- [5] Terzi, H., & A., Zengin, (1999), “Kur Politikasının Dış Ticaret Dengesini Sağlamadaki Etkinliği: Türkiye Uygulaması”, Ekonomik Yaklaşım, 10, 33 (Yaz).
- [6] Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2002). Yıllık Rapor 2003, Ankara.
- [7] Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2003). Yıllık Rapor 2004, Ankara.
- [8] Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2004). Yıllık Rapor 2005, Ankara.
- [9] Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2005). Yıllık Rapor 2006, Ankara.
- [10] Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2006). Yıllık Rapor 2007, Ankara.
- [11] Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2007). Yıllık Rapor 2008, Ankara.
- [12] Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2008). Yıllık Rapor 2009, Ankara.
- [13] Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2009). Yıllık Rapor 2010, Ankara.
- [14] Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2010). Yıllık Rapor 2011, Ankara.
- [15] Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2011). Yıllık Rapor 2012, Ankara.
- [16] Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2012). Yıllık Rapor 2013, Ankara.
- [16] Kunter, K. ve Ş. Binay (1998) Mali Liberalleşmede Merkez Bankası'nın Rolü, Merkez Bankası Araştırma Yayınları.

## Tezler

- [1] Yiğit, N. (2009). Türkiye’de ve Yükselen Ekonomilerde Para Politikası Uygulamaları ve Enflasyon Hedeflemesi, Maliye Bakanlığı Uzmanlık Tezi.
- [2] Tokel,D.,(2011), “Para Politikası Ve Faiz Kararları Arasındaki İlişki: Teorik Ve Uygulamalı Yaklaşım”(Doktora Tezi) , Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- [3] Abdurrahimoğlu, E., “Parasal büyüklüklerin denetimi ve T.C. Merkez Bankası Parası” (Doktora tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Anabilim Dalı, İstanbul.
- [4] Önder, T., (2005), “Para Politikası:Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması”, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara.
- [5] Kasapoğlu, Ö., (2005), “Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama” TCMB Uzmanlık Tezi, Ankara
- [6] Gögebakan, A. (2008), Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Temel Bilanço Büyüklükleri ve Enflasyonun Açıklanmasında Göreli Önemi 1990-2007 İşleyişi, TCMB Uzmanlık Tezi, Ankara.

## Elektronik Yayınlar/İnternet

- [1] Sivri , Uğur &, Usta, Can, (1999), “Reel Döviz Kuru ve İhracat Arasındaki İlişki”, [www.iktisat.uludag.edu.tr](http://www.iktisat.uludag.edu.tr),

# ÖZGEÇMİŞ

## **Bahadır Vefa SEZER**

**Tel:** 0507 928 29 10

**Adres:** Mehmet Akif Ersoy Mah.Özçelik Sok.

Netel Sitesi 1.Blok D:16

Çengelköy/Üsküdar/İstanbul

**Doğum Tarihi** :28.05.1987

**Doğum Yeri** :Erzurum

**Uyruğu** :T.C.

**Medeni Hali** :Bekâr

**Eğitim Durumu** :01/2011 - ..... **Okan Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü (Yüksek Lisans)**

İşletme Bölümü-Tezli Yüksek Lisans (Tez Aşamasında)

Konu: T.C. Merkez Bankası Para Politikası ve Araçları ”2002-2012 Yılları arasındaki politikaların incelenmesi

Tez Danışmanı: Prof.Dr. H.Targan ÜNAL

2005 – 2010

**Abant İzzet Baysal Üniversitesi (Lisans)**

İ.İ.B.F-İşletme

2002 - 2005

**Üsküdar Yabancı Dil Ağırlıklı CumhuriyetLisesi (İstanbul)**

Fen Bilimleri Bölümü

**Askerlik İle İlişği** : Tecilli

**Yabancı Diller** :İngilizce

(İyi Seviyede)

<b><u>Deneyimler</u></b> :	01/2013 - ..... <b><u>KUVEYT TÜRK KATILIM BANKASI A.Ş.</u></b> İşletme Bankacılığı-Bulgurlu Şubesi
	03/2012 – 01/2013 <b><u>KUVEYT TÜRK KATILIM BANKASI A.Ş.</u></b> İşletme Bankacılığı-Erenköy Şubesi
	11/2010 – 03/2012 <b><u>ASYA KATILIM BANKASI A.Ş.</u></b> Alternatif Dağıtım Kanalları Müdürlüğü Genel Müdürlük
<b><u>Yayımlar</u></b> :	09/2010 <b><u>ABANT İZZET BAYSAL ÜNİVERSİTESİ</u></b> Lisans Bitirme Tezi Konu: Sigortacılık Sektörü ve Pazarlaması Yayın Danışmanı: Doç.Dr. Ruziye COP
<b><u>Yönetilen Projeler</u></b> :	03-2012 <b><u>MÜŞTERİ İLİŞKİLERİ YÖNETİMİ(CRM)</u></b> CRM Projesi Şube Yetkilisi
<b><u>Katıldığı Kurslar ve Sertifikalar</u></b> :	
10/2011	<b><u>SEGEM-SİGORTACILIK EĞİTİM MERKEZİ</u></b> Sigorta Acenteleri Teknik Personel Eğitimi ve Lisansı
02/2009	<b><u>ELGİNKAN VAKFI</u></b> Küreselleşmede Rekabet Gücü
04/2010	<b><u>ELGİNKAN VAKFI</u></b> Sorun Çözme Teknikleri
04/2012	<b><u>DALE CARNEGIE TRAINING</u></b> Satış ve ilişki Yönetimi
02/2012	<b><u>PRESENTA EĞİTİM &amp; DANIŞMANLIK</u></b> Telefonda Satış
12/2011	<b><u>PRESENTA EĞİTİM &amp; DANIŞMANLIK</u></b> Zor Müşterilerle Başa Çıkma Yöntemleri

## İşletme Kredileri Eğitim Paketi

**Bilgisayar Bilgisi** : \*Microsoft İşletim Sistemleri  
\*Office paket Programları  
\*Spss  
\*Muhasebe Paket Programları  
\*Microsoft Crm

**Yetenek ve**  
**Uzmanlıklar** : \*Bireysel Krediler  
\*İşletme Kredileri  
\*Bankacılık Mevzuatı  
\*Finansal Analiz  
\*Finansman Maliyeti Hesaplamaları  
\*Sigorta Satış ve Pazarlaması  
\*Bilanço Okuma ve Yorumlama  
\*Faizsiz Bankacılık

**Referanslar** : İstendiği takdirde verilecektir