

T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
FİNANS ENSTİTÜSÜ
ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS YÜKSEK LİSANS
PROGRAMI

GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKASI ARAÇLARININ
GELİŞİMİ

Yüksek Lisans Tezi

Serdar ÖNER

1150Y75205

İstanbul, 2015

T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
FİNANS ENSTİTÜSÜ
ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS YÜKSEK LİSANS
PROGRAMI

GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKASI ARAÇLARININ
GELİŞİMİ

Yüksek Lisans Tezi

Serdar ÖNER

1150Y75205

Danışman: Yrd. Doç. Dr. Hicabi ERSOY

İstanbul, 2015

T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
FİNANS ENSTİTÜSÜ

ONAY SAYFASI

Yüksek lisans öğrencisi Serdar ÖNER ^{Geleneksel} "Olmayan Para Politikası Araçlarının Gelişimi" konulu tez çalışması jürimiz tarafından Yüksek Lisans tezi olarak (oybirliği / oyçokluğu) ile başarılı bulunmuştur.

Adı – Soyadı

Tez Danışmanı : Yrd. Doç. Dr. Hicabi ERSOY
Jüri Üyesi : Prof. Dr. Yusuf TUNA
Jüri Üyesi : Yrd. Doç. Dr. Cevdet KIZIL

İmza

.....

.....

.....

Hazırlamış olduğum özgün bir çalışma olup YÖK ve İTİCÜ Lisansüstü Yönetmeliklerine uygun olarak hazırlanmıştır. Ayrıca, bu çalışmayı yaparken bilimsel etik kurallarına tamamıyla uyduğumu; yararlandığım tüm kaynakları gösterdiğimi ve hiçbir kaynaktan yaptığım ayrıntılı alıntı olmadığını beyan ederim. Bu tezin ihtiva ettiği tüm hususlar şahsi görüşüm olup İstanbul Ticaret Üniversitesi'nin resmi görüşünü yansıtmamaktadır.

ÖNSÖZ

Bu yüksek lisans programına başlamamda bana cesaret veren Prof. Dr. Esin Okay ve Prof. Dr. Ali Bülent Pamukçu'ya, bu çalışmanın hazırlanmasında akademik bilgi ve tecrübelerini benimle paylaşan ve kıymetli desteklerini hiçbir zaman esirgemeyen tez danışmanım Yrd. Doç. Dr. Hicabi Ersoy'a, anlayış ve yardımları için çalışma arkadaşlarıma, son olarak da hayatımın her alanında desteklerini ve yanımda olduklarını hissettiren çok değerli eşim Gökçe ve biricik oğlum Mete'ye teşekkürlerimi sunarım.

ÖZET

Küresel ekonomik krizden sonra merkez bankalarının sadece geleneksel açık piyasa işlemleri ve faiz oranları ile piyasaya yön vermesinde zorlanacağı anlaşılmıştır. Bu nedenle her ülke kendi ekonomik dinamiklerine uygun para politikası araçlarını geliştirmeye çalışmış ve bunları uygulamaya koymuştur. TCMB de kendisinin belirlediği ve ülke finansal piyasalarını dengede tutmaya çalışan, aynı zamanda ana hedefi fiyat istikrarından vazgeçmeyecek politikalar geliştirmiş ve uygulamıştır. Bu politikalar, uygulama zamanları ve uygulamalardaki zaafılar zaman zaman ülkede tartışma konusu olmuştur. 2008 Eylül ayında krizin derinleşmesi ve reel ekonomik aktivitenin çökmesi, merkez bankalarını miktarsal genişleme, zorunlu karşılıklar, faiz taahhüdü gibi çok sayıda geleneksel olmayan para politikası uygulamasına yöneltmiştir.

Bu çalışma Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın tarihsel gelişimini, uyguladığı para politikaları ile Dünya'da uygulanan para politikası araçlarının gelişimini, küresel finansal krizlerle birlikte geleneksel olmayan para politikalarının ülkemizdeki tecrübelerini gözler önüne sermeyi amaçlamaktadır. Küresel finansal kriz sürecinde yaşananları ve bu yaşananların geleneksel olmayan para politikasının uygulanmasına nasıl yol açtığı konusunda bilgi veren bu çalışmada daha sonra, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler, gelişmiş ülkelerin 2008 küresel krizinden sonra uyguladıkları geleneksel olmayan para politikaları incelenecektir. Son olarak da Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın küresel kriz sonrası dönemde uyguladığı geleneksel olmayan para politikaları ve bu politikaların performansı değerlendirilecektir.

Anahtar Kelimeler: Geleneksel olmayan para politikaları, zorunlu karşılıklar, rezerv opsiyon katsayısı, miktarsal genişleme, kredi genişlemesi, faiz taahhüdü.

ABSTRACT

Most world's central banks have widely used open market operations to influence the interest rates for price stability and low inflation as their primary objective.. Over the course of the global financial crisis of 2008, central banks confronted with the inadequacy of the conventional monetary policies to promote economic recovery and price stability.The intensification of the crisis in the September of 2008 and the collapse of the real economic activity prompted many central banks to use numerous unconventional monetary policy tools such as quantitative easing, credit easing and interest rate commitment.

This study aims at bringing out the Turkish Central Bank's historical improvement and its monetary policies,. It begins with the process of the global financial crisis and shows how the global financial crisis paved the way to use of the unconventional monetary policies. Then inflation targeting countries, the USA, the UK, China, Japan and the European Central Bank will be analyzed with their unconventional policies between 2009 and 2012. Finally, the unconventional monetary policies of Central Bank of the Republic of Turkey during the global financial crisis and their performance related to the aim of the Central Bank of the Republic of Turkey will be discussed.

Keywords: Unconventional monetary policy, reserve requirement,quantitative easing, credit easing, interest rate commitment.

İÇİNDEKİLER

TABLO LİSTESİ.....	vi
GRAFİK LİSTESİ.....	vii
KISALTIMA LİSTESİ.....	viii
İÇİNDEKİLER.....	ix
GİRİŞ	1

1. MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKASI ARAÇLARI VE AMAÇLARI.....3

1.1- Dünya Merkez Bankacılığı Temel ekonomik amaçlar ve para politikası.....	3
1.2- Para politikası.....	5
1.3- Para politikası araçları.....	8
1.3-1. Para politikasının geleneksel araçları.....	10
1.3-1.1. Faiz oranı denetimi.....	11
1.3-1.2. Kredi tavanı denetimi.....	12
1.3-1.3. Reeskont kotaları.....	13
1.3-1.4. Disponibilite uygulaması.....	13
1.3-1.5. İletişim kanalları.....	14
1.3-2. Para politikasının geleneksel olmayan araçları.....	14
1.3-2.1. Açık piyasa işlemleri.....	16
1.3-2.2. Döviz işlemleri.....	18
1.3-2.3. Reeskont işlemleri.....	19
1.3-2.4. Zorunlu karşılıklar,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,,	20

2. TÜRKİYE'DE MERKEZ BANKASI VE UYGULANAN PARA POLİTİKASI ARAÇLARI.....21

2.1- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Kuruluş Süreci ve Dönemler İtibariyle Para Politikası ve Araçları.....	22
2.1-1. TCMB kuruluş yılları.....	22
2.1-2. 1980 Mali serbestleşme dönemi.....	26
2.1-3. (1991 Körfez savaşı-1995) dönemi.....	27
2.1-4. (1995-2000) dönemi	28
2.1-5. 2000 ve 2001 krizleri.....	30

2.1-6. 2008 küresel krizi ve sonraki dönem.....	36
3. GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARI VE TCMB	
UYGULAMALARI.....	41
3.1- Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları.....	41
3.1-1. Miktar genişlemesi.....	43
3.1-2. Kredi genişlemesi.....	44
3.1-3. Faiz taahhüdü	45
3.1-4. Zorunlu karşılık uygulaması.....	46
3.1-5. Faiz koridoru uygulaması.....	47
3.2- Dünya Ekonomilerinde Geleneksel Olmayan Para Politikaları Uygulamaları.....	48
3.2-1. Ülke bazında politika uygulamaları.....	49
3.2-2. Miktarsal genişleme.....	50
3.2-3. Kredi genişlemesi.....	51
3.2-4. Faiz taahhüdü.....	52
3.2-5. Faiz koridoru.....	54
3.2-6. Zorunlu karşılıklar.....	55
3.2-7. Kredi vadelerinin uzatımı.....	56
3.3- Türkiye’de Geleneksel Olmayan Para Politikaları.....	58
3.3-1. Faiz koridoru.....	63
3.3-2. Zorunlu karşılıklar ve rezerv opsiyonu mekanizması	65
3.3-3. İletişim kanallarının kullanımı ve istisnai gün uygulaması.....	71
3.3-4. Türkiye ve diğer ülke uygulamalarına bakış	73
SONUÇ.....	86
KAYNAKÇA.....	88
EKLER.....	95

TABLO LİSTESİ

Tablo-1 Kasım 2000 Gecelik Borçlanma Faizleri.....	32
Tablo- 2 Politika Bazında Ülke Uygulamaları (2008 ve Sonraki Yıllar).....	49
Tablo- 3 En Büyük 20 Ekonomi GSYİH	57
Tablo- 4 Kriz Dönemi Gelişmeler.....	66
Tablo- 5 TCMB Zorunlu Karşılık Oranları.....	69
Tablo- 6 Rezerv Opsiyon Katsayıları.....	71
Tablo- 7 Kriz Yaşayan Ülkelerin GSYİH Büyüme Oranları (Yıllık, %)......	74

GRAFİK LİSTESİ

Grafik- 1 Küresel Büyüme Rakamları.....	8
Grafik- 2 Küresel Politika Faizleri.....	11
Grafik- 3 Küresel Enflasyon.....	42
Grafik- 4 TCMB Faiz Koridoru (2011 Yılından İtibaren).....	64
Grafik- 5 TCMB Döviz Rezervleri.....	66
Grafik- 6 Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Sermaye Hareketleri.....	77
Grafik-7 Türkiye’de Cari İşlemler Dengesi/GSYİH.....	80
Grafik- 8 Cari Açığın Finansmanı (12-aylık birikimli, milyon ABD doları).....	81
Grafik- 9 Türkiye’de Toplam Kredi Büyüme Oranı (%)	82
Grafik- 10 2005 Sonrası Türkiye’de Üretim Düzeyi (2010 =100)	83
Grafik- 11 Türkiye GSYİH Büyüme Oranı (%)	84
Grafik- 12 GSYİH Alt Kalemlerinin GSYİH’ye Katkısı.....	84

KISALTMA LİSTESİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AMB	: Avrupa Merkez Bankası
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senedi
FED	: Federal Reserve Bank (ABD Merkez Bankası)
GOPP	: Geleneksel Olmayan Para Politikaları
GSYİH	: Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
İMF	: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
OECD	: Organization for Economic Co-Operation and Development (Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü)
PPK	: Para Politikası Kurulu
ROK	: Rezerv Opsiyonu Katsayısı
ROM	: Rezerv Opsiyonu Mekanizması
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Lirası
TL	: Türk Lirası
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
YP	: Yabancı Para

GİRİŞ

1980’li yıllara kadar ekonomilerde maliye politikası hakimken daha sonraki yıllarda buna para politikası da eklenmiştir. Hatta 2000’lerden sonra para politikası öne çıkmaya başlamıştır. O zamandan beri para politikasının ekonomiye yön vermesi ve maliye politikasının ona destek olması yaklaşımı ekonomi anlayışında hakim bulunmaktadır. Bunun nedenlerini şöyle sıralayabiliriz; Para politikası, kanun çıkarmak gibi bir zorunluluk olmadığı için zaman kaybına neden olmamakta, para politikası merkez bankaları tarafından uygulandığı ve merkez bankaları bağımsız olduğu için sorumluluğun siyasetçiye çıkma ihtimali maliye politikasına göre çok daha düşük bulunmaktadır. Bundan dolayı para politikası, ekonomiyi yönlendirmekte egemen hale gelince doğal olarak bu politikayı yürüten merkez bankaları da ekonomiye yön vermekte hakim güç haline gelmektedirler. Artık hükümetlerin alacağı ekonomik kararlardan çok merkez bankalarının alacağı para politikası kararları merakla beklenir hale gelmiştir.

Merkez bankalarının temel hedefi ekonomik istikrarın sağlanması ve muhtemel ekonomik dalgalanmaların önüne geçilmesidir. Yaşanacak istikrarsız ekonomik günler ülkelerin (daha çok gelişmekte olan ülkeler) öncelikle fiyat istikrarını kaybetmesine sebebiyet vermekte ve tam istihdam hedefini yakalayamamalarına neden olmaktadır. Aynı zamanda döviz kurlarının istenmeyen noktalara gelmesine neden olarak ülkenin kriz ile karşı karşıya kalmasına sebebiyet vermektedir.

Türkiye enflasyonun ne kadar tahripkâr olduğunu tecrübe etmiş bir ülkedir. Yapılan incelemelerde vatandaşın cebindeki paranın 30 yıllık sürede yaklaşık %70’ini kaybettiğini bilmekteyiz. Bu yüksek enflasyon ve buna bağlı olarak oluşan yüksek faiz ekonomimizi önemli sıkıntılara sürüklemiştir. Enflasyonun kademeli olarak kontrol altına alınmasından sonra faizleri düşürüp ekonomi için hareket alanı yaratılmıştır. Enflasyon oranı görece önemli derece azalmış olsa da bu seviyenin yeterli olmadığını ve fiyat istikrarının uzun vadede toplumun refah düzeyini arttıracak ve sürdürülebilir büyümeye katkı sağlayacak en önemli hedef olduğunu unutmamamız gerekmektedir.¹

¹ Durmuş Yılmaz, **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni** 2011/9

Merkez bankaları zaman zaman finansal istikrar ve fiyat istikrarı arasında sıkışıp kalmakta, öncelikli görevleri olan fiyat istikrarı için adımlar atarken aynı zamanda finansal istikrarı da gözeterek politikalarını belirlemektedirler. Buna örnek olarak kısa vadeli faizler ile fiyat istikrarı sağlanmaya çalışılırken, diğer bir hedef olan finansal istikrar için farklı politika araçlarına ihtiyaç duyulması gösterilebilir. Bunlar finansal piyasaları doğrudan etkileyebilmekte olup, sermaye yeterlilik rasyosu ve karşılık oranları bunlara örnek olarak verilebilir.

Fiyat istikrarının sağlanması tek başına ülke ekonomilerinin krize girmemesi için yeterli olmamış ve esnek enflasyon hedeflemesi kavramı bundan sonra literatüre eklenmiştir. Gelişmiş olan ülkeler ve gelişmekte olan ülkelerin uyguladığı politikalar ayrışmakta olup ilk grupta bulunan ülkeler ekonomiyi canlandırma amacı taşıırken, ikinci gruptakiler sermaye girişlerinin çıktıkları anda ülke ekonomilerini olumsuz etkilemesini engellemeye çalışmaktadırlar. Türkiye’de uygulanan bu politikalar farklı iktisadi hedefleri gözetmiş ve rakamlar incelendiğinde etkili oldukları gözlemlenmiştir.²

Küresel ekonomik krizden sonra merkez bankalarının sadece geleneksel açık piyasa işlemleri ve faiz oranları ile piyasaya yön vermesinde zorlanacağı anlaşılmıştır. Bu nedenle her ülke kendi ekonomik dinamiklerine uygun para politikası araçlarını geliştirmeye çalışmış ve bunları uygulamaya koymuştur. TCMB de kendisinin belirlediği ve ülke finansal piyasalarını dengede tutmaya çalışan, aynı zamanda ana hedefi fiyat istikrarından vazgeçmeyecek politikalar geliştirmiş ve uygulamıştır. Bu politikalar, uygulama zamanları ve uygulamalardaki zaafklar zaman zaman ülkede tartışma konusu olmuştur. Çalışmanın 1. Bölümünde, Merkez Bankası para politikası araçlarını, 2. Bölümünde TCMB’ nin uyguladığı politikalar ve tarihsel gelişimi, 3. Ve son bölümünde ise TCMB’nin uyguladığı geleneksel olmayan para politikalarına ve bunların etkilerine yer verilecektir.

² Burak Darıcı, **Finansal İstikrar ve Finansal İstikrara Yönelik Kamusal Sorumluluk Çerçevesinde Para Politikası: Türkiye Analizi**,2012, s: 8

1. MERKEZ BANKASI PARA POLİTİKASI ARAÇLARI VE AMAÇLARI

1.1. Dünya’da Merkez Bankacılığı, Temel Ekonomik Amaçlar ve Para Politikası

Birçok temel hedef sıralamak mümkünse de, genel olarak bir ekonomide dört temel hedeften söz edilebilir. Bunları;³

- Kaynakların tam olarak istihdamı,
- Fiyat istikrarının sağlanması ve korunması,
- İstikrarlı ve hızlı bir ekonomik büyüme,
- Ödemeler dengesindeki istikrarın sağlanması, olarak sıralamak mümkündür.

Bu temel ekonomik hedeflere ulaşılması, bir ülkenin jeopolitik konumu, siyasi ve kültürel yapısı, sağlık ve eğitim kalitesi, yapısal düzenlemelerle şekillenen ekonominin alt yapısı, yönetim kalitesi gibi birçok faktörle birlikte, yine bu faktörlerden yoğun olarak etkilenen merkezi yönetimin uyguladığı maliye ve para politikalarına bağlıdır. Bu temel ekonomik hedeflere ulaşmak için uygulanacak ekonomi politikalarını, para ve maliye politikaları olarak iki gruba ayırmak mümkündür.⁴

Para politikası, paranın miktarını, maliyetini ve firmalar ile hane halklarının beklentilerini etkileyerek temel amaçlara ulaşmaya yönelik olarak oluşturulan stratejiler bütünü olarak tanımlanabilir. Diğer bir tanımlamayla da, para politikası paranın elde edilebilirliğini ve maliyetini etkilemeye yönelik alınan kararları ifade eder. Maliye politikası ise tam istihdam, ulaşılabilir (makul) fiyat istikrarı, ekonomik büyüme ve diğer önemli (makro) ekonomik amaçlara ulaşabilmek amacıyla hükümetin gelir ve harcama programlarının toplamıdır veya devletin vergi almak, harcama yapmak, borçlanmak ve bütçe yapmak gibi hak ve yetkilerinden yararlanarak kamu ekonomisinin amaçlarını gerçekleştirmeyi sağlayan bir ekonomi politikasıdır.⁵

³ Timur Önder, **Para Politikası, Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, 2005, s.1

⁴ Aytuğ Pirimoğlu, **Para Politikası**, Eskişehir, 1991 s.21

⁵ P. S. Rose, **Money and Capital Markets, The Financial System in the Economy**. (2. edition). Texas: Business Publications, Inc., 1986

Finansal istikrarın sağlanması ve korunması amaçları çerçevesinde maliye politikası önemli bir araçtır. İlk olarak, kamunun harcama ve vergi politikaları otomatik dengeleyici olarak görev yaparak finansal dengesizliklerin önüne geçilmesine katkıda bulunabilmektedir. Güçlü ekonomik büyüme dönemlerinde harcama artışlarının sınırlandırılması ve vergi oranlarının artırılması, ekonominin küçüldüğü dönemlerde genişletici maliye politikaları uygulanmasına imkân tanımaktadır. Bu yolla ekonomik döngülerin ekonomik aktivite ve istihdam piyasası dinamikleri üzerindeki etkileri azaltılabilmektedir. Ayrıca maliye politikası bünyesinde oluşturulan kaynaklar, ekonomik daralma dönemlerinde sıkıntıya düşen finans kuruluşlarına kurtarma paketleri vasıtasıyla yardım edilmesine imkân tanımaktadır. Bu durum ekonomik döngülerin finans piyasası üzerindeki etkilerinin sınırlandırılmasını sağlamaktadır. İkinci olarak, güçlü ekonomik büyüme dönemlerinde sıkı maliye politikası izlenmesi kredi genişleme hızını yavaşlatarak varlık fiyatlarında oluşabilecek köpükleri küçültebilmektedir. Son olarak maliye politikası finansal dengesizliklerin görülme olasılığının bulunduğu ve köpüklerin oluşmaya başladığı sektörlerle yönelik olarak kullanılabilir. Söz konusu sektörlerle yönelik kredi genişlemesinin sınırlandırılması gibi makro ihtiyati tedbirlere ek olarak vergi politikalarının uygulanması finansal dengesizliklerin engellenmesine katkıda bulunmaktadır.⁶

Politika yapıcılarını zor duruma düşüren en önemli unsurlardan biri ekonomi politikalarının amaçlar arasında çelişkiler yaratmasıdır. Örneğin, üretimi arttırıp işsizliği azaltma yönünde uygulanacak politikalar genellikle fiyat istikrarının bozulmasına neden olurlar.⁷ Bundan dolayıdır ki para politikası bir vakum içerisinde yürütülemez. Para politikasının güvenilir bir nominal çıpa uygulama ve fiyat istikrarını destekleme gücü için iki temel ön şart vardır; 1- Sorumlu maliye politikası, 2- Finansal sistemin sağlamlığını ve güvenliğini destekleyen finansal politikalar. Bir devlet sağlıklı mali ve finansal politikalara sahipse, para politikasının enflasyonu kontrol altında tutamayacağını görürüz. Bu nedenle sorumlu maliye politikaları, sağlıklı finansal politikalar ve bağımsız merkez bankası başarılı bir para politikası için ön şarttır.⁸

⁶ TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, 2015, s: 16

⁷ Mahfi Eğilmez, Ercan Kumcu, **Ekonomi Politikası**, İstanbul, 2006, s: 36

⁸ Frederic. S. Mishkin, **Para Politikası Stratejisi**, 2007, s:532

1.2. Para Politikası

Para politikasını kısaca tanımlamak gerekirse; ‘Belli ekonomik amaçları gerçekleştirmek için para ve kredi koşullarının Merkez Bankası tarafından kontrol edilmek üzere bilerek ve isteyerek yapılan gayretler olarak’ değerlendirilmektedir.⁹

Fiyat istikrarının ekonomik ve sosyal istikrar sağlanabilmesi için olmazsa olmaz bir ön koşul olduğu genel kabul gören bir olgudur. Fiyat istikrarının sağlanamadığı ortamlarda, finansal piyasaların verimli finansal aracılık yapma yetenekleri azalmakta, reel faiz oranları yüksek risk primi içerdiğinden yüksek seyretmekte, uygulanan politikalara güvensizlik oluşmakta ve bu durum, hükümetlerin kapsamlı ve uzun soluklu ekonomik programlar uygulayamamasına yol açmaktadır. Fiyat istikrarının olmaması ayrıca, uluslararası piyasalarda ekonominin rekabet gücünü azaltmakta, sermaye piyasalarına erişimini kısıtlamakta, işgücü piyasalarının etkin çalışmasını engellemekte, gelir dağılımını bozmakta ve bireylerin karar alma süreçlerinde geleceğe bakmaktan çok geçmişe endeksleme alışkanlıklarının ortaya çıkmasına yol açarak, enflasyonun atalet kazanmasına neden olmaktadır. Tüm bu unsurlar göz önünde bulundurulduğunda, fiyat istikrarının bir toplumun iktisadi ve sosyal refahının sağlanması açısından ne denli önemli olduğu ortaya çıkmaktadır. Bu ve benzeri nedenlerle, para politikasının birincil amacının fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olarak belirlenmesinin gerekliliği, zaman içinde giderek daha fazla kabul görmüştür.¹⁰

Bu açıdan bakıldığında, merkez bankalarının alacağı politika kararlarının ekonomiyi hangi yöntemlerle yönlendirip temel amaçlara ulaşılmasını sağlayacağını bilmesi uyguladığı para politikası stratejisi doğrultusunda paranın değerini ve miktarını nasıl tespit edeceğine karar vermesi gerekmektedir.¹¹

⁹ Vildan Serin, **Para Politikası**, İstanbul, 1987, s: 7

¹⁰ Hakan Kara, Musa Orak, **Enflasyon Hedeflemesi**, TCMB Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü.2008,s:3

¹¹ Emre Karpuz, **Ödeme Sistemleri Ve Araçlarının Artan Kullanımı: Kredi Kartı Kullanımının Para Politikası Etkinliğine Etkisi**, 2012, s: 24

Para politikası kararları alınırken devletin hedefi enflasyona neden olmaksızın tam istihdam düzeyine ulaşmak ve bunu sürdürmektir. Bir diğer deyişle, ekonomi durgunluğa girme eğilimi gösterdiğinde ve ekonomik faaliyetlerde bir yavaşlama başladığında merkez bankası para arzını arttırmaya ve faiz oranlarını düşürmeye karar verecektir. Bu yöndeki para politikasına gevşek veya genişlemeci para politikası adı verilmektedir. Öte yandan ekonomi gereğinden fazla canlanmış ve enflasyonist tehditler kendini hissettirmeye başlamışsa, para otoriteleri para arzındaki artışı yavaşlatmak ve faiz oranlarını yükseltmek isteyeceklerdir. Bu yöndeki para politikası ise sıkı veya daraltıcı para politikası olarak adlandırılmaktadır.¹²

Merkez bankaları enflasyonu doğrudan kontrol edemezler. Bu nedenle, enflasyonu belirleyen değişkenleri kontrol ederek, bu değişkenler aracılığıyla enflasyonu kontrol etmeye çalışırlar. Bunun için, merkez bankaları aktarım mekanizmasını analiz ederek, hangi değişkenlerin enflasyon üzerinde etkili olduğunu belirlemektedirler. Bu değişkenler;¹³

1. Para arzı,
2. Kurlar,
3. Merkez bankası bilanço büyüklükleridir.

Bizimkisi gibi döviz rezervleri sınırlı olan ülkelerde, merkez bankası, 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.¹⁴

¹² www.ekodialog.com/finansal_eko/merkez_bankasi_gorevleri.html

¹³ Önder, a.g.e.,s.34

¹⁴ İzzettin Önder, **Kamu Kesimi Finansman Açıkları**,1996,s: 17

Enflasyon hedeflemesi de bu fiyat istikrarına ulaşmak için birçok Merkez Bankası tarafından uygulamaya konulmuş en önemli para politikası stratejisidir. En basit şekilde ifade etmek gerekirse enflasyon hedeflemesi, kolayca anlaşılabilen sayısal bir enflasyon hedefinin tutturulmasının kesin ve öncelikli bir amaç olarak kabul edildiği politika stratejisidir.¹⁵ Aynı zamanda enflasyon hedeflemesi politikaları, politikayı şeffaf yapma, politikanın açık ve anlaşılır olması ve kamuyla düzenli iletişim halinde olması üzerine vurgu yapmaktadır.¹⁶

Enflasyon hedeflemesine geçilebilmesi için, para otoritelerinin enflasyon hedefi dışında parasal ücretler ve parasal döviz kurları gibi nominal değişkenlere ilişkin katı bir taahhütte bulunmaması gerekir. Zira para otoritelerinin birden fazla değişkene ilişkin bir taahhütte bulunması, para politikası uygulamalarında bir çelişki doğurur. Diğer bir deyişle para otoriteleri, para politikası uygulamalarında diğer parasal taahhütleri ile enflasyon hedefi taahhüdü arasında bir tercih yapmak zorunda kalabilir. Bu ise, para otoritelerinin enflasyon hedefi taahhüdünden sapmasına yol açacağından, enflasyon hedeflemesine geçilmeden önce para otoritelerinin enflasyon hedefi dışında parasal büyüklüklere ilişkin bir taahhütte bulunmaması gerekir. Enflasyon hedeflemesine geçilebilmesi için gerekli olan ikinci koşul ise, merkez bankasının bağımsız olmasıdır. 1990'lı yılların başından itibaren Yeni Zelanda, Şili, Meksika, Arjantin, İspanya, Fransa ve İngiltere gibi ülkeler, merkez bankalarına daha fazla bağımsızlık vermeye başladılar. Şüphesiz ki bu radikal değişimde, dünyanın en bağımsız merkez bankaları olan Bundesbank'ın ve İsviçre Merkez Bankasının enflasyonu kontrol altına almadaki performansı ve dünya çapında görülen finansal serbestleşme hareketlerinin büyük etkisi olmuştur.¹⁷

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 para arzının önemini çok iyi özetlemektedir. Bundan dolayıdır ki hangi para politikası stratejisi uygulanırsa uygulansın, fiyat istikrarında para arzının kontrolü her zaman önemlidir.¹⁸

¹⁵ İlker Parasız, **Merkez Bankacılığı Ve Para Politikası**, İstanbul, 2011, s:321

¹⁶ Frederic, S. Mishkin, **Para Politikası Stratejisi**, 2007, s:255

¹⁷ Tahir Büyükkakın, Cemil Erarslan, **Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye'de Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi**, 2004, s: 8

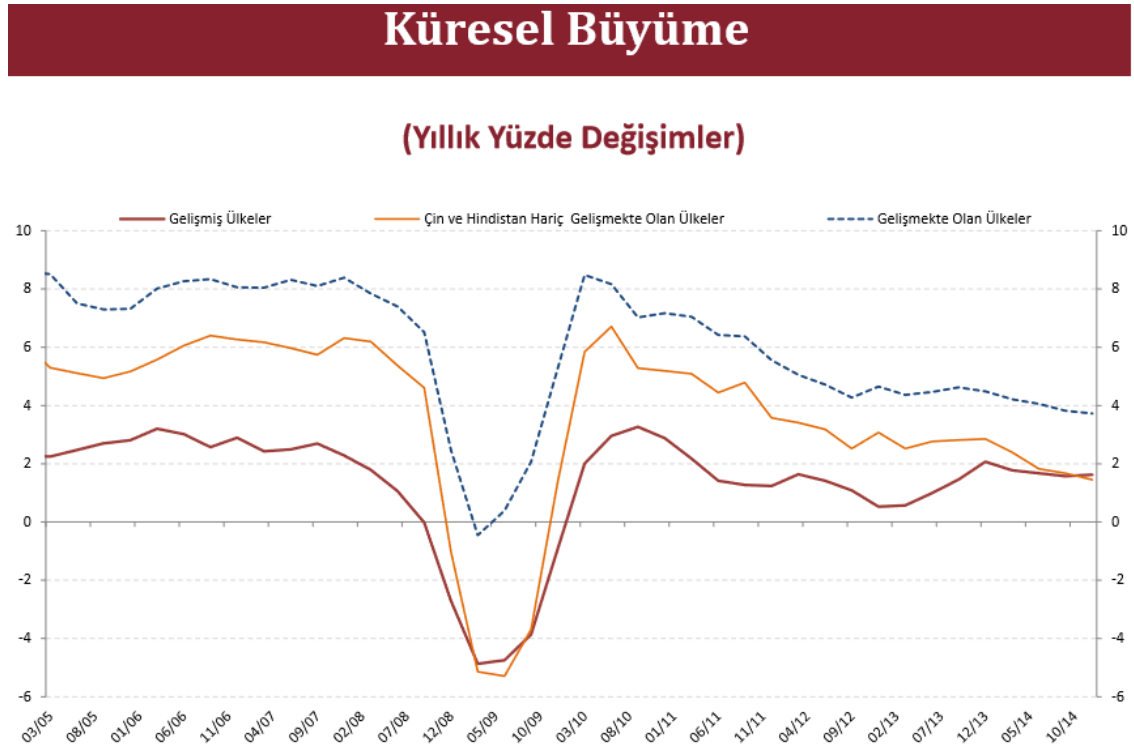
¹⁸ www.metinberber.com/kullanici_dosyalari/file/yklasik/ppt.

1.3. Para Politikası Araçları

Merkez bankaları ekonomik ve finansal sistemdeki volatilitiyi beş spesifik amaç güderek azaltmaya çalışmıştır;¹⁹

- Düşük ve istikrarlı enflasyon,
- Yüksek istihdamla birlikte yüksek ve istikrarlı reel büyüme,
- İstikrarlı finansal piyasalar,
- İstikrarlı faiz oranları,
- İstikrarlı döviz kuru.

Bu beş unsurdan herhangi birindeki istikrarsızlık bütün ekonomiyi kapsayan bir risk ortaya koymaktadır.



Grafik- 1 Küresel Büyüme Rakamları

Kaynak: TCMB, Ekonomik Gelişme Raporu, 2015

¹⁹ Vural, a.g.e. s: 12

Ülkeler, kendi ekonomik dinamikleri ve bu dinamiklerin gelişimine göre para politikası araçları geliştirmiş ve uygulamıştır. Aynı zamanda merkez bankacılığının gelişimi de bu politikalar üzerinde etkili olmuştur. Grafik 1’de ülkelerin büyüme rakamları görülmektedir.

Para politikası denildiğinde üç grupta toplanabilecek alt politikalar anlaşılmaktadır. Birinci grupta dolaysız para politikası araçları yer alıyor. Bunlar:²⁰ (1) Kredi tavanı, (2) Faiz denetimi, İkinci grupta dolaylı para politikası araçları yer alıyor. Bunlar: (1) Reeskont politikası, (2) Açık piyasa işlemleri (APİ), (3) Karşılıklar politikası. Üçüncü grupta enflasyon hedeflemesi yer almaktadır.

Kullanılan para politikası araçları, parasal otoritenin etkilemek istediği para, kredi veya faiz oranları gibi değişkenler üzerinde maksimum derecede kontrol imkânı sağlamalı ve ekonomideki tasarrufların dağılımına ve bunların etkin hareketliliğine zarar vermeyecek çeşitli arzu edilmeyen olumsuz yan etkilerinin minimize edilmesini sağlamalıdır.²¹

Doğrudan para politikası araçlarının avantajları aşağıdaki gibi özetlenebilir:²²

- Özellikle geçici krizler esnasında, merkez bankasının mevduat kredi miktarının maksimum büyüklüğünü veya fiyatlarını kontrol edebilmesinin etkin bir yolu olabilir,
- Finansal piyasaların yeterince gelişmediği veya merkez bankasının dolaylı para politikası araçlarını kullanmada teknik olarak yetersiz olduğu durumlarda, direk araçlar oldukça etkin ve yararlı bir biçimde kullanılabilir.

²⁰ Mahfi Eğilmez, **Güncellenmiş Para Politikası Uygulamaları**, 2012,s: 1

²¹ Burak Darıcı, **Finansal İstikrar ve Finansal İstikrara Yönelik Kamusal Sorumluluk Çerçevesinde Para Politikası: Türkiye Analizi**, 2010, s: 25

²² Önder, **a.g.e** s:60

Doğrudan para politikası araçlarının dezavantajları ise aşağıdadır:²³

- Tek tek banka kontrolleri, finansal sistem içinde yer alan herkese fayda sağlayan rekabetçi bir yapı oluşmasını engeller. Rekabet daha etkin bir bankacılık için, daha düşük kredi daha yüksek mevduat faiz oranlarının teklif edilmesine imkân sağlar,
- Bazı bankalar üzerinde yapılan selektif kredi kontrolleri piyasaları bozmakta ve bu kontrollerin ekonomiye yüklediği maliyetlerde ölçülememektedir,
- Direkt kontroller, yurtdışına veya denetimsiz piyasalara doğru kayışı teşvik etmektedir. Dünya finansal sistemine entegre olmuş ve giderek açık hale gelen bir ülke de ki firmalar ve hane halkları, yurtiçindeki engellemelerden kaçınmak için yurtdışından borçlanmayı tercih ederler.

Bu çerçevede, dolaylı (geleneksel olmayan) para politikası araçlarına geçişin iki temel sebebi vardır:²⁴

1. Etkin bir parasal kontrol sistemi kurmak,
2. Piyasada finansal kaynakların serbest dağılımına izin vererek finansal aracılığın etkinliğini geliştirmek ve ekonomideki kaynakların etkin dağılmasını sağlamak.

1.3.1. Para Politikasının Geleneksel Araçları

Gerek ihtiyari politikalara karşı ileri sürülen görüşler gerekse enflasyonun ortaya çıkardığı maliyetler, fiyat istikrarının para politikası için uzun dönemde birincil hedef olarak kabul edilmesine yol açmıştır. Fiyat istikrarının birincil hedef olarak kabul edilmesi, para politikası için nominal bir çıpanın seçilmesini zorunlu kılmıştır. Bu çerçevede, alternatif para politikası stratejileri gündeme gelmiştir. Fiilen uygulanan stratejiler üç tanedir;²⁵

- i. Döviz Kuru Hedeflemesi Stratejisi,
- ii. Parasal Hedefleme Stratejisi,
- iii. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi.

²³ Sadun Aren, **Para ve Para Politikası**. İstanbul: Gerçek Yayınevi, 2000, s: 19

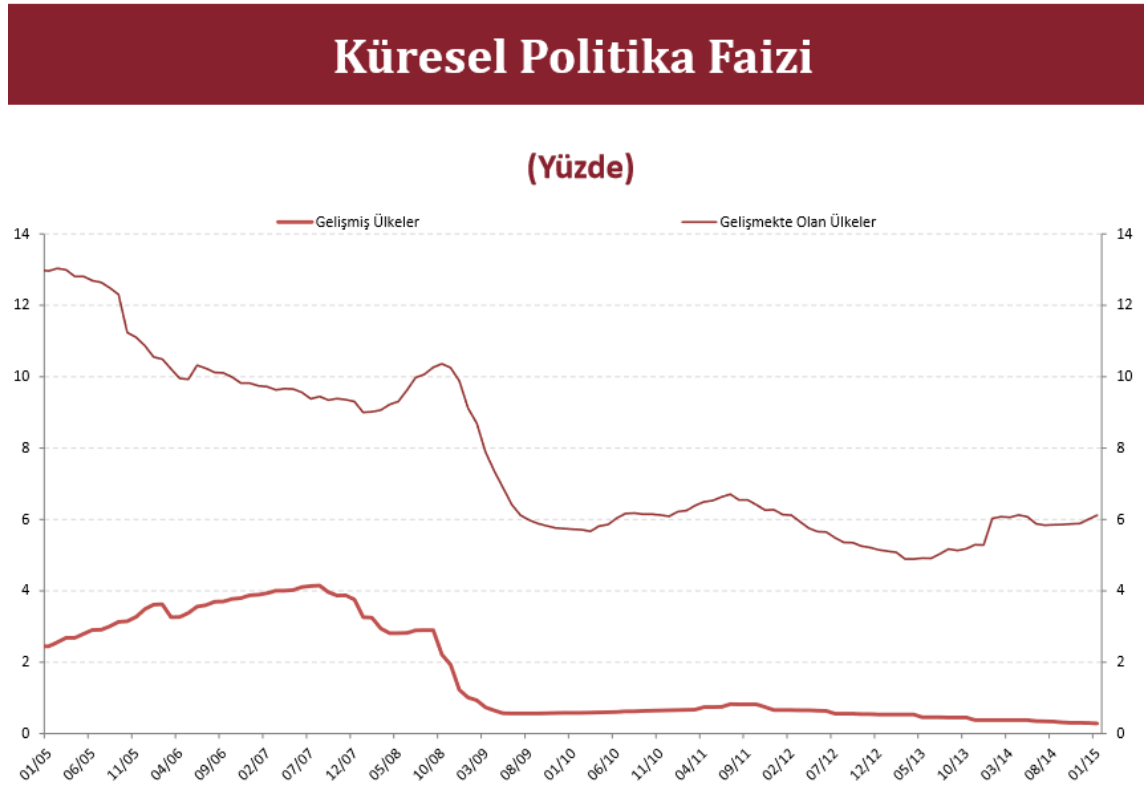
²⁴ **A.g.e.** s: 25

²⁵ Seyfettin Erdoğan, **Alternatif Para Politikası Stratejileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme**,2005,s: 2

Merkez bankası piyasa koşullarını etkilemek amacıyla birincil veya ikincil piyasalarda dolaylı araçları da kullanmakta, bütün inisiyatifi piyasalara bırakmamakta, kendi belirlediği hedefler doğrultusunda piyasalarda gerekli ortamı hazırlayarak piyasaları yönlendirmeye de çalışmaktadır. Dolaylı araçlar piyasa bazlı araçlar olarak adlandırılmaktadır. Bu araçların fiyatları piyasa tarafından belirlenmektedir. Ancak bu araçlar piyasa bazlı veya dolaylı olarak adlandırılırken, kullanım koşullarını içeren uygun katılımcılar, ihale yöntemi ve ödeme biçimleri gibi asgari düzenlemeleri de içermektedirler.²⁶

Şimdi merkez bankalarının kullandığı dolaylı araçların bazılarına değinelim;

1.3.1.1. Faiz Oranı Denetimi



Grafik- 2 Küresel Politika Faizleri

Kaynak: TCMB, Ekonomik Gelişme Raporu, 2015

²⁶ Memduh Aslan Akçay, **Para Politikası Araçları**,: 33

Merkez bankası minimum veya maksimum mevduat ve kredi faizlerini ve/veya bazen de ortalama mevduat ve kredi faizleri arasındaki farkı (açıklığı-fark) belirleyerek çeşitli sınırlamalar koyabilirler. Bu araç günümüzün gelişmiş ekonomilerindeki etkin çalışan modern merkez bankacılığı sisteminde artık pek tercih edilmemektedir. Merkez bankalarının bu aracı kullanmamasının en temel sebepleri ise; merkez bankasının kredi piyasasını dengeye getirecek bir faiz oranını belirlemesi hem çok zordur hem de bu piyasada dengede olmayan faiz oranlarının ekonomiye maliyeti çok yüksektir. Ayrıca, bankalar verecekleri kredinin fiyatını (maliyetini) belirleme aşamasında risk faktörlerini de hesaba katabilecekleri bir esnekliğe ihtiyaç duymaktadırlar. Serbest piyasa ekonomilerinde, faizlerdeki değişiklikler kredi kaynaklarına olan arz ve talebi dengelemektedir.²⁷ Bu yolla farklı sektörler için farklı faiz oranları uygulanabilmekte, teşvik edilmek istenen sektörlerle verilecek kredilerin faiz oranları daha düşük tutulabilmekte ve sonuçta kaynakların bu sektörlerle aktarılması veya diğer sektörlerle kaymasının engellenmesi amaçlanmaktadır.²⁸

1.3.1.2. Kredi Tavanı Denetimi

Genel olarak enflasyon için belirlenen hedefler çerçevesinde hükümete ve diğer ekonomik kanallara açılacak toplam kredi büyümesinin hesaplanmasında kullanılmaktadır. Merkez bankaları, ticari bankaların çeşitli ekonomik faaliyetlerle ilgili olarak açacakları kredilere bazı sınırlamalar getirebilir. Toplam kredi genişlemesi her bir ticari bankanın toplam kredi hacmi içindeki payı nispetinde dağıtmakta ve belirlenmektedir. Ayrıca, hem faiz oranı hem de kredi tavanı kontrolleri genel olarak, herhangi bir sektörü teşvik etmek veya engellemek için değil, tüm parasal genişlemeyi frenlemek için de kullanılabilir.²⁹

Bankaların açabilecekleri kredilere konulan miktar limitine kredi tavanı denmektedir. Örneğin Merkez Bankası bankalara, topladıkları mevduatın ya da tüm kaynaklarının (mevduat + özkaynak + diğer kaynaklar) yüzde 80'i kadar kredi açabilecekleri

²⁷ Adnan Büyükdeniz, **Türkiye'de Faiz Politikaları**. İstanbul: Bilim ve Sanat Vakfı Yayınları, Yayın No. 1, İktisat Serisi: 1. 1991

²⁸ Burak Ali Han TECİM, **Kayıt Dışı Ekonomide Vergi Ve Vergi Denetiminin Önemi**,2008,s: 25

²⁹Selcen Şahin, **Para Politikalarının Bankacılık Sektörü Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği**, 2011, s: 25

talimatını vermişse buradaki yüzde 80 oranı kredi tavanını oluşturur. Diyelim ki bir bankanın toplam mevduatı 100 TL ise açabileceği kredinin tavanı 80 TL olur. Böyle bir oran koymak yerine doğrudan miktar da konulabilir. Örneğin Merkez Bankaları bankalara her yıl X milyar TL'den fazla kredi açamamaları talimatı verebilir. Kredi tavanı banka özelinde de uygulanabilir. Merkez Bankası, Bankacılık denetim otoritesinden aldığı raporlara göre bazı bankalara kredi tavanı getirebilir. Kredi tavanı, zorunlu karşılık uygulamasıyla birleştiğinde oldukça kısıtlayıcı bir önlem olabilir. Zorunlu karşılık oranının yüzde 10, kredi tavanının da mevduatın yüzde 80'i olarak belirlendiğini varsayalım. Bu durumda banka aldığı 100 TL'lik mevduatın 10 TL'sini Merkez Bankası'na karşılık olarak yatırdıktan sonra kalan 90 TL'nin yüzde 80'ini yani 72 TL'sini kredi olarak açabilecek demektir.³⁰

Bu politika aracının uygulanmasıyla iki kademeli etki yaratılabilir:³¹ (a) Doğrudan etki: Kredi genişlemesinin yarattığı talep fazlası bir ölçüde giderilir ve dolayısıyla ortaya çıkan enflasyonist baskı hafifletilebilir, (b) Kredi imkânı daralınca faizler yükselmekte ve kredi talebi biraz daha düşmektedir.

1.3.1.3. Reeskont Kotaları

Bankaların amaçlarına, risk durumuna ve likidite ihtiyacına bağlı olarak merkez bankası bankaların getirecekleri kıymetlere farklı reeskont kotaları uygulayabilmektedir. Reeskont kotaları yardımıyla bazı bankaların reeskont penceresinden daha fazla yararlanabilmesi, bazı sektörlerin desteklenmesi amaçlanmakla birlikte bazı sektörlerin de gelişimi sınırlanabilmektedir. Örneğin, turizm sektörüne daha fazla kaynak aktarılabilmesi amacıyla, turizmi destekleme kredisi veren bankaların reeskont kotaları yüksek tutulabilmektedir.³²

1.3.1.4. Disponibilite Uygulaması

Merkez bankaları, ticari bankaları, ellerindeki fonların belirli bir oranı ile öngördükleri tahvil ve bonoları satın almaya, merkez bankasında serbest tevdiat ve kasalarında nakit

³⁰ Mahfi Eğilmez, *Güncellenmiş Para Politikası Uygulamaları*, 2012, s: 1

³¹ Eğilmez, *a.g.e.* s: 1

³² Dilek Koçyiğit, *Olağan ve Olağandışı Durumlarda Para Politikası Araçları*, 2009, s: 13

olarak bulundurmaya zorlayabilir. Disponibilite uygulaması bankaların likiditesini ve dolayısıyla aktif yapısını düzenleyen zorunlu bir araçtır. Böylece bankaların fonlama maliyeti artar. Tersini 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.³³

1.3.1.5. İletişim Kanalları

Merkez bankaları görüşlerini kamuoyu ile paylaşmak için birçok yol kullanabilir. Merkez bankası görüşlerini basın yayın organları aracılığıyla açıklayabilir. Yapacağı tavsiyelerle piyasanın beklentilerini de etkileyebilir.

Kısa vadede etkin iletişim politikaları, merkez bankası politika kararların öngörülebilirliğinin artmasını sağlamaktadır. İletişimin neden etkin para politikasının bir parçası olduğunu anlamak için, temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını seçen merkez bankalarının doğrudan kontrol edebildiği tek bir faiz oranı olduğunun unutulmaması gerekmektedir. Finans piyasalarının genişliği ve derinliği dikkate alındığında, merkez bankalarınca doğrudan kontrol edilebilen kısa vadeli faiz oranı önemsiz görünmektedir. Ancak kısa vadeli faiz oranının kontrolünün önemi, tüm ekonominin seyrini etkileyecek olan varlık fiyatlarını ve getirileri etkilediği ölçüde önem kazanmaktadır. Finans teorisi, kısa vadeli faiz oranları ile uzun vadeli faiz oranları arasında bir ilişki olduğunu belirtmektedir. Dolayısıyla, etkin bir iletişim politikası finans piyasalarının kısa vadeli faiz oranlarının gelecekteki seyrine ilişkin daha doğru tahminler yapabilmesine imkân tanıyarak hem piyasalardaki riskin azalmasını hem de para politikasının daha etkin olmasını sağlamaktadır.³⁴

³³ Güneş, a.g.e. s.22

³⁴ Zeynep Özge Yetkin, **Merkez Bankalarının Para Politikalarının Tasarımında İletişim Politikalarının Önemi ve Bekleyişlerin Yönetimi**, 2005, s: 50

1.3.2. Para Politikasının Geleneksel Olmayan Araçları

Yaşanan finansal krizde mali politika, doğrudan derin resesyon durumundan kaçınma amacına odaklanmıştır. Ancak bu odak noktasının, mali politikanın diğer amaçlarını göz ardı etmemesi gereği de vurgulanmaktadır. Mali sistemler, büyümeyi tetikleyen yatırımları ve yapısal dönüşümü sağlamaya yönelik kaynakları ortaya koyabilir. Bu, özellikle gelişmekte ve yükselmekte olan ekonomiler için uzun dönem büyüme oranı açısından son derece önemlidir. Hatta vergi ve kamu harcamaları doğrudan yoksulluk ve eşitsizlik problemlerine odaklanabilir. Zira mali politika kalkınmayı sağlamaya yönelik çok güçlü bir potansiyele sahiptir. Mali politikanın gelir dengesizliğini azaltma yönünde kullanılmadığı ileri sürülmektedir. Verilere bakıldığında Avrupa’da vergi ve transferlerin gelir eşitsizliğini azalttığı görülürken; Latin Amerika’da bu etki çok sınırlı kalmıştır.³⁵

Yaşanan gelişmelerle birlikte para politikasının yapısındaki değişimler, Finansal sistemin para politikası uygulamalarında öneminin artması ve dolayısıyla finansal istikrarın sağlanması, fiyat istikrarının yakalanması yanında bir hedef olarak ortaya çıkmaktadır. Bu noktada, Merkez Bankalarının bağımsız olması, kendi amaçları doğrultusunda bağımsız bir para politikası izleyebilmesi önem arz etmektedir. Özellikle mali yapının disipline olmadığı ekonomilerde Merkez Bankalarının bağımsızlığının sağlanması fiyat istikrarının sağlanması için önemli bir faktör olarak ortaya çıkmaktadır. Ancak Finansal sistemdeki değişimler, para tanımı, parasal aktarım süreci ve para talebi fonksiyonundaki değişimlerle birlikte Merkez Bankalarının bağımsızlığı gerekli, ancak yeterli bir koşul olarak öngörülmemektedir. Merkez Bankalarının para politikası uygulamalarında finansal sistemi dolayısıyla finansal istikrarı da gözetmesi genel olarak makroekonomik istikrar ve özel olarak fiyat istikrarının sağlanması açısından da önemli gözükmektedir. Merkez Bankalarının bu noktada finansal istikrarı bozan unsurları net olarak ortaya koymasının yanında, finansal istikrarı izleyecek şekilde göstergeler de oluşturması ve izleyeceği para politikasında bu faktörleri ve göstergeleri göz önünde bulundurması gerekmektedir. Sonuç olarak artık günümüz ekonomilerinde, Merkez Bankaları çeşitli para politikası araçları ile ana hedef olarak fiyat istikrarını almakta,

³⁵ Hülya Soylu, *Global Krize Karşı Politika Önlemleri ve Türkiye*, 2009, s: 258

ancak koşullardaki değişime bağlı olarak artık finansal istikrarı da bir hedef olarak gözetmektedirler. Buna göre artık Merkez Bankaları, finansal risklerin arttığı dönemlerde likidite ile ilgili düzenlemeler yapmak, ödemeler sisteminin yönetimini gerçekleştirerek etkin ve güvenli bir sistem yaratmak, ticari banka ve finansal sistemin denetimini ve gözetimini yapmak, finansal sistem istikrarını sağlamaya ve sürdürmeye yönelik para politikası yürütmek gibi temel fonksiyonları üstlenmektedirler.³⁶

Dolaylı (geleneksel olmayan) 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 (ve 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.³⁷

Sonuç olarak, para politikasının yürütülmesi amacıyla, merkez bankaları aşağıdaki dolaylı (endirekt) para politikası araçlarının bir karışımını kullanmaktadırlar:³⁸

1. Açık Piyasa işlemleri,
 - a. Repo, Ters Repo, Doğrudan Alım, Doğrudan Satım,
 - b. Depo (mevduat) alımı; Depo satımı,
 - c. Merkez bankası likidite senedi ihracı,
2. Döviz - Efektif işlemleri,
 - a. Döviz müdahaleleri,
 - b. Döviz alım – satımları,
3. Reeskont Penceresi işlemleri,
4. Zorunlu Karşılık Oranları.

³⁶ Burak Darıcı, **Finansal İstikrar ve Finansal İstikrara Yönelik Kamusal Sorumluluk Çerçevesinde Para Politikası: Türkiye Analizi**, 2012, s: 45

³⁷ Gamze Göçmen Yağcılar, **Türk Bankacılık Sektörünün Rekabet Yapısının Analizi**, 2011, s: 26

³⁸ Önder, **a.g.e.** s.70

1.3.2.1. Açık Piyasa İşlemleri

Merkez Bankası'nın dolaşımdaki para miktarını azaltıp çoğaltmak için hazine bono ve tahvillerini alıp satması işlemleridir. Merkez Bankası'nın piyasadan bu gibi menkul kıymetleri alması, para tabanının azalmasına neden olacak, bu tür menkul kıymetleri satması ise para tabanını artıracaktır. Açık piyasa işlemleri defansif veya ofansif olabilir. Merkez Bankası, belli dönemlerde (bayram öncesi, yılbaşı öncesi vb.) para tabanında başka faktörlerin etkisiyle görülen değişiklikleri bertaraf etmek için açık piyasa işlemi gerçekleştiriyorsa buna defansif açık piyasa işlemi denir. Fakat, Merkez Bankası bir tehdit olmadığı halde para tabanını değiştirmek için açık piyasa işlemleri gerçekleştiriyorsa, buna ofansif veya dinamik açık piyasa işlemi adı verilir.³⁹

Açık piyasa işlemlerinin avantajları:⁴⁰

- Etkili olması,
- Etkisinin tam olarak ölçülebilir olması,
- Kontrol edilebilir olması,
- Tersine çevrilebilir olması,
- Küçük alım-satımlar yoluyla gerçekleştirilebilmesi, para tabanı üzerinde küçük ayarlamalara izin vermesi,
- Hızlı olması.

Açık piyasa işlem çeşitleri ve uygulanma nedenleri aşağıdadır:⁴¹

a) Repo: Piyasada likidite sıkışıklığının geçici olduğu durumlarda bankacılık sistemi likiditesinin geçici süre için artırılması amacıyla yapılan işlemlerdir. Merkez Bankası açık piyasa işlemleri yapmaya yetkili kuruluşlardan işlem valöründe belirlenen fiyat üzerinden, ilerideki bir tarihte geri satmak taahhüdüyle kıymet satın alır. Geri satım fiyatı alış işleminin valör tarihinde belirlenir. İşleme taraf kuruluş da işlem vadesinde repo işlemine konu kıymeti satın almayı taahhüt eder.

³⁹ A.Yasemin Yalta, **Para Politikası**, <http://www.acikders.org.tr,2011>, s: 90

⁴⁰ Yalta, a.g.e. s: 91

⁴¹ İlker Parasız, **Merkez Bankacılığı ve Para Politikası**, 2011, ss: 182-183

b) Ters Repo: Piyasada geçici likidite fazlasının olduğu durumlarda fazla likiditenin çekilmesi amacıyla yapılan işlemlerdir. Merkez Bankası açık piyasa işlemleri yapmaya yetkili kuruluşlara portföyündeki kıymetleri, işlem valöründe belirlenen fiyat üzerinden ilerideki bir tarihte geri almak taahhüdüyle satar. Geri alım fiyatı satış işleminin valör tarihinde belirlenir. İşleme taraf kuruluş da işlem vadesinde ters repo işlemine konu kıymeti Merkez Bankası'na satmayı taahhüt eder.

c) Doğrudan Alım: Piyasada kalıcı likidite sıkışıklığı olduğunda tercih edilen bir işlem çeşididir. Menkul kıymetlerin belirlenmiş fiyat üzerinden Merkez Bankası'nca açık piyasa işlemi yapmaya yetkili kuruluşlardan satın alınması işlemidir. İşlem valöründe, menkul kıymet Merkez Bankası hesaplarına aktarıldığında kıymetin bedeli ilgili kuruluşların hesaplarına alacak kaydedilerek kuruluşlara kalıcı likidite sağlanır. Doğrudan satın alınacak kıymetlerde vade sınırı yoktur.

d) Doğrudan Satım: Piyasada kalıcı likidite fazlası olduğunda tercih edilen bir işlem çeşididir. Açık piyasa işlemleri portföyündeki kıymetlerin açık piyasa işlemleri yapmaya yetkili kuruluşlara Merkez Bankası'nca satılması işlemidir. Satılan kıymetlerin bedeli Merkez Bankası'nın ilgili hesabına yatırıldığında kıymetler satın alınan kuruluşların depolarına aktarılır. Böylece ilgili kuruluşların toplam likiditeleri kalıcı olarak azaltılır.

e) Likidite Senetleri İhracı: Para politikasının etkinliğini artırmak amacıyla, piyasadaki fazla likiditenin çekilmesine yönelik olarak, Merkez Bankası'nın kendi nam ve hesabına çıkardığı ikincil piyasada da alınıp satılabilen ve vadesi 91 günü geçmeyen kıymetlerdir.

1.3.2.2. Döviz İşlemleri

Merkez bankaları, tam dalgalı kur politikası uygulamıyorlarsa, kur politikalarını döviz ve efektif alış ve satışları ile gerçekleştirirler. Merkez bankasının döviz ve efektif alış-satışlarının kurlar üzerindeki etkisi yanında piyasadaki yerli para likiditesi üzerinde de doğrudan etkisi vardır. Merkez bankası döviz ve efektif sattığında piyasadaki yerli para likiditesi azalırken; aldığı, piyasadaki yerli para likiditesi artacaktır. Merkez

bankaları döviz ve efektif alış-satışlarını asıl olarak piyasadaki likiditenin kontrolü amacıyla kullanmazlar. Bu nedenle, likidite üzerindeki etkilerine rağmen, çoğu kez, döviz ve efektif alış satışı standart para politikası araçları arasında sayılmaz.⁴²

2008-2009 küresel kriz öncesinde yüksek dış ticaret hacmine sahip, petrol başta olmak üzere hammadde ihracatçısı ülkelerin döviz rezervlerinin gayri safi yurt içi hasılaya (GSYİH) oranının ortalamanın üzerinde olduğunu görülmektedir. Söz konusu ülkelerin kriz esnasında rezerv kaybı yüksek olmuş, ülkeler krizde para birimlerinin değerini korumayı ve bunun için de döviz rezervlerini kullanmayı tercih etmişlerdir. Diğer taraftan kısa vadeli borcunun GSYİH'ye oranı yüksek olan ülkelerin döviz kurlarında yüksek değer kaybı görülmüş, rezerv kullanımının sınırlı kaldığı gözlemlenmiştir.⁴³

1.3.2.3. Reeskont İşlemleri

Bankaların ellerinde bulunan kısa vadeli senetlerin merkez bankalarına iskontolu satılmasıdır (kırdırılmasıdır). Bankalar senetleri müşterilerinden alırken belirli bir iskontoyla alırlar ve bu senetleri merkez bankalarına satarken tekrar bir iskontoya tabi tutulmaktadır. Bu oranın yükselmesi kredi hacminin daralmasına, azalması ise kredi hacminin genişlemesine neden olur.⁴⁴

Bu işlemler için Mahfi Eğilmez' in aşağıdaki örneğine bakalım;⁴⁵

Diyelim ki bir şirketin elinde bir yıl vadeli ve 1000 TL değerinde iskontolu (faizi içinde) alınmış bir tahvil olsun. Bir yılın sonunda 1000 TL edecek olan bu tahvilin bugünkü değeri 1000 TL'den düşüktür. Şirket, vadesinden önce bankaya bu kağıdı verdiğinde banka, şirkete örneğin 900 TL verecektir. Bu durumda banka bu tahvili üzerinde yazılı değere göre yüzde 11 iskonto ederek $[(1000 - 900) / (900)]$ almış olacaktır. Bu işleme iskonto, burada ortaya çıkan yüzde 11 oranındaki faize de iskonto faizi deniyor. Banka bu kağıdı aldıktan bir süre sonra nakit ihtiyacına düşüp kağıdı

⁴² Önder, a.g.e. s.80

⁴³ Okan Ertem, **Küresel Finansal Dalgaların Gelişmekte Olan Ülke Döviz Rezervleri Ve Kurları Üzerine Olan Etkisi**, 2011, s: 7

⁴⁴ A.Yasemin Yalta, **Finansal Kurumlar**, www.acikders.org.tr, s: 10

⁴⁵

Merkez Bankasına 800 TL'ye satarsa ikinci kez iskonto işlemi ortaya çıkmış oluyor ki buna ikinci kez iskonto anlamına gelmek üzere reeskont deniyor. Vadeye kalan süre azaldığı için bankanın bu kâğıdı Merkez Bankasına aldığı bedelden daha yüksek bir bedele satması mümkündür. Diyelim ki banka bu kâğıdı Merkez Bankası'na 910 TL'ye satmış olsun. Bu durumda Merkez Bankasının bankaya bu tahvil karşılığında ödediği faiz $[(910 - 900) / (900)]$ yüzde 1,1 oluyor. Buna da reeskont faizi deniyor. Reeskont politikasının iki amacı olabilir: (a) Bankaların elindeki kâğıtları alarak onlara para vermek ve piyasadaki likiditeyi düzenlemek. (b) Reeskont faizini değiştirerek piyasadaki faiz oranını etkilemeye çalışmak.

Reeskont faiz oranlarında yapılacak değişiklikler, piyasa faiz oranları üzerinde de değişikliklere neden olmaktadır. Faiz oranı, kredinin fiyatı olduğundan, reeskont faiz oranındaki değişimler yoluyla piyasa faizleri ve kredi arz-talebi de etkilenmektedir. Gelişmiş ülkelerin finansal sistemleri merkez bankası kredilerini içermekle birlikte, özellikle 1985'lerden itibaren bu kredilerin zaman içerisindeki önemi ve büyüklüğü sürekli azalış eğilimi göstermiştir.⁴⁶

1.3.2.4. Zorunlu Karşılıklar

Zorunlu karşılık genel anlamda mevduat kabul eden finansal kuruluşların topladıkları mevduatlara karşılık olarak merkez bankası nezdinde tutmak zorunda oldukları parasal tutarı ifade etmektedir. Zorunlu karşılık oranlarının değiştirilmesi para arzını etkilediği için merkez bankaları tarafından bir para politikası aracı olarak kullanılabilir. Zorunlu karşılık oranlarının yükseltilmesi bankaların kredi verebilecekleri para miktarının düşmesine, dolayısıyla da para arzının gerilemesine yol açmaktadır.⁴⁷

Hem gelişmiş ülkelerde hem de gelişmekte olan ülkelerde zorunlu karşılıklar farklı amaçlarda ve farklı özelliklerde kullanılmasına rağmen, genel kabul görmüş beş temel fonksiyona sahiptir. Bunlar :⁴⁸

⁴⁶TCMB, *Parasal Aktarım Mekanizması*, 2013, s: 13

⁴⁷ İsmail Anıl Talash, *Türkiye'de Bankacılık Sistemi Zorunlu Karşılık Yönetimi*, 2012, s: 1

⁴⁸ Önder, *a.g.e.* s.68

1. Bankacılık sisteminin riskinin azaltılması,
2. Para arzını ayarlamak,
3. Kısa vadeli faiz oranlarının istikrarına yardımcı olmak,
4. Likidite yönetimini kolaylaştırmak,
5. Senyoraj geliri elde etmektir.

2. TÜRKİYE'DE MERKEZ BANKASI VE UYGULANAN PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

Bir dönem, para politikası çerçevesini oluştururken sadece fiyat istikrarını dikkate alan merkez bankaları, finansal piyasaları gözeterek re-aktif para politikaları uygulamışlardır. 2008 yılında yaşanan küresel finans krizi ise merkez bankalarının bu görüşü terk etmesine yol açmış, politika aracı olarak kullandıkları gösterge faiz oranlarına ek olarak bir takım politika araçları geliştirmelerini zorunlu kılmıştır. Bu dönemde merkez bankaları sadece fiyat istikrarını değil aynı zamanda finansal piyasaların ve reel ekonominin de istikrarını sağlayacak şekilde pro-aktif politikalar benimsemişlerdir. Ayrıca, kriz sırasında ve sonrasında merkez bankalarının piyasalara bol miktarda likidite sürerek krizi önleme çabaları, ana akım merkez bankacılığı literatüründeki birçok tartışmanın ne kadar konjonktür yanlı olduğunu ve uygulanan para politikası modelinin taşıdığı eksiklikleri göstermiştir. Literatürde yer alan ve dışına çıkılması durumunda krizlerle karşılaşılacağına inanılan kurallar, kriz ortamında tamamen geçersiz kılınmıştır. Merkez bankalarının krizi önlemede herhangi bir güce sahip olmadıkları da anlaşılmıştır. Dolayısıyla merkez bankalarının temel işlevi, herhangi bir kurala bağlı olmaksızın, krizin ya da yayılmasının önüne geçilmesine dönüşmüştür. Çünkü bu koşullar altında tek başına fiyat istikrarı, reel ekonomiyi ve finansal istikrarı güvence altına alamamış, makroekonomik istikrarı koruyamamıştır.⁴⁹

Para politikası araçlarının seçimine ilişkin genel uygulamalar zaman içinde değişim göstermiştir. Birçok gelişmiş ülke merkez bankasının politika aracı olarak; 1970-1980'li

⁴⁹ Özgür Balmumcu, **Küresel Finans Krizi Ekseninde Para Politikası Tartışmaları**, 2009,s: 2

yıllarda rezerv miktarı veya parasal taban gibi değişkenleri, 1990'lı yıllardan itibaren faiz oranını (çoğunlukla kısa vadeli olmak üzere) seçtikleri görülmektedir. 2000'li yıllardan itibaren ise para politikası araçlarında çeşitliliğin arttığı ve özellikle 2008 küresel finansal krizinin ardından farklı politika araçlarının devreye alındığı göze çarpmaktadır. Bu süreçte, TCMB de araç çeşitliliğinin sağlanmasında öncü rol oynamıştır.⁵⁰

2.1. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Kuruluş Süreci Ve Dönemler İtibariyle Para Politikası ve Araçları

Dünya Savaşı sırasında dış borçlanma, para politikaları ve kambiyo denetimine ilişkin uygulamalarda, Osmanlılar, özelde, bir ulusal devlet bankasının, genelde de, bir ulusal banka sisteminin bulunmamasının sorunlarıyla karşılaşmışlardır. Osmanlı Bankasının (Düyun-u Umumiye) sermayesi ve kontrolünün İngiliz ve Fransızlara ait olması, Osmanlı Hükümetinin savaşın finansmanı için gerekli kaynakları bu bankadan sağlamasını neredeyse imkânsızlaştırmış, ulusal bir merkez bankası niteliğinde bankanın gerekliliği genel kabul görmüştür. Bu amaçla, 1918 yılında 4 milyon Osmanlı lirası ile Osmanlı İtibar-ı Milli Bankası kurulmuş, ancak o günkü koşullarda merkez bankası niteliğine dönüştürülememiştir. Kurtuluş Savaşı sonunda, merkez bankası kurulması ile ilgili gelişmeler, ilk kez 1923'te, Türkiye İktisat Kongresi'nde ele alınmış ve 1926 yılından itibaren bir Merkez Bankası kurulması için hazırlıklara girilmiştir. Türkiye İş Bankası, 1 Mart 1928'de Dr. Vissering'i ulusal bir merkez bankası kuruluşuyla ilgili çalışmalara yardımcı olması amacıyla, Türkiye'ye davet etmiştir. 20 – 27 Haziran 1928 tarihleri arasında Ankara'ya gelip temaslarda bulunan Dr. Vissering, kapsamlı (Vissering) raporunu Türkiye İş Bankası temsilcilerine teslim etmiştir.⁵¹ 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.

⁵⁰ TCMB, **Parasal Aktarım Mekanizması**, 2013, s: 5

⁵¹ <http://sanalmuze.tcmb.gov.tr/yeni/banka/tarihce.html>

2.1.1. TCMB Kuruluş Yılları

Türkiye ekonomisinde finansal sistemin yapılanmasına bakıldığında 1923-1980 döneminde devletin düzenleyici-denetleyici rolünün ağırlıkta olduğu ve bunun yanı sıra finans sektöründe öncü bir rol üstlendiği görülmektedir. Bu dönemde mali sistemin yurt dışına kapalı bir yapıda olduğu da gözlenmektedir. Örneğin, dış ticaret politikası ve ayarlanabilir sabit döviz kuru uygulaması çerçevesinde kambiyo rejimi Hazine Müsteşarlığı ve Merkez Bankası tarafından yürütülerek döviz giriş-çıkışı kontrol altında tutulmuştur. Bu dönemde ulusal bir bankacılık sektörü oluşturulması çalışmaları çerçevesinde, kamu sermayesinin ağırlıkta olduğu bir bankacılık sistemi bulunmaktadır.⁵² 1930'lu yıllar Merkez Bankasının temel politika aracı reeskont oranları olarak belirlenmiştir. Hükümetin Bankanın yetkili olduğu alanlara ve kararlarına müdahale edemediği 1930'lu yıllar genel olarak Merkez Bankasının bağımsızlığının ön planda olduğu, enflasyonun ise düşük düzeylerde kaldığı yıllar olmuştur.⁵³

Cumhuriyet'in ilk yıllarından günümüze kadar yürütülen kur rejimleri ve politika uygulamaları ana hatlarıyla incelendiğinde, uzun süre devam eden sabit kur rejimlerinin ağırlıkta olduğu görülmektedir. Cumhuriyet kurulduktan 1950 yılına kadar referans para olarak İngiliz Sterlini kullanılmış, bu tarihten sonra ABD Doları referans para olarak kullanılmaya başlanmıştır. 1923-1929 döneminde altın, döviz ve menkul kıymetler borsasının oldukça aktif olduğu görülmektedir. Bu dönemde döviz çek ve senetleri borsada işlem görmektedir. Bu dönem, serbest döviz kuru uygulaması özelliklerini yansıtmaktadır. Söz konusu dönemde TL Sterlin'e bağlı olarak dalgalanmaya bırakılmış, her çeşit kambiyo serbestliği sağlanmıştır. Ancak, 1929 yılındaki büyük buhran ile birlikte TL'nin Sterlin karşısında hızla değer kaybettiği görülmüş, Mart 1929'da 1 Sterlin=0.888 kuruş iken, Aralık 1929'da 1 Sterlin=1.125 kuruşa yükseltilmiştir. Türkiye'de 1929 krizinden sonra liberal ekonomi görüşü yavaş yavaş terkedilmiştir.⁵⁴

⁵² TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, 2015, s: 20

⁵³ TCMB, **Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**,2008, s: 30

⁵⁴ Kürşad Arat, **Türkiye'de Optimum Döviz Kuru Rejimi Seçimi ve Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi**, 2003, s: 25

1930'lu ilk yıllara kadar üretimin üç kat artmasına rağmen arzulan gelişmenin yalnız özel teşebbüs ile sağlanamayacağına anlaşılması üzerine, özel sektörün yanında devletin ekonomik faaliyetlere iştirak etmesi; kısacası devletçilik görüşü benimsemeye başlanmıştır. Atatürk devletçiliği "devletin ekonomik hayata müdahalesi" şeklinde basit olarak düşünülmemelidir. Devlet ekonomik hayata kalkınmayı hızlandırmak için özel sektörün yanında ve ona yol gösterici olarak katılmaktadır. Dolayısıyla bu dönemde millileştirmeler, devlet tekellerinin oluşturulması, piyasalara, fiyatlara, dış ticarete, bankalara, faiz oranlarına dolaylı ve dolaysız müdahaleler, koruma ve teşvik gibi uygulamalar sınırlı kalmıştır. Bu dönem; sanayileşme gayretlerinin arttığı, birçok sınai tesisin devlet eliyle kurulduğu, ilk kez demokratik bir ülkenin belirli bir planlama kalkınmasını sağlamaya çalıştığı yılları kapsar. Dönemin bir diğer özelliği kalkınmada devletin faal rol alması, ekonomik hayatta devletçilik prensiplerinin hâkim olmasıdır. 1933 yılında ilk planın uygulamaya konulmasıyla başlayan bu devletçi dönem, 1937 yılları sonrasında önemini yitirmeye başlamıştır.⁵⁵

İkinci dünya savaşı yıllarında zorunlu karşılıklar, 1941 ve 1942 yıllarında yapılan değişikliklerle, % 15 oranından % 20'ye çıkarılmıştır. Bu sistem 1947 yılına kadar devam etmiş, 1947'de 5072 sayılı kanunun 1. maddesine göre, ayrılan karşılıkların tamamı kadar senetler cüzdanında devlet iç istikraz tahvili bulundurulması zorunluluğu getirilmiştir. Böylece, mevduat munzam karşılıkları bu dönemde para politikası aracı olarak değil sadece ve sadece tasarruf mevduatını koruma ve bir ölçüde kamunun finansmanı amacına uygun olarak kullanılmıştır. Ancak, 1947 yılından sonra karşılıkların devlet iç istikraz tahvillerine yatırılması zorunluluğu ile birlikte, kamu kesiminin finansman ihtiyacının karşılanması ön plana çıkmıştır.⁵⁶

1950'li yıllar İkinci Dünya Savaşı'nın olumsuz etkilerinin hissedildiği ve kamu finansman gereğine yönelik olarak bütün dünyada merkez bankası kaynaklarına yönelimin başladığı yıllardır. Bu dönemde yine Türkiye'de Merkez Bankası, bu eğilimin etkisi altında bağımsız bir para politikası yürütmekten çok kamu kesiminin finansman açığının kapatılmasına yönelik uygulamalarda bulunmuştur. Bu nedenle genel fiyat düzeyi, 1938/1948 yılları arasındaki dönemde üç kattan fazla artış

⁵⁵ Yaşar SARI, *Cumhuriyetten Günümüze Türkiye'de Uygulanan Para Politikaları*, 2005, s:12

⁵⁶ Gazi Erçel, *Para Arzı Fonksiyonları ve Faiz Reeskont Oranı*. Maliye Dergisi, Sayı 26, 1977

göstermiştir. 1950'li yıllar, büyüme ve hızlı kalkınma hedeflerinin ön planda olduğu ve ekonomik büyümenin finansmanının Merkez Bankası kaynaklarından sağlandığı bir dönemdir. Bu dönemde Kanun'da bazı düzenlemeler yapılarak Hazineye kısa vadeli avans sağlanması yoluyla Merkez Bankası kaynakları kamunun kullanımına açılmıştır. Planlı ekonomiye geçişin yaşandığı 1960'lı yıllarda Merkez Bankası ekonomik koşullara ve sanayinin gelişimine paralel olarak genişlemeci para politikaları izleyerek kamuya kaynak sağlamaya devam etmiştir. Bu dönemde ayrıca, kambiyo kontrolüne ilişkin uygulamaların büyük çoğunluğu Merkez Bankasına devredilmiştir.⁵⁷

1963 yılı ile birlikte uygulamasına geçilen Birinci Kalkınma Planında enflasyonist bir ortama yol açmamak için istikrarlı bir para politikası uygulaması öngörülmüş olmakla birlikte, emisyon, para arzı ve toplam kredi hacimleri ilk üç plan döneminde de enflasyonun üzerinde artış göstermiştir. Örneğin yılda ortalama olarak enflasyon oranı %5,1 olurken, emisyon artış oranı %13,1, para arzı artış oranı %14,5 ve toplam kredilerdeki artış oranı ise %19,4 olmuştur. Gerek emisyon artışında ve gerekse kredi hacminde enflasyonu aşan genişlemede kamu kesiminin katkısının daha büyük olduğu bilinmektedir. İlk üç plan dönemi boyunca kredi artışlarında, TCMB kredilerinin payı büyük olmuştur. Ayrıca TCMB kredileri içinde ise kamuya açılan (Kısa vadeli avans ve KİT) kredilerin daha fazla artış gösterdiği ve bu nedenle ilk 15 yıl içinde gevşek bir para politikası uygulandığını söyleyebiliriz. Gevşek para politikası uygulamasının bütün dönem boyunca devam etmesine karşılık, ilk on yıl içinde enflasyonun tek rakamlı kalabilmesi, bu iki plan döneminde hedeflenen büyüme oranlarının gerçekleştirilmiş olmasına bağlanabilir. Daha açık bir anlatımla ilk on yıl içinde GSMH büyüme oranı %7 dolayında gerçekleştirilebildiği için, toplam arzdaki bu genişleme sayesinde para ve kredi hacminde ortaya çıkan %15-17 dolayındaki artışa rağmen enflasyon oranı %7 dolayında kalmıştır. 3. Plan döneminde ise para ve özellikle kredi hacmi daha büyük artış göstermiştir. Kredi hacmindeki genişlemede TCMB kredilerinin payı büyük olmuştur.⁵⁸

1970'li yıllar, para politikası açısından olumlu başlayan ancak dışsal şokların etkisi ile makroekonomik dengesizliklerin ve yüksek enflasyonun yaşanmaya başladığı ve

⁵⁷ TCMB, **Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**,2008, s: 32

⁵⁸ Sarı, **a.g.e.** s: 15

sonuçta parasal kontrolün sağlanamadığı bir dönem olmuştur. Dönemin başından itibaren enflasyon çift haneli sayılara çıkmış, ikinci yarısından itibaren de hızla yükselerek 1980 yılında yüzde 101,4 seviyesine yükselmiştir. Dönemin makroekonomik dengesizliklerinin başında gelen petrol fiyat şokları, gelişmiş ülke ekonomilerini deflasyona sokarken, Türkiye’de kısa vadeli dış borç yükünün hızla yükselmesine neden olmuştur. Bununla birlikte, dış ticaret dengesi, hem ihracat hem de ithalat kanalında yaşanan olumsuz gelişmelere bağlı olarak bozulma göstermiştir. Türkiye ekonomisinin küresel ekonomiye uyum sağlayabilmesi amacıyla önlem paketleri uygulanmaya çalışılsa da programdan beklenen başarı elde edilememiştir. Sonuç olarak Türkiye ekonomisi, özellikle iki büyük petrol şokunun ve uygulanan ekonomi politikalarının etkisiyle üretim gerilemeleri ve giderek hızlanan enflasyon sorunuyla karşı karşıya kalmıştır. 1970’li yıllarda uygulanan ekonomi politikalarına bakıldığında, ithalat kotaları, gümrük resimleri ve katlı kur uygulamasına dayalı korumacı bir dış ticaret politikasının ve sıkı kambiyo rejiminin uygulandığı görülmektedir. Türk lirasının aşırı değerlenmesine neden olan sabit kur rejimi politikasına devam edilmiş, ödemeler dengesi darboğazları nedeniyle Türk lirası sık sık devalüe edilmek zorunda kalmıştır.⁵⁹

2.1.2. 1980 Mali Serbestleşme Dönemi

1980’li yıllarda başlayan mali serbestleşme süreciyle, bankacılık dahil bütün finansal sistemde yapısal değişiklikler uygulamaya konmuş; faiz oranları ve döviz kurlarındaki sınırlamaların kalkması, bu yapısal değişikliklerin hızla yerleşmesinde önemli rol oynamıştır. Söz konusu yapısal değişiklikler, bankacılık sektörünün ve mali sistemin gelişmesini ve büyümesini sağlamıştır.⁶⁰ 1980’ler ise hem Türkiye ekonomisi, hem de Merkez Bankası açısından dönüm noktası olarak tanımlanabilecek gelişmelerin yaşandığı yıllardır. 24 Ocak 1980 tarihinde açıklanan kararlar ile Türkiye ekonomisinde yapısal bir dönüşüm yaşanmıştır. Fiyatların Piyasa mekanizması çerçevesinde oluşması amacıyla fiyat kontrolleri kaldırılmış ve serbest dış ticaret politikasına geçiş yaşanmıştır. Başlatılan finansal serbestleşme süreci ile para ve kur politikalarının Merkez Bankası tarafından piyasa ekonomisi ile uyumlu bir şekilde yürütülmesi için gerekli altyapının sağlanması yönünde önemli adımlar atılmıştır. Aynı

⁵⁹ TCMB, *Enflasyon ve Fiyat İstikrarı*, 2013, s: 14

⁶⁰ TCMB, *Finansal İstikrar Raporu*, 2015, s: 20

dönemde para politikası kapsamında mevduat ve kredi faizlerinin piyasa koşullarında belirlenmesi de hükme bağlanmıştır. Ayrıca Türk parası yabancı paralar karşısında devalüe edilerek sabit kur rejimi terk edilmiştir. Merkez Bankası 1987 yılında açık piyasa işlemleri yapmaya başlamış, bu dönemde modern anlamda para ve döviz piyasalarının kurulmasında öncü rol üstlenmiş ve bu amaçla 22 Ekim 1987 tarihinde Banka bünyesinde Para Piyasaları ve Fon Yönetimi Genel Müdürlüğü kurulmuştur. 1989 yılına gelindiğinde, 32 Sayılı Karar ile ekonomik birimlerin döviz ile işlem yapmalarına izin verilmiş ve Türk parası konvertibl ilan edilerek görece daha esnek bir döviz kuru rejimine geçilmiştir.⁶¹

2.1.3 (1991 Körfez Savaşı – 1995) Dönemi

1990 yılında Banka, uygulayacağı para programını kamuoyuna ilk defa duyurmuş ve bu program ile döviz kurları ve faiz oranlarındaki istikrarı bozmadan piyasanın likidite ihtiyacını karşılamayı hedeflemiştir. Ancak 1991 yılında yaşanan Körfez Savaşı'nın mali sektör üzerinde yarattığı baskı, siyasi istikrarsızlık, maliye politikasının yeterince sıkı olmaması ve bankacılık sektörünün kırılgan olması gibi sorunlar 1994 yılının ilk çeyreğinde bir finansal kriz yaşanmasına yol açmıştır. Yaşanan kriz ile birlikte enflasyon 1994 yılında üç haneli rakamlara ulaşmıştır. Yüksek enflasyon döneminin temel unsurlarından biri olan kamu borçlarının Merkez Bankası kaynaklarından finanse edilmesine karşı ilk düzenlemeler bu döneme rastlamaktadır. 21 Nisan 1994 tarihinde Merkez Bankası Kanunu'nun Hazineye kısa vadeli avans hesabını düzenleyen maddesinde değişiklik yapılarak Hazinenin Merkez Bankası kaynaklarını kullanımına sınırlamalar getirilmiştir. 1997 yılında ise Merkez Bankası ile Hazine arasında imzalanan bir protokol ile 1998 yılından itibaren Hazinenin Merkez Bankasından kısa vadeli avans kullanmaması konusunda uzlaşmıştır.⁶²

Kamu harcamalarının yükselmesi ve TCMB'nin kamuyu yoğun bir şekilde fonlaması, 1993 yılında kamunun TCMB'ye olan borçlarının tahkim edilmesi, yüksek cari açık, aşırı değerlenen Türk lirası ve bankacılık sektörünün kırılgan yapısı gibi nedenlerle 1994 yılında Türkiye ekonomisi yeni bir kriz ile karşı karşıya kalmıştır. TCMB, bu

⁶¹ TCMB, **Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**,2008, s: 34

⁶² TCMB, **a.g.e.**,2008, s: 34

dönemde döviz rezervlerini kullanarak bir yandan döviz piyasalarında istikrar oluşturmaya çalışırken bir yandan da Hazineye finansman kaynağı sağlamaya devam etmiştir. Ekonomide istikrar ortamının yeniden sağlanması amacıyla 5 Nisan 1994 tarihinde Ekonomik Önlemler Uygulama Planı yürürlüğe konulmuştur. Söz konusu Plan, kısa vadede yüzde 120 seviyesine ulaşan enflasyon oranının makul seviyelere düşürülmesini, mali piyasalarda ve döviz kurlarında denge sağlanmasını, orta vadede ise kamu açıkları ve cari açık sorunlarına kalıcı bir çözüm getirilerek sürdürülebilir büyüme sağlanmasını amaçlamıştır. Plan ayrıca, TCMB'nin özerkliğini artırıcı adımlar atmış ve TCMB'nin İMKB ikincil piyasalarına daha aktif bir şekilde katılımını sağlamıştır. Bu gelişmeler çerçevesinde, TCMB'nin kısa vadeli faiz oranları üzerindeki kontrol alanı artırılmıştır. Aynı dönemde para politikasının etki alanının artırılması amacıyla zorunlu karşılıklar ve umumi disponibiliteler uygulamaları da kullanılmaya devam edilmiştir. 1995 yılına gelindiğinde, doğrudan para politikası araçları yerine modern merkez bankacılığı ilkeleri çerçevesinde dolaylı para politikası araçları kullanılmaya başlanmış, IMF ile yapılan anlaşma çerçevesinde, kur sepetinin öngörülen aylık enflasyon oranları kadar artırılması hedeflenmiştir.⁶³

Ekonominin Ekim ayında seçim atmosferine girmesiyle birlikte, öncelikle kurlar üzerinde yukarı doğru bir baskı yaratılmıştır. Piyasanın seçim sonrası ani bir devalüasyon beklentisine girmesi ve Hazine'nin iç borçlanmada zorlanması, TCMB'nin para politikasını yeni şartlara göre ayarlamasını zorunlu kılmıştır. Piyasalardaki gelecekle ilgili belirsizliği azaltmak ve olumsuz beklentileri kırmak amacıyla, 27 Kasım 1995 tarihinden itibaren TCMB vadeli (forward) işlemler yapmaya başlamıştır. Kasım ve Aralık aylarında forward satış işlemlerinin vadelerinin Hazine'nin yüksek itfalarının olduğu tarihlere uygun gelecek şekilde belirlenmesi, bu günlerde tüm piyasalardaki işlem hacimlerinin artmasına yol açmıştır. Bunun yanı sıra söz konusu işlemler, piyasalardaki devalüasyon beklentilerinin kırılmasına neden olmuştur. Böylece Hazine'nin iç borçlanmasına yardımcı olmaya çalışılmıştır.⁶⁴

⁶³ TCMB, **Enflasyon ve Fiyat İstikrarı**, 2013, s: 15

⁶⁴ Akçay, **a.g.e.** s: 45

2.1.4 (1995 – 2000) Dönemi

1990'lı yıllarda bütçe açıklarının kontrol altına alınamayışı, yapısal reformların gerçekleştirilememesi sonucu ekonomideki kırılganlığın artması, TCMB para politikalarını da çok olumsuz etkilemiştir. 1995-97 döneminde, uluslararası ekonomik ve mali konjonktürün elverişli koşullarından yararlanılarak, devlet dışı sektörlerin hızlı dış borçlanmasına dayalı bir büyüme patikasının izlendiği, Merkez Bankası rezervlerinin güçlendirildiği, reel kurda fazla değerlenmenin önlenmeye çalışıldığı, ancak reel faizlerin yükseldiği bir ortamda kamu kesiminin faiz dışı dengesinde yeterli fazlalar yaratılmadığı için kamu iç borçlarının arttığı ve enflasyonun daha yüksek bir platoya yerleştiği saptanıyor. Devletin iç borçlanmasını sürdürebilme kaygısının ön plana çıktığı 1995 sonrası dönemde, banka mevduatlarına getirilen devlet güvencesinin de etkisiyle, banka sisteminde risk birikiminin hızlandığı görülüyor. Diğer ülkelerde gözlenen finansal krizlerin etkisiyle değişen risk algılamaları sonucu, 1998'de tekrar mali sermaye kaçıışı olmuş, kamu borç dinamiği bozulmuş ve banka sisteminin kırılganlığı belirginleşmiştir.⁶⁵

Merkez Bankası, 1995-1999 yılları arasında döviz kurundaki dalgalanmaları azaltmayı ve döviz piyasalarındaki spekülasyon hareketleri önlemeyi amaçlayarak finansal piyasalarda istikrarı sağlamaya yönelik politikalar izlemiştir. Bu dönemdeki dışsal şokların etkisiyle ekonomik durumun daha da ağırlaşması üzerine 2000 yılında döviz kuruna dayalı yeni bir ekonomik program yürürlüğe konulmuştur. Ancak ekonomik programın öngördüğü yapısal değişimin istenilen düzeyde gerçekleştirilememesi nedeniyle 2000 yılının sonlarında ekonomide bir güven kaybı başlamıştır. Güven kaybının derinleşmesi ile ortaya çıkan 2001 Krizi neticesinde döviz kuruna dayalı istikrar programına son verilmiştir.⁶⁶

TÜFE enflasyonu 1999 yılında 1998'e göre 0.9 puanlık gerileme ile % 68,8 ve TEFE enflasyonu ise 1999 yılında bir önceki yıla göre 8,6 puanlık artışla % 62,9 olarak gerçekleşmiştir.⁶⁷

⁶⁵ Merih Celasun, **2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme**, 2002, s: 39

⁶⁶ Tcmb, **Dünden Bugüne TCMB**, 2008, s: 10

⁶⁷ <http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist>

1997 – 1999 döneminde uluslararası piyasalarda ortaya çıkan üç krizin ardından özellikle Gölcük ve Bolu Depremleri sonrası, 1999 yılı Türk ekonomisi açısından bir dönüm noktası olmuştur. 1999 yılında;⁶⁸

- Toplam Borçlanma ortalama reel faizleri, % 15'ten % 25'e,
- Toplam Borç Stoku / GSMH, % 44'ten % 61'e,
- TEFE Enflasyonu, % 51'den % 67'ye çıkmış,
- Ekonomik (GSMH) Büyüme, % 4'ten, eksi % 6'ya düşmüştür.

1999 yılında özellikle reel faizlerin ve dolayısıyla borç stokunun aşırı yükselmesinin yanı sıra ekonominin büyük bir daralma sürecine girmesi artık Türkiye'de para politikası açısından güçlü bir çapaya dayalı bir istikrar programı uygulamasını zorunlu hale getirmiş, para politikası araçlarından ziyade para politikası stratejisi ön plana çıkmıştır.⁶⁹ 2001 yılı öncesi, Türkiye'de krizlerin ve yapısal kırılmaların çok sık yaşandığı bir dönemdir. Bu dönemde Türkiye'de parasal aktarım mekanizmasının işleyişi açısından diğer gelişmekte olan ülkelere benzer bir süreç görülmektedir. Enflasyonun kontrolü ve finansal istikrarın sağlanması amacıyla temel politika aracı olarak nominal döviz kurunun kullanıldığı bu dönemde, sabit veya yönetilen döviz kuru rejimine dayalı bir para politikası uygulanmıştır. Takibinin kolay olması ve enflasyonun gelecekte izleyeceği seyre yönelik bilgi içermesi nedeniyle, ekonomik birimlerin beklentileri döviz kuru hareketlerine dayanmaktadır. Bu doğrultuda, fiyatlama davranışları büyük ölçüde döviz kuruna endekslenmiştir.⁷⁰

2.1.5 2000 ve 2001 Krizleri

Kriz literatürü bağlamında, Türkiye'nin 2001 deneyiminin önde gelen özelliği, krizin IMF destekli bir programın uygulanma sürecinde çıkmış olmasıdır. Döviz kuru taahhütlerine dayalı 2000 programının başlıca zaafı, bankacılık sisteminin mali yapısını güçlendirmeden uygulamaya konulması, gerçekçi olmayan enflasyon

⁶⁸ Türkan Ongun, *Türkiye Ekonomisi: Nereden Nereye?*.1998, s.155

⁶⁹ Serkan Özcan, *Para Politikası Tercihleri ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişki, Enflasyon Hedeflemesi Politikasında Finansal İstikrar Ve Türkiye Analizi* 2006, s: 29

⁷⁰ TCMB, *Parasal Aktarım Mekanizması*, 2013, s: 9

öngörüsüne göre nominal kur artışlarının sabitlenmesi, para tabanının sermaye giriş ve çıkışlarına bağımlı bir konuma gelmesi ve uygulamada uzlaşmacı yaklaşımlarla ileriye dönük fiyat ve ücret endekslemesine yaygın biçimde geçilememesidir. Kredibilite gereksinimi çok fazla olan 2000 programının uygulanmasında enflasyonu düşürme hedefi ön plana çıkarılmış, kamu kesiminin borç sorunu ile banka sisteminin kırılganlığı arasındaki etkileşimin kontrol altında tutulabileceği umulmuştur. Programın yapısal düzenleme taahhütleri ile aşırı yüklü olması ve bunların yeterli ölçüde ve zamanında yerine getirilememesi, cari açığın patlamasıyla birlikte kredibilitenin aşınmasına neden olmuş, mali dengeler ve bilançolar krize hassas bir konuma gelmiştir. 19 Şubat şoklarıyla realize olan bilanço riskleri dolaylı ve dolaysız olarak kamu borç yüküne büyük artış getirmiştir. Uluslararası mali desteğin artarak devam etmesi, kamu borçlarının çevrilme sorununun hafifletilmesine ve yerli paranın değer kaybının aşırı boyutlara ulaşmasının önlenmesine yardımcı olmuştur.⁷¹ Ancak ekonomik programın öngördüğü yapısal değişimin istenilen düzeyde gerçekleştirilememesi nedeniyle 2000 yılının sonlarında ekonomide bir güven kaybı başlamış ve Türkiye yakın tarihinin en derin finansal çıkmazını yaşamıştır. Güven kaybının derinleşmesi ile ortaya çıkan 2001 Krizi neticesinde döviz kuruna dayalı istikrar programına son verilmiş, 22 Şubat 2001 tarihinde TCMB ve Hükûmetin ortak kararı ile kurlar dalgalanmaya bırakılmıştır.⁷²

22 Şubat 2001 tarihinde dalgalı kur rejimine geçilmesinden sonra ekonomide yapısal bir dönüşüm süreci başlamıştır. 2001 yılı aynı zamanda, enflasyon ile mücadele için de dönüm noktasıdır. Yapısal dönüşüm sürecinin başında Merkez Bankası Kanunu'nda önemli değişiklikler yapılmıştır. 25 Nisan 2001 tarihinde gerçekleştirilen değişikliklerden en önemlisi Merkez Bankasının temel amacının fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olduğunun Yasasında açıkça tanımlanması olmuştur. Bu çerçevede, Merkez Bankasının uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisinin belirleyeceği hükme bağlanmış ve böylelikle Banka araç bağımsızlığına kavuşmuştur. Kanun ayrıca, Bankanın fiyat istikrarını

⁷¹Merih Celasun, **2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme**,2001 s: 32

⁷²TCMB, **Enflasyon ve Fiyat İstikrarı**, 2013, s: 16

sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekleyeceğini hükme bağlamıştır.⁷³

Tablo-1 Kasım 2000 Gecelik Borçlanma Faizleri:

Günler	Repo Piyasası Gecelik Faizi (%)
1 Kasım	44.4
10 Kasım	29.7
15 Kasım	91.8
22 Kasım	153.4
28 Kasım	199.5
1 Aralık	727.0
4 Aralık	1,275.2
15 Aralık	63.0

Kaynak: <http://ekonomi.blogcu.com/kasim-2000-krizi-uzerine-mahfi-egilmez>

Ekonomide bekleyişlerin olumsuzlaştığı bir ortamda, Hazinesin yüklü bir iç borç itfası öncesi 19 Şubat 2001’de beklenmedik siyasal gerginlikler yaşandı. Başbakan’ın devlet yönetiminde “kriz var” açıklamalarıyla mali piyasalarda panikle başlayan süreç, yerli parayı savunmak için gecelik faizlerin (Tablo 1’de görüldüğü gibi) astronomik oranlara yükselmesine rağmen, yerleşiklerin yoğun döviz talebi nedeniyle Merkez Bankası’nın 20-21 Şubat’ta 5 milyar dolarlık döviz satışıyla sonuçlandı. Kamu bankalarının likidite ihtiyaçlarının karşılanamaması, ödemeler sistemini kilitleyecek boyutlara ulaşmıştı. Banka sisteminde büyük çöküşü önlemek için 22 Şubat’da Türk Lirasının yabancı para birimlerini karşısındaki değeri dalgalanmaya bırakıldı. Krizin getirdiği kredibilite kaybıyla, öngörülebilir kur rejimi seçeneği geçerliliğini yitirdi. Sermaye hareketlerinin kontrol edilmediği bir ortamda, hem döviz kurunu ve hem de faizleri bir araç olarak kullanmak olanaklı değildir. Serbest dalgalı kur rejimine ani ve zorunlu geçiş ve ardından gelen yüksek oranlı devalüasyonlar, daha önce faiz şoklarıyla bilançoları hasar görmüş banka ve şirket sektörünü, özellikle açık döviz pozisyonları ile bu krize yakalanan ekonomik birimleri beklenmedik ölçülerde kötü dengelere sürüklemiş, özkaynaklar erimiş ve varlık değerleri düşmüştür. Şubat 2001 krizinin ardından bankacılık sisteminin çöküşünü önlemek için yapılan düzenlemeler devletin mali

⁷³ TCMB, **Dünden Bugüne TCMB**, 2008, s: 11

yükümlülüklerini çok yüksek düzeylere sürükledi. Ödemeler dengesinin sermaye hesabında büyük net çıkışlar gerçekleşti. Reel ekonomi arz ve talep yönlü olumsuzlukların etkisiyle önemli oranda daraldı. Krizden çıkışın hızlı ve kolay olamayacağı görüşü yaygınlık kazandı.⁷⁴

Krizden sonra uygulamaya konulan kapsamlı ekonomik program, Türkiye ekonomisi açısından önemli bir dönüm noktası olmuştur. Program, bankacılık ve kamu sektörünün yeniden yapılandırılması ile enflasyon ve ülke riski gibi tarihsel süreç içinde ortaya çıkan önemli sorunları ortadan kaldırmaya yönelik uygulamalarla ekonominin kırılganlığını büyük ölçüde azaltmıştır. Yapısal dönüşüm sürecinin temel ayaklarından birini 25 Nisan 2001 tarihinde TCMB Kanunu'nda yapılan değişiklikler oluşturmuştur. Bu kapsamda, TCMB'nin temel amacı "fiyat istikrarını sağlamak" olarak belirlenmiş, ayrıca Bankaya uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan seçme yetkisi verilerek araç bağımsızlığı sağlanmıştır. TCMB, bu tarih itibarıyla araç bağımsızlığının beraberinde getirdiği hesap verme sorumluluğu doğrultusunda iletişim ve şeffaflığı politika uygulamalarında ön plana çıkarmıştır. TCMB, 2002 yılından itibaren döviz kuru yerine fiyat istikrarına odaklanan "örtük enflasyon hedeflemesi rejimi"ni uygulamaya koymuş, bu doğrultuda kısa vadeli faiz oranlarını politika aracı olarak kullanmaya başlamıştır. 2002 – 2005 yılları arasındaki dönemde açık enflasyon hedeflemesine geçiş için gerekli olan altyapı çalışmaları tamamlanarak 2006 yılından itibaren "açık enflasyon hedeflemesi rejimi" uygulamasına geçilmiştir. Uygulanan strateji enflasyonla mücadelede büyük katkıda bulunmuş, bu dönemde yaşanan küresel şoklara karşı esnek bir şekilde politika tepkisi verilebilmesini ve enflasyon beklentilerinin kontrol altında tutulabilmesini sağlamıştır. Böylece, uzun yıllardan sonra enflasyon kalıcı olarak tek haneli seviyelere düşürülmüştür.⁷⁵

2001 yılını birçok açıdan olduğu gibi, merkez bankacılığı açısından da bir dönüm noktası olarak görmek mümkündür. Şubat 2001 krizi ile birlikte, Türkiye yakın tarihinin en derin krizine girmiş, bankacılık ve ödeme sistemleri tam bir çöküşün eşiğine gelmiştir. Ancak, bu kriz birçok açıdan da yeniden yapılanma döneminin başlangıcını

⁷⁴ Merih Celasun, **2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme**, 2001 s:

32

⁷⁵ TCMB, **Parasal Aktarım Mekanizması**, 2013, s: 10

teşkil etmiş, gerek merkez bankacılığı ve gerekse diğer makroekonomik alanlarda kalıcı bir yapısal dönüşümün gerekli olduğu bilinci toplumun tüm kesimlerinde kabul görmeye başlamış, 1990'lı yıllarda tüm ağırlığı ile gerekliliğini hissettiren yapısal reformlar hızla gerçekleştirilmeye başlamıştır. 11 Eylül 2001'den sonra ABD, ekonomiyi canlandırmak amacıyla kısa vadeli faiz oranlarını düşük tutan politikalar uygulamaya başlamıştır. Kredilerin maliyetinin azalmasıyla konut satın almak avantajlı hale gelirken, tüketim harcamaları artmış ve bireysel tasarruflar azalmıştır. Özellikle, alt ve orta grup gelire sahip kişiler değişken faizli konut kredilerine büyük talep göstermiş, konut talebinin artması ile birlikte konut fiyatları hızlı bir şekilde yükselmeye başlamıştır.⁷⁶

Bu dönemde ülkemizde ise enflasyon hedefleri yıllık bazda Hükümet ile birlikte saptanmıştır. TCMB, 2002-2005 yılları arasında uyguladığı örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde faiz oranlarını temel politika aracı olarak seçmiş, para tabanını da ek bir çapa olarak belirleyerek enflasyon hedeflerinin güvenilirliğini artırmayı amaçlamıştır. Faiz oranları ve 2001 – 2010 Yılları Arası Para Politikası ve Enflasyon Gelişmeleri parasal tabana ilave olarak bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması sonucunda ortaya çıkan likidite fazlalığını açık piyasa ve bankalararası para piyasası işlemleri ile çekmeye çalışmıştır. Bu dönemde TCMB, bağımsızlığın beraberinde getirdiği hesap verme sorumluluğu çerçevesinde uygulanan politikaların etkinliğini sağlamak amacıyla şeffaflığı artırıcı politikalar izlemeye başlamış, para politikası ve faiz oranlarına ilişkin kararlar ve kararların gerekçeleri detaylı basın duyurularıyla açıklanmaya başlanmıştır. Ekonomide gerçekleştirilen yapısal dönüşüm hamleleri ve TCMB'nin örtük enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamaları neticesinde enflasyon, 2002 yılından sonraki dört yıl boyunca hedeflerin altında gerçekleşmiştir. Bununla birlikte, enflasyon 2004 yılında yüzde 9,3 seviyesine inerek 30 yıllık bir sürecin ardından ilk defa tek haneli sayılara gerilemiştir.⁷⁷

Genel olarak bakıldığında Türkiye ekonomisi 1978'den başlayarak 2002 yılına kadar yüksek ve istikrarsız bir enflasyon sorunu yaşamıştır. Bu dönemde ortalama enflasyon oranı yaklaşık %45 olarak gerçekleşmiştir. Bu süreçte yüksek enflasyonla mücadele

⁷⁶ Önder, a.g.e. s.234

⁷⁷ TCMB, **Enflasyon ve Fiyat İstikrarı**, 2013, s: 16

etmek için merkez bankası dört farklı para politikası rejimi uygulamıştır. Fiyatları istikrara kavuşturmak için merkez bankası 1990 yılından başlamak üzere önce parasal programlama hedeflemesi yapmış, bu politikanın başarısız olmasından sonra 2000 yılında IMF destekli döviz kuru çapası rejimi denenmiştir. Bu program da 2001’de krizle sonuçlanmıştır. Şubat krizinden sonra IMF’nin de desteği ile örtük enflasyon hedeflemesi ve parasal hedefleme rejimleri 2002 ve 2005 yılları arasında birlikte uygulanmıştır. 2006 yılında uygulanmaya başlanan açık enflasyon hedeflemesi rejimi ve bunu destekleyen sıkı maliye politikaları ile fiyatlarda istikrar elde edilmiş ve enflasyon tek hanelere kadar indirilebilmiştir.⁷⁸

2.1.6 2008 Küresel Kriz ve Sonraki Dönem

2008 yılının ikinci yarısından itibaren başlayan küresel finans krizinin etkileri gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomik iklimini olumsuz etkilemiştir. 2008 finans krizinin küresel piyasalara farklı aktarım kanallarının etkisiyle yayılmıştır. Buna göre kriz, faiz kanalıyla başlamıştır. ABD’de 2005 öncesi durgunluk ortamında, parasal genişlemeye bağlı faiz oranlarında düşüş gözlenmiştir. Faiz kanalını kredi kanalı izlemiş ve buna bağlı olarak, konut kredileri aşırı genişlemiş ve daha sonra varlık fiyatları kanalı devreye girerek finansal ve finansal olmayan varlık fiyatlarında artış gözlenmiştir. Bu durum servet artış etkisi oluşturarak toplam talebin artması ve devamında enflasyonist baskılar baş göstermiştir. Enflasyonist baskı faiz artırımlarını zorunlu kılmış ve bu aşama tekrar kredi kanalı aracılığı ile kredi piyasalarında bir daralma yaşanmıştır. Bu durum bir taraftan yeni kredi talebini azaltmış, diğer taraftan da geri ödeme gücü yüksek (prime) müşterilerden geri ödeme gücü düşük (subprime) müşterilere yönelen (ters seçim) mevcut kredilerin geriye dönüşünü zorlaştırmıştır. Konut ve konuta ipotekli menkul varlıkların fiyatı talep daralmasına dayalı olarak düşmüştür. Likidite riskiyle karşı karşıya kalan finansal kurumlar ödünç taleplerine piyasalardan herhangi bir karşılık bulamamışlardır. Bu durum, sermaye hareketleri üzerinden döviz kuru kanalını devreye sokarak kurlarda dalgalanmaları beraberinde getirmiş ve ödemeler bilançosunu bozucu etki oluşturmuştur. Sabit kur rejimi uygulayan ülkeler bu durumu yönetmekte zorlanmışlardır. Bu gelişmelerin ışığında iktisadi

⁷⁸ Bülent Doğru, **Farklı Para Politikası Rejimlerinde Enflasyon Belirsizliği ve Enflasyon İlişkisi**, 2013,s: 78

birimlerin gelecekle ilgili beklentileri kötüleşerek likiditeye dönüş eğilimi hızlanmış ve beklenti kanalı aracılığı ile krizin yayılması evresini tamamlamıştır.⁷⁹

Türkiye’de ise 2007 yılında tüketici enflasyonunu olumsuz etkileyen arz yönlü unsurlar 2008 yılının başında da etkisini devam ettirmiştir. Bu gelişmeler neticesinde; 2007 yılı boyunca kontrol altında tutulabilen enflasyon beklentileri, 2008 yılı Mart ayından itibaren yükselmeye başlamış ve enflasyon, 2008 yılını yüzde 10,06 seviyesinde tamamlamıştır. Öte yandan, açık enflasyon hedeflemesi rejiminin ilk iki yılında yılsonu enflasyon hedeflerinin belirgin olarak aşılması ve 2008 yılında da hedefin aşılabacağı yılın yarısına gelindiğinde öngörülebilmüş olması nedeniyle, enflasyon hedeflerinin beklentileri şekillendirmedeki gücü belirgin olarak azalmıştır. TCMB, enflasyon beklentilerini tekrar kontrol altına almak ve uygulanan rejime güvenilirliği yeniden tesis etmek amacıyla, Haziran 2008’de, Hükûmet ile birlikte 2009 yılı ve sonrası için enflasyon hedeflerini yukarı yönlü olarak revize edilmesini kararlaştırmıştır. Bu kapsamda enflasyon, hedefleri 2009 yılı sonu için yüzde 7,5 ve 2010 yılı sonu için yüzde 6,5 olarak güncellenmiş, 2011 yılı için ise yüzde 5,5 olarak belirlenmiştir. Gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında başlayıp 2008 yılı son çeyreğinden itibaren tüm dünyayı kapsayacak şekilde derinleşen küresel krizin yansımaları, azalış göstermekle birlikte 2009 yılı boyunca da etkisini sürdürmüştür. 2008 yılı son çeyreğinden itibaren, toplam talepteki sert daralma ve emtia fiyatlarında gözlenen düşüş bütün dünyada enflasyon oranlarının hızla gerilemesine yol açmıştır. Bu dönemde Türkiye’de de benzer bir eğilim gözlenmiştir. Bu çerçevede, enflasyon 2009 yılını yılsonu hedefinin 100 baz puan altında yüzde 6,5 seviyesinde tamamlamıştır. Tüm bu gelişmeler karşısında TCMB, aktif bir politika izleyerek kriz sürecinde iktisadi faaliyet üzerinde oluşabilecek tahribatı sınırlamaya odaklanmıştır. Bu kapsamda TCMB, 2008 yılı Kasım ayında parasal genişleme sürecini başlatmış ve gelişmekte olan ülkeler içinde faiz indirimlerine en erken başlayan merkez bankaları arasında yer almıştır. 2009 yılında enflasyonun hedefin altında kalma ihtimalinin arttığını öngören TCMB, önden yüklemeli bir strateji izleyerek bu dönemde enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler içinde en fazla faiz indirimine giden merkez bankası olmuştur.⁸⁰

⁷⁹ Suat Oktar, Nadir Eroğlu, İlhan Eroğlu, **2008 Global Finans Krizi, Parasal Aktarım Kanalları Ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın Deneysel Politika Çabaları**, 2013, S: 11

⁸⁰ TCMB, **Enflasyon ve Fiyat İstikrarı**, 2013, s: 19

2008 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde başlayıp dalga dalga tüm Dünya'yı etkisi altına alan küresel finansal kriz para politikası literatüründe çok sayıda yenilik getirmiştir. Daha önceki krizlerden farklı olarak türev piyasalarda ortaya çıkmış olması, Dünya'nın en büyük ekonomisini etkisi altına almış olması ve domino etkisi yaratarak hem finansal hem de reel kesimi etkilemesi bu krizin en temel özellikleridir. Bu yüzden krize müdahale ve yarattığı şokları absorbe etme uzun ve zahmetli bir süreci gerektirmiştir. Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeleri farklı derecelerde etkileyen bu kriz her ülkeye yeni deneyimler kazandırmıştır. Krizden çıkış amacıyla gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının izlediği parasal genişleme politikalarının risk iştahını arttırması ve küresel spekülasyon sermaye akımlarını güçlendirmesi nedeniyle kısa vadeli sermaye fonları gelişmekte olan ülke piyasalarına yönelmiştir. Artan yabancı sermaye girişi ile yerli para birimi değer kazanmakta ve enflasyon oranı düşmektedir. Yerli paranın değer kazanması ülkenin rekabetçi gücünü azaltarak ihracat oranlarının düşmesine yol açmaktadır. Yerli para biriminin değerlenmesi kredi faiz oranlarının düşmesine yol açmakta böylece daha az maliyetli olması nedeniyle kredilere olan talebin artarak bir kredi genişlemesine yol açmaktadır. Kredi faizlerinin düşmesi nedeniyle finansmanlarını borçlanma yoluyla sağlayan firmaların bilançoları daha kırılgan hale gelmektedir. Gelişmekte olan ülkeler kategorisinde yer alan ülkemiz de bahsettiğimiz bu sorunlarla mücadele edebilme amacıyla kendine özgü yeni para politikası araçları inşa etmiştir. Faiz koridoru ve zorunlu karşılıklar ile rezerv opsiyon mekanizması olarak ikiye ayırabileceğimiz bu yeni araçlar TCMB'nin ülkenin ihtiyaçları doğrultusunda geliştirdiği tamamen kendine özgü geleneksel olmayan para politikası araçlarıdır.⁸¹

Genellikle gelişmekte olan ülkeler olmakla birlikte Türkiye de kendisini spekülasyon yabancı sermaye akımlarına daha bağımlı kıldı. Bu da ekonomilerini yatırımcıların gözünde ani değişimlere karşı daha savunmasız hale getirdi. Türkiye finansal kriz ekonomistlerin görüşlerinde bazı köklü değişiklikler yapmalarına neden olmuştur. En temel değişiklik fiyat istikrarının sağlanması halinde finansal istikrarın da birlikte sağlanacağı görüşünün terk edilmesidir. Fiyat istikrarının finansal istikrarı sağlayıcı tek

⁸¹ Alpaslan Serel, İsmail Cem Özkurt, **Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**, s: 12

ve en önemli koşul olduğu görüşü krizle birlikte merkez bankaları tarafından terk edilmiştir. İnsanların yatırım, tüketim ve tasarruf kararlarında dikkate almayacakları kadar düşük bir enflasyon oranı olarak ifade edilen fiyat istikrarının uzun süreli sağlanması varlık fiyatlarında bir balon yaratarak varlıkların değerinin üzerinde fiyatlandırılmasına neden olabilmektedir. İşte tam da bu aşamada mortgage kredilerinin geri ödenmesinde yaşanan zorluklar şeklinde ortaya çıkan küresel finansal kriz birbirinden ayrılmaz iki parça gibi görünen fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasındaki uzun dönemli çelişkiyi ortaya koymuştur.⁸²

Merkez bankaları para politikası uygulamaları ile kısa vadeli faiz oranlarını kullanarak temel amaçları olan fiyat istikrarını sağlamayı hedeflemektedir. Bu doğrultuda merkez bankaları, kısa vadeli faiz oranları vasıtasıyla mal ve hizmet talebine ve enflasyona etkide bulunarak ekonomiyi etkilemektedir. Kriz ortamlarında, geleneksel para politikası araçları merkez bankalarının amaçlarına ulaşmasında yeterli olmamaktadır. Bunun sebeplerinden ilki, nominal faiz oranlarının sıfır düzeyinin altına çekilememesi nedeniyle kriz dönemlerinde ihtiyaç duyulan parasal hızlandırıcıların yalnızca geleneksel olmayan para politikası araçları ile işlerlik kazanabilmeleridir. İkinci neden ise geleneksel olmayan para politikalarının nominal faiz oranı sıfırın üstünde olsa dahi etkin sonuçlar verebilmesidir.⁸³

TCMB’de bu doğrultuda 2010 yılı sonlarından itibaren çalışmalar yapmaya başlamıştır. TCMB’nin konjonktürel gelişmelere paralel olarak dizaynetmeye çalıştığı yeni politika araçlarının amacı cari işlemler açığı ve sermaye hareketleri oynaklığını kontrol altına almaktır. Cari açığın yüksek olması ve sermaye hareketlerindeki oynaklık ekonomiyi kırılgan hale getirmektedir. Makroekonomik istikrar ve sürdürülebilir büyümeyi sağlayabilmek için büyük ölçüde cari açığın (döngüsel kısmının) sınırlanması ve dış finansmanın dengeli seyretmesi önem taşımaktadır. 1994, 2001 ve 2008 krizlerinde iktisadi faaliyetlerdeki sert daralma hep sermaye akımlarındaki ani duruşla birlikte gerçekleşmiştir. Bu gözlem, finansmanın oldukça kısa vadeli ve oynak olduğu bir konjonktürde, küresel risk iştahındaki ani değişimlere karşı ekonominin dayanıklılığını artırmanın gerekliliğine işaret etmekte; aynı zamanda para politikasında daha esnek bir

⁸² Serel, Özkurt, a.g.e. s: 13

⁸³ Erişah Arıcan, Güçlü Okay, **Ekonomik İstikrarsızlık Ortamında Merkez Bankalarının Uyguladığı Para Politikaları ve Türkiye Örneği**, 2014, s: 12

yaklaşımın önemini ortaya koymaktadır. İşte TCMB'nin uyguladığı yeni politika çerçevesinin de esas olarak bu kapsamda değerlendirilmesi gerekmektedir.⁸⁴

Merkez Bankası Kanunu gereğince, enflasyon gerçekleşmelerinin hedeften aşırı sapma göstermesi halinde, Banka'nın hedeften sapmanın nedenlerini ve hedefe tekrar yakınsanması için alınması gereken tedbirleri yazılı olarak Hükümet'e bildirmesi ve bunu kamuoyu ile de paylaşması gerekmektedir. Bu noktada, nokta hedef etrafında her iki yönde simetrik olarak tanımlanan bir belirsizlik aralığı oluşturularak, hedeflerden aşırı sapmanın eşikleri belirlenmektedir. Buna ilaveten, örtük enflasyon hedeflemesi rejimi döneminin aksine, Merkez Bankası, belirlenen nokta hedefe mümkün olduğunca yakın olmaya çalışmakta ve hedeften yukarı ve aşağı yönlü sapmaları eşit ölçülerde değerlendirmektedir.⁸⁵ TCMB cari açığındaki yükseliş problemine karşı kredilerin daha makul bir oranda büyümesini sağlamak amacıyla bu yeni araçlar karmasına başvurmuştur. Ancak krediler yatırım ve tüketim kredileri olarak ikiye ayrılmaktadır. Tüketim kredileri adından da anlaşılacağı gibi tüketime yönelik olarak verilen ve cari açığı besleyen bir kaynak olmasına rağmen yatırım kredileri bunun aksi özellikler taşımaktadır. Yatırım kredileri üretim yapabilmek amacıyla gerekli olan sermaye mallarının tedariki amacıyla kullanılan daha uzun süreli ve daha geniş hacimli kredi türleridir. Bu kredilerin sonucu ileride ekonomiye üretim ve katma değer olarak geri dönmektedir. Ancak bu yeni politika karması anlayışıyla TCMB krediler üzerinde yatırım ve tüketim kredisi ayırımı yapmadan bütün kredilerin büyüme hızının yavaşlatılmasını benimsemiştir. Bu durum ileride ülkenin büyüme hızının daha da azalarak potansiyelinin altında kalmasına ve diğer makroekonomik sorunların (istihdam gibi) oluşmasına neden olabilecektir. Bu yüzden TCMB'nin krediler üzerindeki politikasında değişikliğe giderek kredilerin tüketim kredisi kısmının yavaşlatılmasına çalışmalı bunun yanında yatırım kredilerinin ise arttırılmasına çalışmalıdır.⁸⁶

Türkiye'de faiz oranlarının geçişkenliği üzerine yapılan çalışmalar incelendiğinde, para politikası borç verme faiz oranlarındaki değişikliklerin ticari kredi faiz oranına duyarlı olmadığı, ihtiyaç ve otomobil kredisi faiz oranlarının duyarlı olduğu ve konut kredisi faiz oranlarının ise aşırı duyarlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Türkiye'de para politikası

⁸⁴ Serel, Özkurt, **a.g.e.** s: 14

⁸⁵ Ahmet Hakan Kara, Musa Orak, **Enflasyon Hedeflemesi**, 2008, s: 49

⁸⁶ Serel, Özkurt, **a.g.e.** s: 16

reel ekonomi etkileşimini ve parasal aktarım kanallarından hangilerinin etkin olarak çalıştığı incelendiğinde, faiz oranlarına verilen şoka döviz kuru ve enflasyonun artarak tepki verdiğini, döviz kuru kanalının üretim seviyesi üzerinde belirleyici olmadığını görmekteyiz. Bununla birlikte fiyatlar genel seviyesini önemli ölçüde etkilediği ve hisse senedi fiyatları ve kredi kanalının çalıştığına dair bulguların olmadığı tespit edilmiştir. Türkiye’de para politikasının mali piyasalara etkisi üzerine yapılan çalışmalara bakıldığında, politika faiz oranındaki değişikliklerin mali piyasalarda, özellikle bono-tahvil faizleri üzerinde etkili olduğunu, ancak, hisse senedi fiyatlarının para politikası sürprizlerine istatistiksel olarak anlamlı bir tepki vermediği, döviz kuru tepkisinin ise küçük olduğunu görmekteyiz.⁸⁷

Küreselleşme nedeniyle Dünya’daki hiçbir ülke yaşanan ekonomik, sosyal ve kültürel gelişmelerden kendini izole edememektedir. Ülkemiz ekonomisi de küresel krizin başlangıç anından itibaren sağlam makroekonomik temellere oturmuş olmasına rağmen bu krizden kendine düşen payı almıştır. İşte krizin etkilerini en aza indirmek amacıyla uygulanan bu yeni politika karmasının geçmişi her ne kadar kısa sayılabilecek bir süreye dayansa da günümüzdeki sonuçları incelediğinde başarılı olduğu görülmektedir. Özellikle ROM uygulamasının başlangıcından itibaren TL volatilitelerini azalttığı sonucu dikkat çekicidir. Bu uygulama TCMB’nin döviz rezerv yönetiminde de etkinlik yaratmıştır. Bu yolla sermaye akımlarındaki volatilitenin finansal istikrara dönük olumsuz etkileri de azaltılabilmektedir. Geleneksel olmayan politika araçlarının etkinliğinin değerlendirilebilmesi için daha uzun bir sürenin geçmesinin gerekliliğine rağmen TCMB’nin sorunun tespitinde ve politika karmasının uygulanmasında genelde başarılı olduğu ifade edilebilir. Krizin ikincil etkilerinin hala devam ediyor olması ve daha ne kadar devam edeceğinin kimse tarafından bilinmemesi bu politika karmasıyla bir süre daha devam edileceğini göstermektedir. Politika Karması uygulamasındaki başarının, bankacılık sektörünün likidite yönetiminde TCMB’nin etkinliğini arttıracığı unutulmamalıdır. Bu süreçte enflasyon hedeflemesi politikasının biraz daha geri planda kalmış olması ülkemizin gelişmiş ülkelerin sahip olduğu enflasyon oranlarına ulaşmasını geciktirmektedir. Bundan sonraki aşamalarda TCMB’nin enflasyon hedeflemesi yani fiyat istikrarı konusuna daha da ağırlık vererek krizi bir fırsata

⁸⁷ Dilek Koçyiğit, **Olağan ve Olağan Dışı Durumlarda Kullanılan Para Politikası Araçları ve Likidite Yönetimi Stratejileri**, 2009,s: 158

dönüştürmesi ekonomik birimlerin desteğiyle birlikte mümkün olabilecektir.⁸⁸ Şimdi üçüncü bölümde geleneksel olmayan para politikası araçlarına ve TCMB uygulamalarına değineceğim.

3. GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARI VE TCMB UYGULAMALARI

3.1. Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları

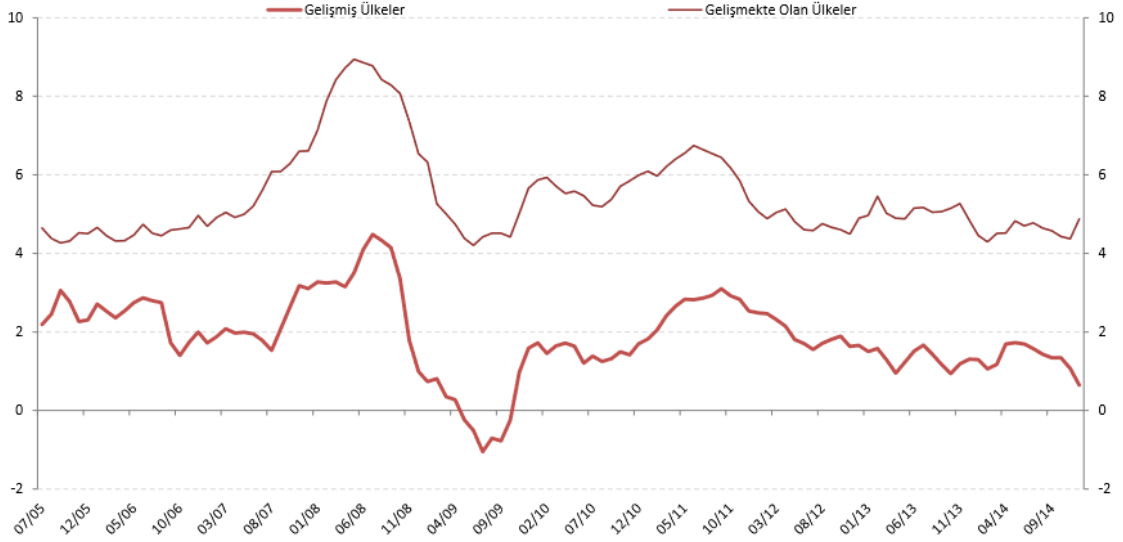
Finansal serbestleşme ile birlikte ulusal ekonomiler yabancı yatırımlara açık hale gelmiş, sıcak para olgusu gelişmekte olan ekonomilerin temel dayanağı olmuş ve dolayısıyla finans piyasalarındaki entegrasyona paralel uluslararası gelişmelere/endişelere açık, kırılabilirlik kapasitesi yüksek ulusal ekonomiler oluşmuştur. Bir ekonomide kamu açıklarının, cari işlemler açığının ve tasarruf açığının artması ekonomideki yapısal dengenin bozulmanın temel nedenleridir. Genişleyici para ve maliye politikaları bu açıkları ortaya çıkarmaktadır. Döviz kurunun aşırı değerlenmesi ya da faiz oranlarının aşırı artması bu açıkların bir sonucudur. Kamu ve tasarruf açıklarının artması faiz oranlarını artırmakta bunun sonucunda döviz talebini ve fiyatını yüksek oranda arttırarak finansal krizin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Global mali piyasalar günümüz itibariyle büyük bir derinlik kazanmış bulunmaktadır. Bu piyasalarda oluşan günlük işlem hacmi mal ticaretinin yaklaşık 40 katına ulaşmaktadır. Global piyasalar, bir tarafta üretilmiş mal ve hizmetlerin ticaretinin yapıldığı reel ekonomi, diğer tarafta ise spekülörlerin ve fon ihraç edenlerin yer aldığı ikili bir yapı göstermektedir. Kısa süreli sermaye hareketlerinin engellenmesi konusunda James Tobin döviz işlemleri üzerinden küçük oranlı bir vergi alınmasını öne sürmüştür. Tobin vergisi denilen bu vergi ile hem büyük miktarlara ulaşan döviz alım satım işlemlerine ilave bir külfet getirilerek bu hareketlerin azaltılması, hem de buradan elde edilecek gelir ile dünyanın sosyal sorunlarının çözümüne bir fon temin edilmesi amaçlanmaktadır.⁸⁹

⁸⁸ Serel, Özkurt, **a.g.e.** s: 62

⁸⁹ Suna Simla Sarpkaya, **Finansal Krizler Ve Kriz Dönemlerinde Uygulanan Para Politikası Araçları**, 2009, s: 33

Küresel Enflasyon

(Yıllık Yüzde Değişimler)



Grafik-3 Küresel Enflasyon

Kaynak: TCMB, Ekonomik Gelişme Raporu, 2015

Finansal piyasalarda yaşanan krizin etkisiyle küresel ekonominin resesyon sürecine girmesi, gerek ulusal gerekse uluslararası ölçekte makroekonomik politikaların devreye girmesini sağlamıştır. Krizin ilk olarak finans piyasalarında başlaması, para politikasını gündeme getirmiş; ancak hızlı faiz indirimleri grafik 3’de de görüldüğü gibi ekonominin tekrar canlanmasına yetmemiştir. Böylece para politikasının farklılaştırılması gündeme gelmiştir.⁹⁰ Geleneksel olmayan para politikaları finansal koşulları rahatlatmak için çok geniş araç ve önlemler içermektedir. Merkez bankalarının kendi tasarruflarında bulunan geniş önlemler paketi ve araçları en etkin şekilde kullanabilmek için ara hedeflerini iyi belirlemeleri gerekmektedir. Bu kapsamda geleneksel olmayan para politikası araçları beş temel başlık altında incelenecektir: Miktar Genişlemesi, Kredi Genişlemesi ve Faiz Taahhüdü, Zorunlu Karşılık Uygulaması ve Faiz Koridoru Uygulaması.⁹¹

⁹⁰ Soylu, a.g.e. s: 260

⁹¹ Vural, a.g.e.s:89

3.1.1. Miktar Genişlemesi

Global krizin ardından birçok ülke merkez bankası politika faiz oranlarını düşürerek likidite sıkışıklığı yaşayan birimlere kredi tahsis etmişlerdir. Faiz oranları sıfıra yaklaşmasına rağmen yeterli likiditenin sağlanamadığı hallerde ise merkez bankaları alternatif bazı önlemlerle likidite sağlamayı hedeflemişlerdir. Bu nedenle faiz oranı temel politika aracı olmaktan çıkarak yerini paranın miktarına bırakmıştır.⁹²

Miktar genişlemesi; Ekonominin yaygın uygulama alanı bulmuş para politikası araçlarıyla canlandırılmasının mümkün olmadığı hallerde uygulanan bir para politikası aracıdır. Bu politika çerçevesinde merkez bankaları, bankaların ve diğer kurumların ellerinde bulunan finansal varlıkları (tahvil, bono, varlığa dayalı menkul kıymet vb) satın alarak karşılığında bu bankalara ve kurumlara para verirler. Böylece ekonomiye karşılığı ve limiti teorik olarak belirli bir miktar yeni para enjekte edilmiş olur. Küresel kriz boyunca ABD Merkez Bankası Fed, Avrupa Merkez Bankası AMB ve İngiltere Merkez Bankası BOE tarafından uygulanmış bir politikadır. Bunun para basmaktan tek farkı limitinin ve tahvil, bono gibi bir karşılığının olmasıdır. Para basmanın bir limiti olmadığı gibi karşılığında verilen bir menkul kıymet de bulunmamaktadır. Dolayısıyla niceliksel gevşemenin para basmaya göre daha az enflasyonist etki yaratması beklenir. Niceliksel gevşemenin API'den farkı yine belirli bir süre ya da limitle bu işin yapılacağı bilinmesidir.⁹³

Kredi piyasalarının tam olarak işleyemediği dönemlerde, geleneksel olmayan yöntemlerle varlık alımları ile merkez bankası parası arzının artırılması daha uygun bir politika olmaktadır. Özel sektör varlıklarının merkez bankası tarafından satın alınması ise özel sektör harcamalarını arttırarak ekonomiyi daha fazla hızlandırmakta ve piyasadaki likiditeyi arttırmaktadır. Özel sektör varlıklarına olan talebin artması borç verme maliyetini doğrudan azaltmakta ve ticari bankaların bu artan mevduatları kredi olarak yine firmalara ve hane halklarına dönmektedir. Bazı durumlarda özel bankalar tahvilleri karşılığında elde ettikleri likiditeyi tampon görevi görmesi için rezervlerinde tutmayı da tercih edebilmektedirler. Böyle durumlarda merkez bankasının piyasadaki

⁹² Arıcan, Okay, **a.g.e.** s: 15

⁹³ Eğilmez, **a.g.e.** s: 1

likiditeyi arttırmak için izlediği bu politika etkisiz olup, likidite, kredi olarak finansal sektörlere ve dolayısıyla ekonomiye yayılamamaktadır. Merkez bankaları bu tarz bir işlemi faiz oranı alt sınıra yakinken ya da standart faiz kanalı tamamen işlemez halde iken gerçekleştirirse bu riski minimize etme ihtimali daha yüksek olmaktadır.⁹⁴

3.1.2. Kredi Genişlemesi

Burada temel amaç, fonksiyonelliğini kaybetmiş piyasaların yeniden faaliyete geçirilmesi ve/ veya regüle edilerek likidite sıkışıklığının ve risk priminin azaltılmasıdır. Bu şekilde ekonomideki finansal aktivitelerin tekrar olağan haline dönebileceği düşünülmektedir. Miktar genişlemesinden farklı olarak kredi genişlemesinde merkez bankası bilançolarının kompozisyonu değiştirilmekte ve doğrudan para yaratmak yerine ticari menkul kıymetler merkez bankalarınca satın alınarak piyasa likiditesi yükseltilmektedir. Sözelimi kredi genişlemesi yapmak isteyen merkez bankaları kısa vadeli hazine bonolarını ihraç edip elde ettikleri fonlarla vadeli ticari menkul kıymetleri satın almaktadırlar. Böylece yalnızca bilanço kompozisyonunu değiştiren merkez bankaları, vade ve bilanço büyüklüğünü değiştirmeden piyasadaki riskli menkul kıymetlere bir likidite sağlanmış olurlar. Diğer bir ifade ile merkez bankaları risksiz menkul kıymetlerle riskli menkul kıymetleri değiş tokuş ederek piyasada kredilerin hem maliyetini hem de uygunluğunu olumlu yönde etkilemektedirler. Merkez bankaları riskli varlık alımı yapınca özel sektör için söz konusu menkul kıymetlerin arzı daralmakta, bu durum ise kağıdın fiyatını yükseltip getirisini düşürmektedir. Özellikle riskli varlıklar için talebin mevcut olmadığı hallerde merkez bankalarının bu alımları piyasadaki kredileri daha cazip hale getirmektedir. Aynı zamanda bu tür politika araçları merkez bankalarının sahip olduğu varlıklarda bir çeşitlendirme imkânı sağlar.⁹⁵

Aşırı kredi genişlemelerinin sanayileşmiş ve yükselen piyasa ekonomilerinde üç önemli açıdan farklılık gösterdiği tespit edilmektedir. Birincisi, aşırı kredi genişlemelerinin tümü krizle sonuçlanmamakla birlikte, son dönemlerde yükselen piyasa ekonomilerinde gerçekleşen krizlerin birçoğu aşırı kredi genişlemeleriyle ilişkilidir. İkinci olarak,

⁹⁴ A. Perera, **Monetary Policy in Turbulent Times: Impact of Unconventional Monetary Policies.**

Erişim: 22 Ocak 2013, [http://www.cbsl.gov.lk/pics_n_docs/10_pub/_docs/IRC/2010/Unconventional Monetary Policies Full.pdf](http://www.cbsl.gov.lk/pics_n_docs/10_pub/_docs/IRC/2010/Unconventional_Monetary_Policies_Full.pdf), 2013, s.18

⁹⁵ Arıcan, Okay, **a.g.e.** s: 14

yükselen piyasa ekonomilerinde aşırı kredi genişlemeleri dönemlerinde gözlenen makro ve mikro büyüklüklerdeki dalgalanmalar büyük, kalıcı ve asimetriktir. Üçüncü olarak, yükselen piyasa ekonomilerinde aşırı kredi genişlemelerinin görülmesi olasılığı, yurtiçi Finansal piyasalardaki reformları ve toplam ürün verimliliğindeki artışları takiben değil, büyük sermaye girişlerini takiben artmaktadır. Ancak, sanayileşmiş ülkelerde ise tam tersi bir eğilim gözlenmektedir. Diğer bir deyişle, söz konusu ülkelerde aşırı kredi genişlemelerinin görülmesi olasılığı yüksek toplam ürün verimliliği veya finansal reformların olduğu dönemleri takiben artmakta, ancak büyük sermaye girişlerini takiben azalmaktadır. Yapılan analizler neticesinde özet olarak, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde cari işlemler dengesizliklerinin ve kredilerdeki gelişmelerin finansal kriz olasılığını artırma konusunda güçlü olduğunu söylemek mümkündür. Diğer taraftan, gelişmiş ülkelerde kredilerdeki gelişmelerin, gelişmekte olan ülkelere ise cari işlemler açığının finansal kriz olasılığını istatistiki olarak daha güçlü bir şekilde artırdığı söylenebilir.⁹⁶

3.1.3. Faiz Taahhüdü

Merkez Bankaları faiz taahhüdü politikası ile politika faiz oranını belirli bir süre düşük düzeyde sabit tutacağını açık ya da üstü kapalı bir şekilde taahhüt edip beklentileri yönetebilmektedir. Özel sektör beklentilerinin makroekonomik dengeye ulaşmada önemli rol oynadığı günümüzde, merkez bankaları bu politikayı kullanarak, ekonominin gidişatı ve kısa vadeli faiz oranları ile ilgili özel sektörün beklentilerini yönlendirerek ekonomik aktiviteyi etkileyebilmektedir. Faiz taahhüdünün açık bir şekilde belirtildiği durumlarda, piyasalar kendini tam olarak toparlayıncaya kadar kısa dönemli faiz oranı düşük düzeyde tutulmaktadır. Faiz taahhüdü politikası nispeten kolay duyurulabilir bir politika olup, merkez bankalarının faiz oranının bu düşük seviyesini belirli bir süre daha koruyacağı konusunda kamuoyu ile iletişiminin iyi düzeyde olması gerekmektedir. Merkez bankaları bu politikayı uygularken enflasyon oranını göz önünde bulundurmamak durumundadır. Düşük faiz oranı taahhüdü, talebi fazla arttırıp enflasyonu beklenenden fazla arttırma eğilimine girerse, merkez bankaları bu taahhüdü çiğneyip faiz oranını yükseltmek durumunda kalabilir. Ancak böyle bir durum merkez bankalarının

⁹⁶ Aytül Ganioglu, **Finansal Krizlerin Belirleyicileri Olarak Hızlı Kredi Genişlemeleri ve Cari İşlemler Açığı** 2012, s: 5

kredibilitesine zarar verebilmektedir. Bu politikada faiz taahhüdü açık ve net bir şekilde belirtilebileceği gibi üstü kapalı olarak da ifade edilebilmektedir. Normal şartlar altında faiz taahhüdünün üstü kapalı olarak ifade edilmesinde bir sakınca bulunmamakla birlikte kriz dönemlerinde bu taahhüdün açık bir şekilde ifade edilmesi piyasa beklentilerini daha etkin yönetmede önemli rol oynamaktadır.⁹⁷

Faiz taahhüdü politikasının yumuşak karnı olan enflasyon oranı, faiz taahhüdü bir politika aracı olarak kullanıldığı sürece merkez bankalarının dikkat etmeleri gereken bir husustur. Şöyle ki; düşük faiz taahhüdü talebi arttırıp enflasyonist bir baskı oluşturabilmektedir. Bu durumda merkez bankaları taahhütlerini çiğneyip faiz oranlarını yükseltirlerse merkez bankalarının itibarında bir zedelenme meydana gelebilecektir.⁹⁸

3.1.4. Zorunlu Karşılık Uygulaması

Zorunlu karşılık genel anlamda mevduat kabul eden finansal kuruluşların topladıkları mevduatlara karşılık olarak merkez bankası nezdinde tutmak zorunda oldukları parasal tutarı ifade etmektedir. Faiz getirisi olmayan veya politika faiz oranının altında bir faiz kazancı sağlayan zorunlu karşılıklar ticari bankaların mevduat ve kredi faizleri arasındaki farkı etkilemektedir. Bankaların belirli bir maliyete katlanarak topladıkları mevduatlara karşılık olarak bilançolarının aktif tarafında faiz getirisi olmayan/düşük olan zorunlu karşılık tutmaları, kredi faizlerinde bu maliyeti karşılayacak bir ek prim talep etmelerine sebep olmaktadır. Bankalar açısından faiz getirisi sağlamayan zorunlu karşılık oranlarının yükseltilmesi para politikası açısından sıkılaştırma anlamına gelmektedir. Ancak, zorunlu karşılık oranlarının artırılması yoluyla yapılan parasal sıkılaştırma, politika faiz oranlarının artırılması ile yapılandan farklıdır. Politika faiz oranlarının yükseltilmesi ile parasal koşulların sıkılaştırılması özellikle kısa vadeli yabancı sermaye akımlarına yol açarak yerel paranın değerlenmesine ve cari işlemler dengesinin bozulmasına neden olmaktadır. Bu durum, hali hazırda cari işlemler açığı sorunu yaşayan ülkelerde finansal istikrara ilişkin riskleri artırmaktadır. Sonuç olarak, parasal sıkılaştırma amacıyla politika faiz oranı artışı yerine zorunlu karşılık oranlarının artırılması kısa vadeli yabancı sermaye akımına yol açmadan toplam talebi

⁹⁷ Vural, **a.g.e.** s: 91

⁹⁸ Arıcan, Okay, **a.g.e.** s:14

sınırlayabilmektedir. Örneğin, Türkiye'nin cari işlemler açığında gözlenen artış karşısında TCMB, Kasım 2010'dan itibaren ekonomideki ısınmayı ve enflasyonist baskıları gidermeye yönelik olarak politika faiz oranlarında bir artışa gitmeksizin zorunlu karşılık oranlarını artırmak suretiyle parasal koşullarda sıkılaştırma yapmıştır.⁹⁹

Günümüzde kredi piyasalarının kontrolsüz genişlemesinin engellenmesi hususunda zorunlu karşılıklar önemli bir belirleyicidir. Para arzı hacminin kontrolü dışında merkez bankalarının likidite yönetimine katkı sağlayan ve istikrarlı kısa vadeli faiz oranlarının tahsisi hususunda da fayda sağlayan zorunlu karşılıklar, bazen ekonominin canlandırılması için azaltılmaktadır.¹⁰⁰

3.1.5. Faiz Koridoru Uygulaması

Merkez bankasının likidite açığı olan bankalara borç verirken uyguladığı faiz oranına 'Borç verme faiz oranı', bankaların likidite fazlası olduğu durumlarda merkez bankasına bir faiz getirisi karşılığı mevduat yatırması işlemine de 'Borç alma faiz oranı' denmektedir. İşte bu iki faiz oranı arasındaki koridora da 'Faiz koridoru' denmektedir. TCMB, döviz kurundaki aşırı dalgalanmalar sonucunda sorunun ülke sathına yayılmasını engellemek amacıyla faiz koridorunu özellikle küresel kriz sonrası küresel para hareketlerini de göz önünde bulundurarak çok sık kullanmıştır. Bu uygulama ile aynı zamanda kredilerdeki büyüme hızı yavaşlatılmış, enflasyon oranının düşmesine de dolaylı olarak katkı sağlanması hedeflenmiştir. Aynı zamanda geleneksel olmayan para politikaları uygulamalarına ek olarak bazı ülkelerin "teminat çeşitlendirmesi", "vade uzatımı" ve "katılımcı banka tabanının genişletilmesi" gibi ek politikalar uyguladıkları da görülmektedir. Teminat çeşitlendirmesi uygulamasında, merkez bankaları kredi risklerini azaltmak için talep ettikleri teminatları geçici ya da kalıcı olarak genişletirken, vade uzatımı uygulamasında ise, merkez bankaları verdikleri kredilerin vadelerini uzatarak, bankacılık sistemine esneklik sağlamaktadırlar. 2009-2012 döneminde bazı ülke merkez bankaları kendi işlemlerine katılabilecek banka ya da finansal kuruluşların sayısını arttırarak katılımcı banka tabanını genişletmiştir.¹⁰¹

⁹⁹ İsmail Anıl Talash, **Türkiye'de Bankacılık Sistemi Zorunlu Karşılık Yönetimi**, 2012,s: 6

¹⁰⁰ Arıcan, Okay, **a.g.e.** s:15

¹⁰¹ Vural, **a.g.e.** s:95

3.2. Dünya Ekonomilerinde Geleneksel Olmayan Para Politikaları Uygulamaları

Finansal kriz öncesinde ya da sırasında para politikası duruşundan taviz vermeyerek finansal istikrarı korumak her zaman mümkün olmayabilmektedir. Dolayısıyla varlık fiyatlarının ani çökme riski dikkate alınmalı ve politika faiz kararı, bir sonraki dönemde gerçekleşebilecek kredi krizine göre verilmelidir. Enflasyon beklentilerinin sıfıra yakın olduğu bir ortamda politika faiz oranı ile doğal faiz oranı birbirine eşit düzeyde tutulmalı (re-aktif para politikası), enflasyon beklentileri yükseldikçe politika faizi de yükseltilmelidir. Finansal piyasalarda dalgalanmalar belirdiğinde, “rüzgâra karşı eğilme” politikası ile merkez bankası, politika faiz oranını enflasyon hedefini kısa-orta vadede gerçekleştirebileceği seviyenin üzerine ihtiyatlı bir şekilde çıkarmalıdır. Merkez bankası para politikasını yükselen varlık fiyatları karşısında sıkılaştırarak ve düşen varlık fiyatları karşısında ise gevşeterek, ekonomik birimlerin aşırı risk alma iştahını kırmayı amaçlamaktadır.¹⁰²

Dünyada merkez bankalarının finansal piyasalardaki rolü her geçen gün daha fazla önem kazanmakta ve bazen merkez bankaları neredeyse tüm ülke finans yönetiminden tek başına sorumlu hale gelmektedir. Faiz oranlarını, para arzını ve kredi miktarını belirleyebilme özelliklerinden dolayı merkez bankalarının etki alanları da gittikçe artmakta, globalleşmenin de etkisi ile uluslararası platformda birbirlerini etkileyen ve yönlendiren politikaların önü açılmaktadır. Bununla birlikte hükümetlerin ekonomi politikaları ile uyumlu hareket etme zorunluluğu merkez bankalarının zaman zaman politika araçları tercihlerinde zorlanmalarına neden olabilmektedir.¹⁰³

Global finansal piyasalarda kısa vadeli sermaye hareketlerinin yoğunluğu son yıllarda çok büyük boyutlara ulaşmış bulunmaktadır. Bu artış yabancı sermaye giren ülkelerin mali piyasalarında girişte ve çıkışta önemli değişiklikler meydana getirmekte, bunun yanı sıra ülkenin reel sektörüne büyük bir fayda da sağlamamaktadır. Kısa süreli sermaye hareketlerinin meydana getirdiği büyük fon birikimi ve büyük işlem hacminin

¹⁰² Balmumcu, a.g.e. s: 40

¹⁰³ Zeynep Özge YETKİN, **Merkez Bankalarının Para Politikalarının Tasarımında İletişim Politikalarının Önemi ve Bekleyişlerin Yönetimi**, 2005, s: 12

gelişmekte olan ülke piyasalarına anlık giriş çıkışlar yapması ilgili ülke piyasalarında büyük dalgalanmalar meydana getirmekte, bu dalgalanmalar finansal krizlerin başlatıcısı da olabilmektedir. Nitekim Avrupa'daki 1992 ERM krizini, 1994-1995 Latin Amerika finansal krizlerini, 1997 Güneydoğu Asya ve Rusya krizlerini kısa süreli sermaye hareketlerinin tetiklediği halen tartışılmaktadır. Ulusal ekonomilerin karşılaştıkları finansal krizlerde “sıcak para” dediğimiz uluslararası kısa vadeli sermaye akımlarının ve spekülasyon saldırılarının önemli bir rolü bulunmaktadır. Dünyada ve Türkiye’de karşılaşılan finansal krizlerde bu etkileri görmek mümkündür.¹⁰⁴

Bu sermaye hareketleri ile ülke ekonomilerinin sarsılmasını istemeyen Merkez Bankaları Tablo 2’de de görülebileceği gibi geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanmaya başlamışlardır.

3.2.1. Ülke Bazında Politika Uygulamaları

Tablo.2 Politika Bazında Ülke Uygulamaları (2008 ve Sonraki Yıllar)

ÜLKELER	UYGULANAN GOPP SAYISI	UYGULANAN GELENEKSEL POLİTİKA ARAÇLARI SAYISI
ABD	5	8
İSVEÇ	7	8
İNGİLTERE	4	8
GÜNEY KORE	6	5
MACARİSTAN	5	7
AVUSTRALYA	5	5
JAPONYA	4	5
ENDONEZYA	4	5
YENİ ZELANDA	4	3
POLONYA	4	4
ÇİN	3	6
KANADA	3	6
BREZİLYA	3	5
NORVEÇ	3	5
TÜRKİYE	2	9
MEKSİKA	0	7
GÜNEY AFRİKA	0	6

Kaynak: İMF

¹⁰⁴ Sarpkaya, a.g.e. s: 31

3.2.2. Miktarsal Genişleme

Kredi piyasalarının, daha düşük faiz oranlarına cevap vermemesi veya merkez bankasının bankacılık krizinde “son kredi mercii” faaliyetlerine girmeye ihtiyaç duyması halinde başvurulan yöntemlerden biridir. Bu tür bir durumda, garantilerin çeşidini arttırma, kredilerin kolaylaştırılması veya merkez bankasının bilançolarını daha uzun vadeli devlet tahvilleri olarak genişletmesi araçları kullanılmaktadır.¹⁰⁵

Miktarsal genişleme politikası 2009-2012 yılları arasında toplam 14 ülke ve AMB tarafından kullanılmıştır. Dünyanın en büyük üç merkez bankası olan Fed, AMB ve Japonya Merkez Bankası bu politikayı en çok kullanan merkez bankalarıdır. Faiz oranı sıfır düzeyine yaklaşmış olan ülkeler manevra alanı kısıtlandığı için, daha fazla faiz indirimi yapıp talep düzeyini etkileyemeyeceklerinden bu yönetime başvurmuşlardır. Ancak kriz sonrası dönemde bu politika, faiz oranı sıfır düzeyine yakın olmayan ülkeler tarafından da uygulanmıştır. Bu politika, bazı taraflarca para basmanın modern yolu olarak değerlendirilse de merkez bankaları bu politikayı para basarak değil, bankaların kendilerinde tuttıkları aşırı rezervleri kullanarak uygulamaktadırlar. Fed, Japonya, İngiltere ve AMB'nin miktarsal genişleme politikaları piyasalarda önemli ölçüde rahatlamaya sebep olurken, gelişmekte olan ülkeler açısından istenmeyen ve beklenmeyen bazı sonuçlar da doğurabilmektedir. Küresel sermaye hareketleri sebebiyle risk ve getiri düzeyi yüksek gelişmekte olan ekonomilere akan sermaye, o ülkenin ulusal parasının değerlenmesine yol açarak ihracat ve enflasyon üzerinde olumsuz etki yaratabilmektedir. Özellikle Çin, Brezilya ve Kore gibi ülkeler Fed'in uygulamış olduğu miktarsal genişleme programlarının, küresel ekonomiyi olumsuz etkileyerek para ve ticaret savaşlarına sebep olduğunu dile getirmişlerdir.¹⁰⁶

Asıl mesele bu parasal genişlemelerin küresel krizin çözümüne yarar getirip getirmeyeceğidir. Fed'in önceki uygulamaları ABD ekonomisinin istendiği kadar olmasa da toparlanmasına yol açtı. ABD'den gelen haberler arasında olumlu olanların yüzdesi olumsuzlara göre biraz daha fazlaştı. Beklenen hızda ve büyüklükte olmasa da bir toparlanma olduğu kesin gözükmemektedir. Buna karşılık ABD kamuoyunun en hassas

¹⁰⁵ Soylu, a.g.e. s: 256

¹⁰⁶ Vural, a.g.e. s.35

olduğu noktalardan birisi olan işsizlik oranı hala yüzde 8'in altına inmemiştir. AMB'nin önceki uygulamaları Fed'inkiler kadar başarılı olmadı. Son uygulamanın daha başarılı olması bekleniyor. Parasal genişleme eğer krizden çıkış için güçlü bir altyapı oluşturamazsa Avrupa uzun süreli bir durgunluğun içine girebilir. Nüfusu giderek yaşlanan, yaratıcılığı ve yeni teknolojilere uyumu giderek zayıflayan Avrupa'nın böyle uzun süreli bir durgunluğu kaldırabilecek hali bulunmuyor. Avrupa'nın durgunluğa girmesi ve ABD'nin yeterince hızlı toparlanamaması Çin ve diğer yükselen piyasa ekonomilerini de son derecede olumsuz etkiliyor. Bu etkileri önümüzdeki dönemde belki daha da ağırlaşmış olarak göreceğiz.¹⁰⁷

3.2.3. Kredi Genişlemesi

Kredi politikası, bilanço politikaları içinde en yaygın olarak kullanılan müdahale aracıdır. En basit ifadesiyle kredi politikası, merkez bankasının kamu dışındaki sıkıntılı sektörlerle borç veya kredi vermek suretiyle finansman sağlaması şeklinde tanımlanabilir. Diğer bir ifade ile merkez bankasının özel sektör kredi riskinin bir kısmını kendi mali tablolarına almasıdır. Kredi politikasında özel sektör borç verenleri ile borç alanları arasına merkez bankası girmektedir. Kredi politikası, 15 Eylül 2008 tarihinde Lehman Brothers'ın iflas etmesinden önce bankalar için kullanılırken, bu tarihten sonra, reel sektör için de kullanılmıştır. Merkez bankaları, kredi politikası kapsamında bankalara daha uzun vadeli likidite sağlarken, aynı zamanda teminat olarak kabul ettiği varlık türlerini de arttırmıştır. Böylelikle bankalararası uzun vadeli faizleri ile kısa vadeli faizleri arasındaki fark olarak ifade edilen vade aralığını azaltılmıştır. Lehman Brothers'ın iflasından sonra ise kredi politikası daha çok risk aralığını azaltmak üzere kullanılmıştır. Bu dönemde merkez bankaları, banka-dışı firmalara finansman sağlamış ve bu finansman daha çok varlığa dayalı menkul kıymetler ile özel şirket borçlanma araçlarına ilişkin piyasalara yoğunlaşmıştır. Ayrıca, FED rehinli ipoteğe dayalı menkul kıymetleri alarak doğrudan varlığa dayalı menkul kıymet piyasasına finansman sağlamıştır.¹⁰⁸

¹⁰⁷ <http://www.mahfiegilmez.com/2012/09/parasal-genisleme.html>

¹⁰⁸ Alper Kara, **Küresel Finansal Krizde Merkez Bankalarının Bilanço Yönetimi Kapsamında Türkiye Örneği ve Alternatif Yöntemler**, 2012,s: 6

Bu politikayı en kapsamlı olarak uygulayan merkez bankalarından biri olan Fed, kredi genişlemesi politikası kapsamında;¹⁰⁹

- Vadeli İhale İmkânı
- Fed ile Doğrudan İşlem Yapma ve Hazine İhalelerine Katılma Yetkisine Sahip Menkul Değer Aracı Kurumu Kredi İmkânı
- Vadeli Menkul Kıymet Borç Verme İmkânı
- Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Kredi İmkânı
- Ticari Varlığa Dayalı Para Piyasası Yatırım Ortaklığı Likidite İmkânı
- Ticari Varlık Fonlama İmkânı
- Para Piyasası Yatırımcıları Fonlama İmkânlarını kullanmıştır.

Bununla birlikte Merkez Bankaları, ülkenin finansal yapısının yanı sıra para politikalarının operasyonel çerçevesine göre teminat sistemlerini şekillendirmektedirler. 2009-2012 döneminde de pek çok merkez bankası kredi risklerini azaltmak amacıyla talep ettikleri teminatları geçici ya da kalıcı olarak genişletmiştir. Fed, devlet tahvillerinin doğrudan alımına ağırlık vermekte, geçici operasyonlarının payını düşük tutmaktadır. APİ için sadece ABD hazine bonoları ile devlet tahvillerini, devlet destekli ipotek kuruluşlarının menkul kıymetlerini ve devlet destekli ipotek kuruluşları tarafından garanti edilmiş ipoteğe dayalı menkul kıymetleri teminat olarak kabul ederek dar bir teminat tanımı benimsemekte, az sayıda piyasa yapıcıyla işlem yapmaktadır. Buna karşılık, iskonto penceresi işlemlerinde ise bütün mevduat kuruluşlarına neredeyse tüm varlıkları karşılığında kredi kullandırmaktadır.¹¹⁰

3.2.4. Faiz Taahhüdü

Merkez Bankalarının politika faiz oranını belli bir süre belli düzeyde tutacağını taahhüt etmesi ile uygulanan bu politikayı Kanada, İsveç, Şili, Yeni Zelanda ve ABD Merkez Bankaları kullanmıştır. Bu politika, her ne kadar çok fazla uygulanan bir politika olmasa da piyasa beklentilerini yönetmede ve istikrarı sağlama konusunda önemli bir politikadır. Kanada Merkez Bankası, bu politikayı 2009 yılında uygulamaya başlamış

¹⁰⁹ Vural, a.g.e. s.40

¹¹⁰ İpek Özdemir, **Merkez Bankacılığında Teminat Sistemleri**. TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2010

ve faiz oranını 2010 yılının ikinci çeyreğine kadar belli bir düzeyde tutacağını açık bir şekilde taahhüt etmiştir. Faiz taahhüdünün açık bir şekilde belirtilmesi, gecelik faiz oranlarının gelecekteki düzeyi için yol gösterici bir nitelik taşımasının yanı sıra, uzun vadeli oranları etkileyerek piyasalara ek parasal hızlandırıcı da sağlamaktadır. Fed ise üstü kapalı bir şekilde faiz oranlarının uzun bir süre boyunca düşük seyrini koruyacağını belirterek faiz taahhüdü politikasını uygulamıştır.¹¹¹

Faiz taahhüdü politikasının yumuşak karnı olan enflasyon oranı, faiz taahhüdü bir politika aracı olarak kullanıldığı sürece merkez bankalarının dikkat etmeleri gereken bir husustur. Şöyle ki; düşük faiz taahhüdü talebi arttırıp enflasyonist bir baskı oluşturabilmektedir. Bu durumda merkez bankaları taahhütlerini çiğneyip faiz oranlarını yükseltirlerse merkez bankalarının itibarında bir zedelenme meydana gelebilecektir.¹¹²

Olağanüstü koşullarda Merkez Bankası beklenen enflasyondan daha yüksek bir seviyede para talebini karşılayabilecektir. Ancak yıllık bazda belirlenen enflasyon bandına uygun olarak para tabanı hedefini belirlemek ve günlük operasyonlarla bu hedefi korumak durumundadır. Fakat enflasyon ile para tabanı arasındaki ilişkinin zaman içinde değişebilmesi nedeniyle enflasyon bandı ve para tabanı hedeflerinin uyumlu olarak sürdürülmesi güç olmaktadır. Bu şekilde para tabanına dair belirlenen hedefler, resmi bir politika hedefini oluşturmamakta; sadece gerçekleşen ve hedeflenen değerler arasında sapmalar olmasına dair mesaj vermektedir. Ancak, Meksika Merkez Bankası net iç krediler ve net uluslararası varlıklardaki değişmelere ilişkin taahhütlerde bulunarak para tabanı arzını ayarlamaktadır.¹¹³

¹¹¹ Vural, **a.g.e.** s.42

¹¹² Arıcan, Okay, **a.g.e.** s:14

¹¹³ Yiğit, **a.g.e.** s: 36

3.2.5. Faiz Koridoru

Bankalar, gün sonunda ellerinde kalan fazla parayı Merkez Bankası'na yatırır ya da gün sonunda hesapları açık kalmışsa o kadar parayı Merkez Bankası'ndan borç alırlar. TCMB bu işlemlerde kendisine borç verenlere yüzde 5 faiz verdiğini düşünelim, kendisinden borç alanlara ise yüzde 11,50 faiz uyguluyor olsun. Buna “fonlama faizi” adı verilmekte. Bir diğer deyişle alt ve üst limitlerin bir koridor oluşturduğu görüşünden hareketle “koridor faizi” dendiği de olmaktadır.¹¹⁴

Faiz oranlarındaki volatilitiyi azaltmak ve piyasa beklentilerini yönetmek için kullanılan bu politika aracı küresel finansal kriz öncesinde Kanada, İngiltere, Japonya, AMB, Norveç, Avustralya, İsveç ve Yeni Zelanda tarafından kullanılırken, kriz sonrasında, sayılan ülkelerin yanı sıra Endonezya, Polonya, Romanya, Macaristan, Sırbistan, Türkiye ve İzlanda tarafından da kullanılmıştır. Ancak bu ülkeler ve AMB faiz koridoru sisteminin farklı çeşitlerini kullanmışlardır. Küresel krizle birlikte, AMB, Japonya, İngiltere, Kanada ve Norveç taban sistemi kullanmaya geçerken, diğer ülke merkez bankaları politika faiz oranlarını koridorun merkezine yakın bir yerde tutma politikası izlemişlerdir. AMB faiz koridoru sisteminin temellerini ilk kez Haziran 1998'de oluşturmuştur. AMB'nin gecelik mevduat faiz oranı faiz koridorunun tabanını ve Marjinal Borç Verme oranı tavanını oluşturmaktadır. Kriz öncesi dönemde geleneksel bir faiz koridoru sistemi uygulayan Avrupa Merkez Bankası, kriz sonrası dönemde politika faiz oranını tabana yakın bir değerde tutarak piyasadaki likiditeyi arttırmaya çalışmıştır. Bu politikaya da faiz koridoru taban sistemi denilmektedir.¹¹⁵

3.2.6. Zorunlu Karşılıklar

Bankalar topladıkları mevduatın ve diğer kaynakların merkez bankası tarafından belirlenen oranda belirli bir miktarını, ileride karşılaşılabilecekleri zorluklarda talep edip kullanabilmek için merkez bankasına yatırmak zorundadırlar. Buna zorunlu karşılıklar, bunun miktarını belirlemeye yarayan orana da karşılık oranı adı verilmektedir. Merkez

¹¹⁴ <http://www.mahfiogilmez.com/2012/08/merkez-bankas-ve-para-politikas.html>

¹¹⁵ Vural, a.g.e. s: 43

bankasının, karşılık oranını artırıp azaltarak bankaların açabileceği kredi miktarını ve maliyetini etkilemesi eylemine de karşılıklar politikası denmektedir.¹¹⁶

Zorunlu karşılıkların bir para politikası aracı olarak politika faizini tamamlayıcı bir rol oynayabilmesi, esas olarak, politika faizinin tüm faiz oranlarını aynı yönde değiştirirken, zorunlu karşılıkların yalnızca belirli faiz oranlarının etkilenmesine yönelik olarak kullanılabilmesinden kaynaklanmaktadır. Güçlü sermaye akımlarının gerek döviz kurları üzerinden gerekse bankacılık sisteminin erişebildiği fonları artırmak yoluyla cari işlemler açığını artırdığı bir konjunktürde, merkez bankalarının ekonomideki ısınmayı ve enflasyonist baskıları da kontrol altında tutması gerekmektedir. Ancak, ekonomiyi soğutma amacıyla politika faizini yükseltmek sermaye akımlarının şiddetlenmesine yol açabilecektir. Öte yandan, sermaye akımlarını hafifletmek amacıyla yapılabilecek bir faiz indirimi ise ekonomideki ısınmayı ve enflasyonist baskıları artırıcı bir etki yaratacaktır. Zorunlu karşılıkların devreye girmesi, kredi faiziyle mevduat faizi arasındaki farkı açmak suretiyle iç talebin kontrol altına alınmasını sağlayabilecektir.¹¹⁷

Bu çalışmada, birçok ülkenin sıklıkla kullandığı zorunlu karşılık oranı, geleneksel olmayan para politikası uygulamalarından biri olarak ele alınmaktadır. AMB ve 13 ülke bu politikayı uygularken, bu ülkelerden Çin, Romanya ve Peru'nun zorunlu karşılık oranını kriz sonrası dönemde aşırı düzeyde kullandığı tespit edilmiştir. Buna ek olarak bazı ülkeler sadece zorunlu karşılık oranını arttırıp düşürerek kullanırken bazı ülkelerde farklı zorunlu karşılık uygulamalarının olduğu görülmektedir. Zorunlu karşılıklarda herhangi bir farklılaştırmaya gitmeyip bu uygulamayı sadece arttırıp azaltarak kullanan ülkeler, Polonya, Romanya, Filipinler, Peru, Güney Kore, Kolombiya, Brezilya ve AMB'dir. Macaristan, Sırbistan, İsrail, Çin, Türkiye ve Endonezya Merkez Bankaları ise zorunlu karşılıklar uygulamasını farklılaştırarak kullanmışlardır. Macaristan, değiştirilebilir zorunlu karşılık uygulamasını kullanıp finansal kuruluşlara, merkez bankasına yatıracakları oranı özgürce belirleme imkânı tanırken, İsrail türev kontratlarına zorunlu karşılık uygulaması getirmiştir.¹¹⁸

¹¹⁶ <http://www.mahfiogilmez.com/2015/01/yuksek-rezerv-illuzyonu.html#more>, (Erişim tarih:10 Kasım 2014)

¹¹⁷ Koray Alper, Tolga Tiryaki, **Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri**,2011,s: 7

¹¹⁸ Vural, **a.g.e.** s: 95

3.2.7. Kredi Vadelerinin Uzatımı

Küresel finansal krizin etkilerini azaltmak için 2009-2014 döneminde uygulanan diğer bir politika da vade uzatma politikasıdır. Bu politika ile uzun vadeli faizlerin azalması, kredilerin ucuzlaması ve ekonominin canlanması hedeflenmektedir. ABD, Çin, Avustralya, Güney Kore, İsveç ve Endonezya Merkez Bankaları ile AMB bankalara verdikleri kredilerin vadelerini uzatmışlardır. Vadeleri genelde üç ay ya da altı ay olan kredi veya repo işlemlerinin vadeleri bir yıla uzatılmıştır.

Tablo-3 de görülen en büyük ilk 20 ekonominin GSYİH düzeyleri dikkate alınarak bazı değerlendirmeler yapılacaktır.

Tablo-3 En Büyük 20 Ekonomi GSYH (2012-2014)

En büyük ilk 20 ekonomi (Cari fiyatlarla GSYH; Milyar \$)						
		2012		2013		2014
1	ABD	16.244.575	ABD	16.724.272	ABD	17.437.856
2	Çin	8.221.015	Çin	8.939.327	Çin	9.761.201
3	Japonya	5.960.269	Japonya	5.007.203	Japonya	5.228.495
4	Almanya	3.429.519	Almanya	3.593.238	Almanya	3.747.066
5	Fransa	2.613.936	Fransa	2.738.676	Fransa	2.862.508
6	İngiltere	2.476.665	İngiltere	2.489.674	İngiltere	2.627.351
7	Brezilya	2.253.090	Brezilya	2.190.218	Rusya	2.215.373
8	Rusya	2.029.813	Rusya	2.117.831	Brezilya	2.169.802
9	İtalya	2.014.078	İtalya	2.068.366	İtalya	2.147.968
10	Hindistan	1.841.717	Kanada	1.825.062	Kanada	1.886.679
11	Kanada	1.821.445	Hindistan	1.758.216	Hindistan	1.749.965
12	Avustralya	1.541.700	Avustralya	1.487.971	Avustralya	1.458.907
13	İspanya	1.323.500	İspanya	1.355.660	Meksika	1.395.563
14	Meksika	1.177.398	Meksika	1.327.021	İspanya	1.394.371
15	G. Kore	1.129.536	G. Kore	1.197.506	G. Kore	1.271.252
16	Endonezya	878.536	Endonezya	867.468	Türkiye	867.325
17	Türkiye (*)	785.753	Türkiye	822.763	Endonezya	863.208
18	Hollanda	770.867	Hollanda	800.535	Hollanda	830.006
19	S. Arabistan	711.050	S. Arabistan	718.472	S. Arabistan	746.819
20	İsviçre	631.183	İsviçre	646.199	İsviçre	671.899

Kaynak: Türkiye için OVP hedefleri, diğer ülkeler için IMF veri tabanı.

() IMF veri tabanında Türkiye için 2013'te 821.8 milyar, 2014'te 851.4 milyar dolarlık GSYH öngörülmüştür.*

Geleneksel olmayan para politikası uygulamalarından her birinin o politikayı uygulayan ülkelerin toplam GSYİH miktarı, tüm ülkelerin GSYİH toplamına oranlanarak 2009/2013 döneminde hangi politika uygulamasının önem taşıdığı toplam GSYİH cinsinden kullanım yaygınlığı üzerinden açıklanmaya çalışılmıştır. Ülke setindeki tüm ülkelerin toplam GSYİH sini; Miktarsal genişleme politikası % 91, kredi genişlemesi politikası % 74, teminat çeşitlendirmesi politikası % 68, vade uzatımı politikası %66, faiz koridoru politikası %45, zorunlu karşılık oranı politikası %43, faiz taahhüdü politikası % 33 oranında etkilediği tespit edilmiştir. Yapılan incelemede, geleneksel olmayan para politikalarını yoğun olarak kullanan ülkelerin diğer politikaları da yoğun olarak kullandığı tespit edilmiş, bu çerçevede geleneksel olmayan para politikalarını uygulayan ülkeler için diğer politikalar destekleyici/tamamlayıcı nitelikte sayılmaktadır. Ancak geleneksel olmayan para politikalarını çok az kullanan ya da hiç kullanmayan ülkelerin diğer politikaları yoğun olarak kullandığı görülmektedir. Bu sebeple de, bu ülkelerin geleneksel olmayan para politikası yerine diğer politikaları tercih ettiği ve bu ülkeler için geleneksel olmayan para politikaları ile diğer politikaların birbirinin ikamesi olduğundan söz etmek mümkündür.¹¹⁹

Gelişmiş ülkeler, daha geniş kapsamlı ve uzun vadeli likidite sağlama yoluna giderken, gelişmekte olan ülkeler daha çok doğrudan zorunlu karşılıklar ile faiz politikasına yoğunlaşmıştır. Genel olarak, gelişmiş ülke merkez bankaları daha yoğun olarak kredi ve miktarsal kolaylaştırma yöntemleri kullanırken, gelişmekte olan ülke merkez bankaları, bu yöntemleri çok az kullanmıştır. Dolayısıyla gelişmiş ülke merkez bankalarının bilançolarındaki büyüme gelişmekte olan ülke merkez bankaları bilançolarının çok üzerinde olmuştur. 2010 yılının mayıs ayı itibarıyla gelişmiş ülke merkez bankalarının bilanço büyüklüğü 7 trilyon USD'yi bulmaktadır. 2010'un ilk çeyreğinde İngiltere Merkez Bankası bilançosu İngiltere'nin nominal gayrisafi yurt içi hasılasının % 17'si büyüklüğüne ulaşmıştır. Amerikan Merkez Bankasının (FED) bilanço büyüklüğünün Nisan 2008'den Nisan 2009'a kadar % 134 büyüdüğü belirtilmiştir. Diğer yandan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası analitik bilançosu 2007 yılının Haziran ayı sonundan 2011 yılının Aralık ayı sonuna kadar % 35 civarında büyümüştür.¹²⁰

¹¹⁹ Vural, a.g.e. s.52

¹²⁰ Kara, a.g.e. s: 17

3.3. Türkiye’de Geleneksel Olmayan Para Politikaları

Küresel kriz döneminde, özellikle gelişmiş ülkelerde uygulanan gevşek para politikaları ile genişleyici maliye politikalarının gereğinden fazla uzun sürdürülmesi, bir yandan dengesizliklere yol açma ihtimali taşırken, diğer taraftan enflasyon risklerini artırmaktaydı. Dolayısıyla birçok merkez bankası, krizin etkilerinin azalması ve ekonomide toparlanma sinyallerinin güçlenmesi ile birlikte çıkış stratejileri üzerinde durmaya başlamıştır.¹²¹

Küresel finansal krizin ortaya çıkması ile birlikte tüm dünyada ekonomi politikaları krizin etkilerini azaltmaya odaklanmıştır. Türkiye’de de bu doğrultuda:¹²²

- TCMB politika faiz oranını hızla düşürmüş,
- Bankalararası para piyasalarının kesintisiz ve etkin bir biçimde çalışmasına yönelik tedbirler alınmış,
- Destekleyici kamu maliyesi politikaları uygulanmaya başlanmış,
- Özel sektöre yönelik kredi desteği mekanizmaları oluşturulmuştur.

Ulusal ekonomilerin karşılaştıkları finansal krizlerde “sıcak para” dediğimiz uluslararası kısa vadeli sermaye akımlarının ve spekülasyon saldırılarının önemli bir rolü bulunmaktadır. Dünyada ve Türkiye’de karşılaşılan finansal krizlerde bu etkileri görmek mümkündür. Global mali piyasalar günümüz itibarıyla büyük bir derinlik kazanmış bulunmaktadır. Bu piyasalarda oluşan günlük işlem hacmi mal ticaretinin yaklaşık 40 katına ulaşmaktadır. Global piyasalar, bir tarafta üretilmiş mal ve hizmetlerin ticaretinin yapıldığı reel ekonomi, diğer tarafta ise spekülasyoncuların ve fon ihraç edenlerin yer aldığı ikili bir yapı göstermektedir. Kısa süreli sermaye hareketlerinin engellenmesi konusunda James Tobin’in döviz işlemleri üzerinden küçük oranlı bir vergi alınmasını önermiştir. Tobin vergisi denilen bu vergi ile hem büyük miktarlara ulaşan döviz alım satım işlemlerine ilave bir külfet getirilerek bu hareketlerin azaltılması, hem de buradan elde edilecek gelir ile dünyanın sosyal sorunlarının çözümüne bir fon temin edilmesi amaçlanmaktadır. Ülkemiz de, 80’li yıllardan sonra kısa süreli sermaye

¹²¹ TCMB, **Para Politikası Çıkış Stratejisi**, 2010, S:11

¹²² TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, 2015, s: 30

hareketlerinin giriş ve çıkışlarına sahne olmuştur. Özellikle 5 Nisan 1994, 20 Kasım 2000 ve 21 Şubat 2001 krizlerinde kısa süreli sermaye hareketlerinin olumsuz etkisini görmek mümkündür.¹²³

Merkez bankaları bu sermaye hareketlerinin etkilerinden asgari düzeyde etkilenmek için kısa vadeli faiz oranlarını değiştirerek bankalar arası para piyasalarında geçerli olan faiz oranını etkilemekte ve böylece uzun vadeli faiz oranlarının seviyesini belirlemektedir. Dolayısıyla, politika faizlerindeki değişimin etkisi zamana yayılmakta, tüketim ve yatırım kararlarına yansıma da gecikmeli olarak gerçekleşmektedir. Burada şu nokta dikkat çekmektedir, tek bir para politikası aracı ile çok sayıda hedefe ulaşmaya çalışmak yerine neden birden fazla para politikası aracının kullanılarak hedefe ulaşılması mümkün olmasın?¹²⁴

Öte yandan, merkez bankalarının tek bir araçla birden fazla değişkeni kontrol etmesi mümkün değildir. Fiyat istikrarını amaçlayan bir merkez bankasının aynı zamanda makro finansal riskleri gözetken politikalar uygulayabilmesi için, özellikle hızlı sermaye girişlerinin yaşandığı dönemlerde, birden fazla politika aracının devreye sokulması gerekebilmektedir. TCMB, bu doğrultuda fiyat istikrarından ödün vermeden finansal istikrarı da desteklemek amacıyla son iki yılda faiz koridoru ve Rezerv Opsiyonu Mekanizması gibi yeni araçlar geliştirmiştir. TCMB, yeni araçlar ile temel olarak krediler ve döviz kuru kanallarını ayrı ayrı etkileyerek fiyat istikrarını ve finansal istikrarı tesis etmeye çalışmaktadır.¹²⁵

¹²³ Sarpkaya, **a.g.e.** s: 32

¹²⁴ Çavuşoğlu, **a.g.e.** s: 25

¹²⁵ TCMB, **Enflasyon ve Fiyat İstikrarı**, 2013, s:16

Para Politikası Çerçevesi



Kaynak: TCMB

TCMB, 2002-2005 yılları arasında kısa vadeli faiz oranlarının temel politika aracı olarak kullanıldığı örtük enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya başlamıştır. Bu politika, açık enflasyon hedeflemesi rejimi için bir geçiş süreci içermektedir ve bu süre zarfında, enflasyon hedeflemesinin operasyonel gerekleri yerine getirilirken, para politikasının kredibilitésinin sağlanması ve makroekonomik istikrarın tesisine çalışılmıştır. 2005 yılı itibarıyla enflasyon hedeflemesi rejimi için gerekli ön koşulların sağlanarak, 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmiştir.¹²⁶ TCMB, Türkiye'nin yakın geçmişte yaşadığı 1994 ve 2001 krizlerinden kazandığı deneyimler sayesinde küresel kriz sürecinde hızlı ve etkili kararlar alarak, krizin olumsuz etkilerini en aza indirmeye çalışmıştır. 2008 yılı Kasım ayında parasal genişleme sürecini başlatan TCMB, gelişmekte olan ülkeler içinde faiz indirimlerine en erken başlayan merkez bankalarından biri olmuştur. Her ne kadar 2009 yılının ikinci yarısından itibaren talepte canlanma ve ekonomide toparlanma belirtileri görülse de, belirsizliklerin halen devam ettiğini düşünen TCMB, ekonomik toparlanmanın beklenenden daha çok zaman alacağı düşüncesiyle faiz indirimlerine devam etmiştir. Bu kapsamda, faiz indirimlerine başlanılan Kasım 2008 Para Politikası Kurulu (PPK) toplantısından Eylül 2012'ye kadar politika faizleri yaklaşık yüzde 10 indirilmiştir. Böylece, Kasım 2008-Eylül 2012

¹²⁶ TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası**, 2005, s: 12

döneminde Türkiye, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler arasında İzlanda'dan sonra en fazla faiz indirimine giden ülke olmuştur.¹²⁷

Türkiye'de küresel krizden sonra sermaye girişlerinin kalitesinin bozulması ve küresel risk iştahındaki değişimler ekonominin kırılganlığını artırmış ve 2010 yılının son çeyreğinden itibaren cari açık temel olarak kısa vadeli sermaye ve portföy yatırımlarıyla finanse edilmiştir. Türkiye'nin geçmiş tecrübelerine bakıldığında sermaye akımlarındaki oynaklığın makroekonomik istikrar konusunda önemli rol oynadığı, 1994, 2001 ve 2008 krizlerinde iktisadi faaliyetteki sert daralmanın hep sermaye akımlarındaki ani azalma ile birlikte gerçekleştiği görülmüştür. Cari açığın finansmanının oldukça kısa vadeli ve oynak olması, küresel risk iştahındaki ani değişimlere karşı ekonominin dayanıklılığını artırma konusunda daha esnek bir yaklaşımın önemini ortaya koymaktadır.¹²⁸

Türkiye'nin enflasyon hedeflemesi deneyiminden çıkarılacak önemli dersler bulunmaktadır. Türkiye'nin 2002-2005 yıllarını kapsayan örtük enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyonu düşürmekte gösterdiği etkileyici başarı, kapsamlı bir istikrar programının ve mali reformların hayata geçirilmesinin enflasyonla mücadeledeki önemini net bir şekilde ortaya koymaktadır. Bu sayede mali baskınlığın önüne geçilmesi ve dolayısıyla para politikasının temel aracı olan kısa vadeli faiz oranlarının etkinliğini koruyabilmesi mümkün olmaktadır. Bu çerçevede, kamu bütçesinin şeffaflaştırılması, merkez bankasının kamuyu finanse etmesinin önlenmesi, bütçe kuralları netleştirilerek bütçe açıklarının kontrolden çıkmasının engellenmesi gibi önlemler önem taşımaktadır. Bunun yanı sıra, enflasyon hedeflemesi rejimi sürecine hükümetlerin de dahil edilmesi ile hedeflerin hükümet tarafından sahiplenilmesi ve böylece maliye politikalarının para politikalarını mümkün olduğunca desteklemesi sağlanmalıdır. Böylece, hükümetin maliye politikalarında reformlar gerçekleştirme konusunda daha istekli olma olasılığı artmaktadır. Burada önemli olan husus, maliye ve para politikalarının birbirlerinden tamamen bağımsız olarak değil, birbirlerini tamamlayacak ve güçlendirecek şekilde tasarlanmasıdır.¹²⁹

¹²⁷ Vural, **a.g.e.** s.60

¹²⁸ Erdem Başçı, Hakan Kara, **Finansal İstikrar ve Para Politikası**,2011, s: 28

¹²⁹ Kara, Orak, **a.g.e.**, s: 62

Kararlılıkla yürütülen para politikası finans sisteminde ve beklentiler üzerinde etkili olmuş, TCMB yürüttüğü para politikası çerçevesinde faiz seviyeleri tarihin en düşük seviyelerine inmiş ve bu uzun vadede getiriler eğrisinin yavaşlamasına neden olmuştur. Aralık 2011 tarihinde Başbakan Yardımcısı Ali Babacan Türkiye ile AB üyesi ülkeler arasındaki farkı şu cümleyle anlatır; ‘Kendi paralarıyla borçlanırkenki risk primleri, bizim onların parasıyla borçlanmamızdan daha fazla. 15 AB ülkesi bizden daha riskli görünüyor.’ Gelişmekte olan ülkelerin ve Avrupa ülkelerinin risk primlerinin Türkiye’nin sahip olduğu risk priminden oldukça yukarıda olduğu görülmektedir. Risk primindeki dalgalanmalar 2009 yılında azalma gösterse de devam etmiş; bu durum parasal genişleme önlemlerinin alınmasıyla borçların sürdürülebileceği izlenimi vermiş, bu olumlu izlenimin etkisiyle sermaye girişlerinin artması risk primlerinde azalmaya neden olmuştur. Ancak 2010 yılından sonra borçların sürdürülebilirliğiyle alakalı endişelerin çoğalmasıyla risk primindeki dalgalanmalar artmıştır.¹³⁰

Para politikası çerçevesinde TCMB, biriken makro finansal dengesizlikleri sınırlamak amacıyla temel olarak iki ara amaç benimsemiştir. Bunlar; i) kısa vadeli sermaye girişlerindeki dalgalanmaları azaltmak ve ii) kredi genişlemesini yavaşlatmaktır. Fiyat istikrarından taviz verilmeden finansal istikrarın gözetilebilmesi amacıyla, politika faizine ek olarak zorunlu karşılıklar ve faiz koridoru (gecelik borç verme ve borçlanma faizi arasındaki fark) 2010 yılı sonundan itibaren aktif para politikası araçları olarak kullanılmıştır. 2012 yılında ise sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın finansal istikrar üzerindeki etkilerini sınırlamak amacıyla Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) bir politika aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır.¹³¹ TCMB, geleneksel enflasyon hedeflemesinde olduğu gibi, para politikası kararlarını alırken yine enflasyonun hedefle uyumlu olmasını gözetmekte; ancak geçmişten farklı olarak, bunu yaparken (kredilerde aşırı büyüme veya yavaşlama, döviz kurunun iktisadi temellerden sapması, cari denge ve finansmanın bozulması gibi) makro finansal riskleri de dikkate almaktadır. Pratikte daha esnek bir enflasyon hedeflemesi anlamına gelen bu durum fiyat istikrar ile finansal istikrarın bir arada gözetildiği anlamına gelmektedir.¹³²

¹³⁰ Aziz Kutlar, Hilal Gündoğan, **Türkiye’de 2008 Finansal Kriz Sürecinde Para Politikası ve Enflasyon Hedeflemesi**, 2014, s:18

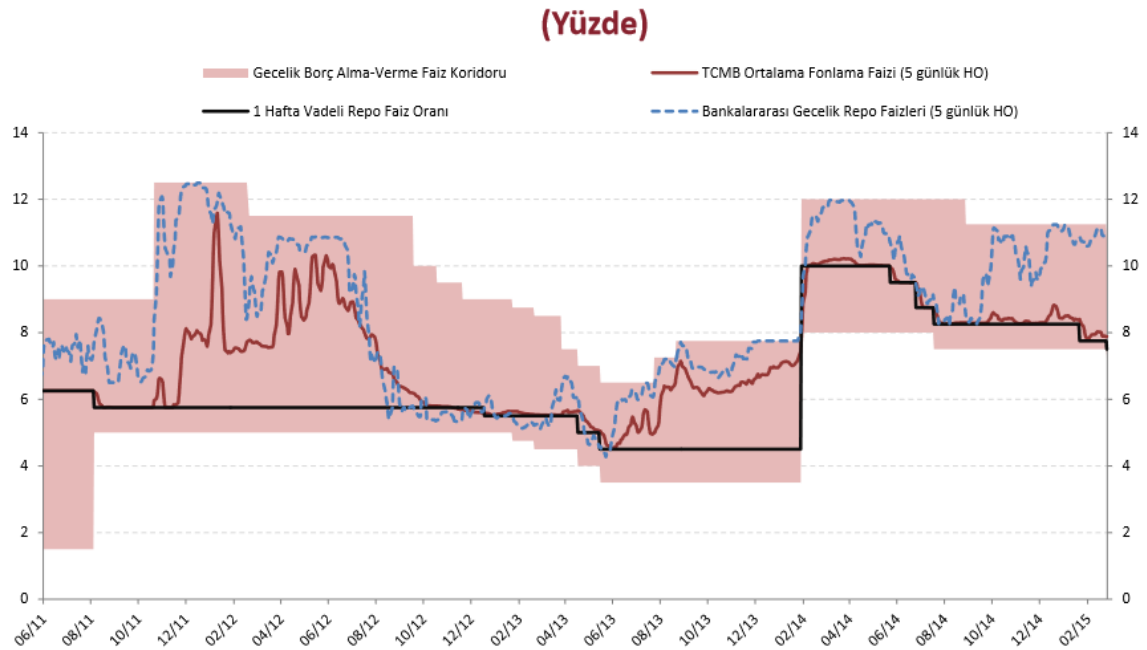
¹³¹ TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, 2015, s: 30

¹³² TCMB, **Enflasyon ve Fiyat İstikrarı**, 2013,s:19

3.3.1. Faiz Koridoru

Merkez bankasının likidite açığı olan bankalara borç verirken uyguladığı faiz oranına ‘Borç verme faiz oranı’, bankaların likidite fazlası olduğu durumlarda merkez bankasına bir faiz getirisi karşılığı mevduat yatırması işlemine de ‘Borç alma faiz oranı’ denmektedir. İşte bu iki faiz oranı arasındaki koridora da ‘Faiz koridoru’ denmektedir. TCMB, döviz kurundaki aşırı dalgalanmalar sonucunda sorununun ülke sathına yayılmasını engellemek amacıyla faiz koridorunu özellikle küresel kriz sonrası küresel para hareketlerindeki göz önünde bulundurarak çok sık kullanmıştır. Bu uygulama ile aynı zamanda kredilerdeki büyüme hızı yavaşlatılmış, aynı zamanda enflasyon oranının düşmesine de dolaylı olarak katkı sağlanması hedeflenmiştir. Küresel krizden sonra gelişmiş ülkelerin miktarsal genişlemeleri ve buna bağlı olarak oluşan sermaye hareketleri, gelişmekte olan ülkelerde finansal sorunlar yaratabilmektedir. Ancak faizler düşük düzeyde tutularak ekonomik dalgalanmaların oluşmasına merkez bankaları tarafından engel olunmaya çalışılmaktadır.

TCMB Faizleri ve BIST Gecelik Faizler



Grafik-4 TCMB Faiz Koridoru (2011 Yılından İtibaren)

Kaynak: TCMB, Ekonomik Gelişme Raporu, 2015

Geleneksel faiz politikasından farklı olarak, kısa vadeli faizlerin aylık frekansta değil günlük ve haftalık frekanslarda ayarlanabilmesi sayesinde, küresel piyasalarda oluşan ani değişimlere anında tepki verilebilmesi faiz koridoruna esnek bir politika aracı olma özelliği kazandırmaktadır. Ülkeye sermaye girişlerinin yoğun olduğu dönemlerde faiz koridorunun aşağı yönlü genişletilmesi kısa vadeli sermaye akımlarını caydırırken, ülkeden hızlı sermaye çıkışlarının gözlemlendiği dönemlerde koridorun yukarı yönlü genişletilmesi ve TCMB'nin piyasanın ihtiyaç duyduğundan daha az fonlama yapması döviz kurunda oluşacak dalgalanmanın şiddetini azaltmaktadır. Diğer yandan, TCMB geniş bir faiz koridoru ile fonlama miktarı ve maliyetine yönelik belirsizliği artırarak kredi arzında sıkılaşmayı sağlayabileceği gibi, dar bir faiz koridoru ile söz konusu belirsizliği azaltarak kredi arzında rahatlama da sağlayabilmektedir.¹³³

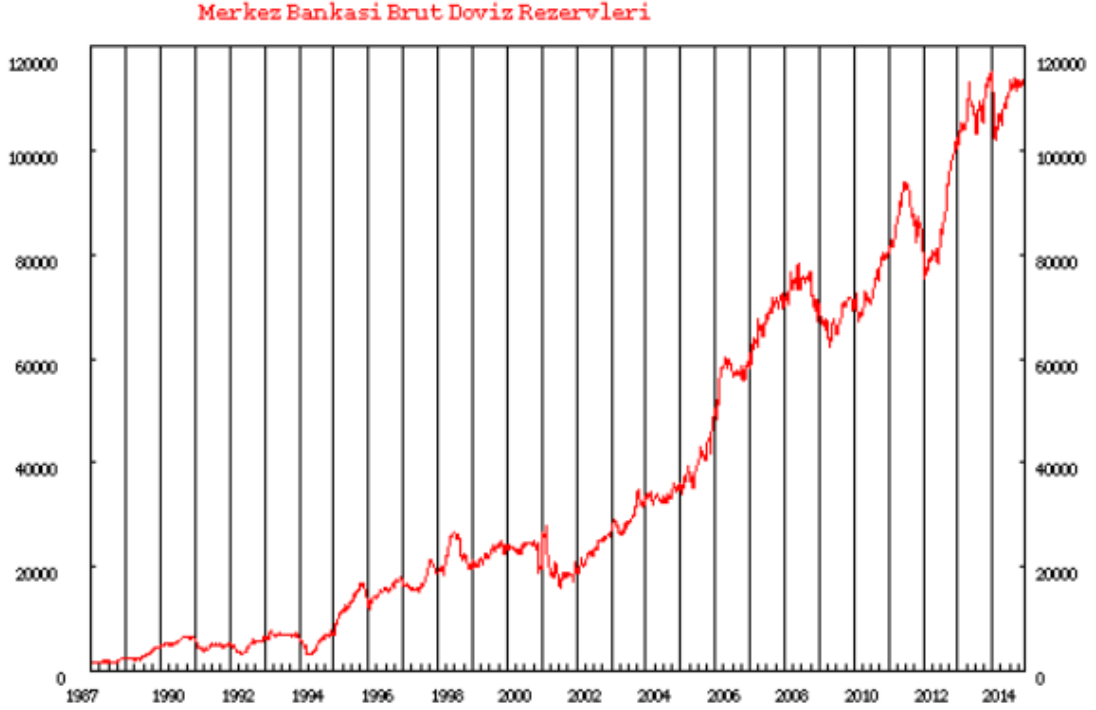
3.3.2. Zorunlu Karşılıklar Ve Rezerv Opsiyonu Mekanizması

Zorunlu karşılıklar, bankaların ve diğer finansal kuruluşların çoğunlukla mevduat ve benzeri yükümlülüklerinin belirlenen bir orandaki kısmının merkez bankası nezdinde tutulmasıyla uygulanan bir para politikası aracıdır. Uygulama Türkiye'de de yoğun olarak kullanılan bir araç olarak karşımıza çıkmaktadır. Zorunlu karşılıklar sermaye akımlarını artırmadan sıkılaştırıcı para politikası uygulama imkânı tanıdığından, küresel finansal kriz sonrası dönemde Merkez Bankası açısından elverişli bir araç niteliği taşımaktadır.¹³⁴ Zorunlu karşılık oranlarının artırılmasıyla bankaların hesaplarında bulundurduğu mevduat azalarak müşteriye açabileceği kredi miktarı kısıtlanır. Enflasyon hedeflemesi politikası çerçevesinde ise politika faiz oranı ile piyasa faiz oranının birbirlerine yakın olması ve bu faiz oranından bankalara borç verebilmesi gerekir. İşte burada sorun zorunlu karşılık oranlarının artırılmasıyla kredi hacmi daralan bankaların bu durumdan piyasa faiz oranından TCMB'den borç alarak kurtulmaları mümkündür. Kriz döneminde gelişmiş ülke ekonomileri merkez bankaları bilançolarının bozulmalarını göze alarak piyasalara yüksek miktarlarda likidite sağlamış neticede yüksek bütçe açıklarıyla karşı karşıya kalmıştır.¹³⁵

¹³³ TCMB, **Bülten sayı: 35**, 2014, s: 5

¹³⁴ Alper, Tiryaki, **a.g.e.**, s: 12

¹³⁵ Kutlar ve Gündoğan, **a.g.e.** s:12



Grafik- 5 TCMB Döviz Rezervleri

Zorunlu karşılık oranların vadeye göre farklılaştırılması; Türkiye bankacılık sektöründe genel olarak borçların vadesinin varlıkların vadesinden daha kısa olması, sektörü likidite ve faiz riskine maruz bırakarak bankacılık sisteminin şoklara karşı hassasiyetinin artmasına sebep olmaktadır. 3 Ocak 2015 tarihinde TL zorunlu karşılık oranı, mevduatların vade yapısına göre farklılaştırılarak, 1 yıla kadar vadeli TL mevduat hesabı için ayırması gereken zorunlu karşılık oranını yüzde 11,5, 1 yıla kadar vadeli yabancı para mevduat hesabı için ayırması gereken zorunlu karşılık oranını yüzde 13 olarak belirledi. Türkiye’de tek bir banka (X Bankası) olduğunu ve bu bankaya 1 ay vadeli 100.000 TL ve 1 ay vadeli 50.000 USD mevduat yatırıldığını varsayalım. X Bankası’nın zorunlu karşılıklarını hesaplamak ve yatırmak konusunda önünde iki seçenek vardır:¹³⁶

¹³⁶ <http://www.mahfiegilmez.com/2015/01/yuksek-rezerv-illuzyonu.html#more>

Mahfi Eğilmez'in aşağıdaki örneğine bakacak olursak;

Birinci Seçenek: X Bankası ROK tercihini kullanmama yolunu seçerse hesaplamayı şöyle yapacaktır:

X Bankası			
Mevduat (1)	Para Cinsi (2)	Zorunlu Karşılık Oranı (3)	Zorunlu Karşılık Tutarı (4 = 1 x 3)
100.000	TL	0,115	11.500
50.000	USD	0,130	6.500
TCMB			
	TL	USD	Döviz Rezervi (USD)
	11.500	6.500	6.500

Kaynak: Mahfi Eğilmez, **Kendime Yazılar**

Buna göre TCMB'ye 11.500 TL ve 6.500 USD zorunlu karşılık yatırdıktan sonra X Bankasının elinde krediye dönüştürebileceği 88.500 TL ve 43.500 USD tutarında mevduatlar kalacaktır. TCMB'nin döviz rezervi ise 6.500 USD olacaktır.

İkinci Seçenek: X Bankası ROK tercihini kullanırsa 50.000 USD'lik yabancı para mevduat için yatırması gereken 6.500 USD'lik zorunlu karşılığa bir değişiklik olmayacaktır. X Bankası, 100.000 TL'lik mevduat için yüzde 11,5 oranındaki 11.500 TL tutarındaki zorunlu karşılığın yüzde 40'ı olan 4.600 TL'yi TL olarak yatıracak, yüzde 60'ı olan 6.900 TL'yi ROK katsayılarıyla ve o günkü kurla dönüştürüp USD olarak yatıracaktır.

Söz konusu 6.900 TL'nin USD cinsinden zorunlu karşılık tutarının hesaplanmasını aşağıdaki tabloda gösteriyoruz (1 USD = 2,32 TL). Tabloda 1. sütun TL zorunlu karşılığın yüzde 60'ının dövizle ödenmesi opsiyonunda yüzde 60'lık bölümün dilimlere bölünmesini, 2. sütun her bir dilimdeki değeri, 3. sütun ilgili dilime uygulanacak rezerv opsiyon katsayısını (ROK), 4. sütun TL zorunlu karşılığın yüzde 60'lık tutarından ilgili dilime denk gelen tutarı, 5. sütun ROK ile ilgili dilime denk gelen tutarın çarpımını yani (3) x (4)'ü, 6. sütun USD kuru ile ROK uygulamasıyla bulunan TL tutarın çarpımını ya da her bir dilim için yatırılacak USD tutarını gösteriyor.

X Bankası			
Mevduat (1)	Para Cinsi (2)	Zorunlu Karşılık Oranı (3)	Zorunlu Karşılık Tutarı (4 = 1x3)
100.000	TL	0,115	11.500
	TL	% 40	4.600
	TL	% 60	6.900
	TL	ROK Sonrası TL	12.880
	USD	ROK Sonrası USD	5.552
50.000	USD	0,130	6.500
TCMB	TL	USD	Döviz Rezervi
	4.600	12.052	12.052

Kaynak: Mahfi Eğilmez, **Kendime Yazılar**

Buna göre X Bankası, zorunlu karşılık olarak, 1 ay vadeli 100.000 TL mevduat karşılığında 4.600 TL ve 5.552 USD ve 50.000 USD mevduat karşılığında da 6.500 USD'yi TCMB'ye yatıracaktır. Buna göre X Bankası, TCMB'ye 4.600 TL ve 12.052 USD yatırmış olacak ve elinde krediye dönüştürebileceği 95.400 TL ve 37.948 USD kalmış olacaktır.

İki Seçeneğin X Bankası ve TCMB Açısından Karşılaştırılması

	Birinci Seçenek	İkinci Seçenek	Birinci Seçeneğe Göre Fark
X Bankasındaki Görünüm			
TL ile Ödenecek Zorunlu Karşılık Tutarı	11.500	4.600	- 6.900
USD ile Ödenecek Zorunlu Karşılık Tutarı	6.500	12.052	+ 5.552
Kalan TL Mevduatı	88.500	95.400	+ 6.900
Kalan USD Mevduatı	43.500	37.948	- 5.552
TCMB'deki Görünüm			
Zorunlu Karşılıktan Gelen TL	11.500	4.600	- 6.900
Zorunlu Karşılıktan Gelen USD	6.500	12.052	+ 5.552
Döviz Rezervi	6.500	12.052	+ 5.552

Kaynak: Mahfi Eğilmez, **Kendime Yazılar**

Bu durumda X Bankası elinde daha çok TL kaynak kalmasını istiyorsa ikinci seçeneği, elinde daha çok USD kaynak kalmasını istiyorsa birinci seçeneği seçecektir. İkinci seçeneği seçmesi halinde TCMB'nin döviz rezervi, ilk seçenekteki göre yüzde 85 oranında daha yüksek olmaktadır.

Tablo.5 TCMB Zorunlu Karşılık Oranları

2010/10	6,0					
	Vadesiz, İhbarlı Mevduatlar, Özel Cari Hesaplar	1 Aya Kadar Vadeli Mevduat/Katılma Hes.	3 Aya Kadar Vadeli Mevduat/Katılma Hes.	6 Aya Kadar Vadeli Mevduat/Katılma Hes.	1 Yıla Kadar Vadeli Mevduat/Katılma Hes.	1 Yıl ve 1 Yıldan Uzun Vadeli Mev./Katılma Hes., Birikimli Mev./Katılma Hes.
	Demand Dep., Notice Dep., Private Current Accounts	Deposits/ Participation Acc. up to 1- Month Maturity	Deposits/ Participation Acc. up to 3- Month Maturity	Deposits/ Participation Acc. up to 6- Month Maturity	Deposits/ Participation Acc. up to 1- Year Maturity	Deposits/Partic. Accounts with 1-Year or Longer Maturity, Cumulative Dep./Partic. Acc.
2010/13	8,0	8,0	7,0	7,0	6,0	5,0
2011/2	12,0	10,0	9,0	7,0	6,0	5,0
2011/5	15,0	15,0	13,0	9,0	6,0	5,0
2011/6	16,0	16,0	13,0	9,0	6,0	5,0
2011/12	16,0	16,0	12,5	9,0	6,0	5,0
2011/13	11,0	11,0	11,0	8,0	6,0	5,0
2013/2	11,25	11,25	11,25	8,25	6,25	5,0
2013/3	11,5	11,5	11,5	8,5	6,5	5,0

2008/7	9,0					
2010/5	9,5					
2010/7	10,0					
2010/9	11,0					
	Vadesiz ve İhbarlı DTH, Yabancı Para Özel Cari Hesaplar ve vadesiz kıymetli maden depo hesapları ile 1 Aya Kadar, 3 Aya Kadar, 6 Aya Kadar ve 1 Yıla Kadar Vadeli DTH /Yabancı Para Katılma ve kıymetli maden depo Hes.					1 Yıl ve 1 Yıldan Uzun Vadeli DTH/Yabancı Para Katılma ve kıymetli maden depo hesapları hes.ve birikimli DTH/Yabancı Para Katılma ve kıymetli maden depo hes.
	FX and Gold Demand Dep., Notice Dep., FX Private Current Accounts, and Deposits/ Participation/Gold Acc. up to 1- Month, 3-Month, 6-Month, 1-Year Maturities					FX Deposits/Partic./Gold Accounts with 1-Year or Longer Maturity, Cumulative FX Deposits/Partic. Acc.
2011/6	12,0					11,0
2011/7	12,0					10,0
2011/9	11,5					9,5
2011/11	11,0					9,0
2012/15	11,5					9,0
2013/2	12,0					9,0
2013/3	12,5					9,0
2013/7	13,0					9,0

Kaynak: TCMB

2011/10 sayılı Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ’de Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ ile bankalara, TL yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların %10’una kadar olan kısmını ABD doları ve/veya Avro cinsinden tesis edebilme imkânı getirilmiştir. Buna ek olarak, bankacılık sistemine esneklik sağlamak amacıyla, kıymetli maden depo hesapları için tutulması gereken zorunlu karşılıkların tamamına kadar olan kısmı ile kıymetli maden depo hesapları hariç yabancı para yükümlülükler için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların %10’una kadar olan kısmının Merkez Bankası nezdinde “standart altın” cinsinden tutulabilmesine imkân sağlanmıştır.¹³⁷

¹³⁷ TCMB, Zorunlu Karşılık Ve Reeskont Kredisi Uygulamaları İle Döviz Satım İhaleleri Hakkında Basın Duyurusu,2011, s:3

Sermaye girişlerinin fazla olduğu dönemlerde yabancı para kaynaklara ulaşmanın daha kolay olması ve bu kaynakların maliyetinin diğer dönemlere kıyasla daha düşük olması sebepleriyle bankalar böyle dönemlerde bu imkânı daha fazla kullanmak istemektedirler. Dolayısıyla, ülkeye giren YP'nin bir kısmı, bankalarca zorunlu karşılık olarak kullanılmak üzere TCMB'ye aktarılarak piyasadan çekilmektedir. Bu durumda TL üzerindeki değerlenme baskısı sınırlandırılarak, ülkeye giren YP'nin krediye dönüşme oranı azaltılmaktadır. Buna ek olarak, sermaye akımlarının TL, döviz likiditesi ve kredilerde yol açabileceği oynaklık sınırlandırılabilir. Ayrıca imkânın daha fazla kullanılmasıyla birlikte bankalar TL likidite elde etmektedirler. Bu kapsamda ROM, sterilize edilmemiş döviz alım ihalesine benzeyen bir etki yapmakta, ancak döviz alım ihalesinden farklı olarak birim TL başına piyasadan daha fazla döviz likiditesi çekilmektedir. Sermaye çıkışlarının fazla olduğu dönemlerde ise yabancı para kaynaklara ulaşmada sorun yaşanması ve bu kaynakların fon maliyetlerinin daha yüksek olması sebepleriyle, bankalar imkânı daha az kullanmakta ve TCMB'deki rezervlerini azaltabilmektedirler. Bu da piyasaya döviz likiditesinin sağlanmasına neden olurken, bankaların TL likidite ihtiyaçlarını arttırmaktadır. Bu kapsamda ROM, sterilize edilmemiş döviz satım ihalesine benzemektedir, ancak mekanizma sayesinde piyasaya birim TL başına daha fazla döviz likiditesi sağlanmaktadır.¹³⁸

Bu politika aracı temel olarak;¹³⁹

- Hızlı sermaye girişlerinden dolayı oluşabilecek kredi genişlemesinin sınırlandırılmasına,
- Özellikle yabancı para cinsinden verilebilecek kredi miktarının arz yönünden kısıtlanmasına,
- Hem genişletici hem de daraltıcı yönde kullanılarak kredilerin sermaye akımlarına olan duyarlılığının azaltılmasına,
- Kur oynaklığının azaltılmasına, TCMB brüt döviz rezervlerinin artırılmasına,

¹³⁸ Alper K., Kara, H. ve Yörükoğlu, M. **Rezerv Opsiyonu Mekanizması**. Erişim: 22 Ocak 2013, TCMB Ekonomi Notları, s: 5

¹³⁹ Vural, **a.g.e.** s: 72

- Brüt rezervin özel sektör lehine artması sebebiyle rezervlerin daha etkin kullanımına yol açarak tüm finansal sistemin dayanıklılığını ve verimliliğini artırmaya katkıda bulunacaktır.

Tablo- 6 Rezerv Opsiyon Katsayıları

(1) Döviz Tesis İmkânı Dilimleri (%)	(2)	(3) ROK	(4) 11.500	(5 = 3x4)	(6) 2,32
0-30	0,30	1,2	3.450	4.140	1.784
30-35	0,05	1,5	575	863	372
35-40	0,05	1,9	575	1.093	471
40-45	0,05	2,3	575	1.323	570
45-50	0,05	2,7	575	1.553	669
50-55	0,05	3,1	575	1.783	768
55-56	0,01	3,3	115	380	164
56-57	0,01	3,5	115	403	173
57-58	0,01	3,7	115	426	183
58-59	0,01	3,9	115	449	193
59-60	0,01	4,1	115	472	203
TOPLAM			6.900	12.880	5.552

Kaynak: Mahfi Eğilmez, **Kendime Yazılar**

3.3.3. İletişim Kanallarının Kullanımı Ve İstisnai Gün Uygulaması

Para politikasının temel hedeflerinin açıklanması, Merkez Bankası ile kamuoyu arasında politikalara ilişkin bilgilerin eşit dağılımı açısından büyük önem taşımaktadır. Politika amaçlarının açıklanmasında ise şeffaflık koşulunun yerine getirilmesi için iki önemli unsurun mutlaka belirtilmesi gerekmektedir. İlk olarak, uygulamaların temel hedef göstergesi açık bir biçimde belirlenmelidir. İkinci olarak, hedef göstergenin zaman içerisinde alacağı seviyelere ilişkin ulaşılmak istenen sayısal değerler ayrıntısı ile açıklanmalıdır. Böylece, politikaların uygulanmasına ilişkin Merkez Bankası ile kamuoyu arasında oluşabilecek asimetrik bilgi sorununun önemli bir kaynağı ortadan kaldırılmaktadır. Politika amaçlarının yukarıda belirlenen şekilde açıklanması kamuoyu açısından uygulamaların niteliğine ilişkin önemli bir bilgilendirmeyi ifade etmektedir. Politika amaçlarının ayrıntısı ile açıklanması kamuoyunun özellikle uygulamalara ilişkin olarak tahmin yapma imkânlarını güçlendirmektedir. Böylece politika amaçlarının açıklanması kamuoyunun Merkez Bankası uygulamalarına ilişkin uzun

dönemli bir perspektif oluşturmasına imkân vermektedir.¹⁴⁰ Piyasada tansiyonun arttığı zamanlarda merkez bankası faaliyetlerinin yanlış yorumlanması oldukça maliyetli olabilmektedir. Bu yüzden merkez bankalarının özellikle bu dönemlerde gerek piyasa oyuncuları gerekse medya ile olan iletişimini güçlendirmesi gerekmektedir. Merkez bankalarının olağan dışı durumlarda yapmış olduğu olağan dışı faaliyetler, politika duruşunun değiştirileceği yönünde algılanabilmekte veya mevcut finansal yapının ya da bazı finansal kuruluşların durumlarının daha da kötüleşebileceği şeklinde yorumlanabilmektedir. Merkez bankası eylemlerinin yanlış yorumlanmasına bazen de ülkeler arasındaki operasyonel çerçevede görülen farklılıklar neden olabilmektedir. Bu yanlış anlaşılmalara ortadan kaldırmanın en etkili yolu ise dikkatli bir iletişim politikasının sürdürülmesidir.¹⁴¹

TCMB'nin haftalık repo ihalesi açmadığı günler istisnai gün olarak adlandırılmakta ve TCMB, bu günlerde doğrudan döviz satışları gerçekleştirebilirken, gün içi döviz satım ihaleleri de düzenleyebilmektedir. İstisnai gün uygulamasında TCMB, parayı piyasaya ihale metoduyla vermekte ve bankalar da piyasadaki sıkışıklığa göre taleplerini arttırmaktadır. Böylece ihaledeki oran faiz koridorunun üst sınırına yaklaşmaktadır. Bu uygulama ile dolaylı olarak faizlerin artmasını sağlayan TCMB, bu yolla kur üzerinde baskı oluşmasını ve TL'nin değer kazanmasını hedeflemekte, diğer yandan politika faizi değiştirilmeden geçici olarak faizler de yükseltilmiş olmaktadır. Adı istisna olmasına rağmen TCMB'nin bu uygulamayı arka arkaya günlerde uyguladığı zamanlar da bulunmaktadır. Uygulamanın teknik etkileri kadar beklentilerin yönetilmesine sağladığı katkı da Merkez Bankası'nın hedefine ulaşmasına yardımcı olmaktadır. "İstisnai" ilan ettiği günlerde TCMB, döviz kurunun hareketlerini spekülasyon baskılarının etkiliyor olabileceği sinyalini vermektedir. Bankanın söz konusu gün içinde yarattığı görece likidite sıkışıklığı, kurun değeri üzerinde belirgin bir gün içi baskı oluşturmasa bile, piyasaların TCMB'nin duruşunu koruyacağını varsayması halinde spekülasyon baskıları sınırlanmaktadır. TCMB'nin bu uygulaması kurun seviyesine ilişkin bir taahhüde dayanmamakta, kur oynaklığının sınırlanması yoluyla finansal istikrarsızlık ve enflasyon beklentilerinin bozulması engellenmektedir. Bu gözlemden hareketle, politika araçları değişkenlik gösterebilmekle birlikte, Bankanın döviz kuruna yönelik bakış

¹⁴⁰ Özcan Karahan, *Asimetrik Bilgi ve Para Politikasının Etkinliği*, 2006,s: 153

¹⁴¹ Koçyiğit, *a.g.e.* s: 154

açısının kriz öncesi dönemle tutarlılık arz ettiği söylenebilmektedir.¹⁴² Ancak son aylarda FED'in faiz artırım beklentisi ile tüm gelişmekte olan ülke para birimlerinin USD karşısında yaşadığı değer kaybı, TCMB'nin de rezervlerini kullanarak piyasaya daha sık ve daha fazla dolar enjekte etmesini gerektirmiştir.

3.3.4. Türkiye ve Diğer Ülke Uygulamalarına Bakış

Gelişmekte olan ekonomilerin görünümünün halen güçlü olmasına karşın büyümedeki itici gücün gelişmiş ülke ekonomilerinden gelmesi beklenmektedir. Başlıca gelişmekte olan ülke ekonomilerinde büyümede gözlenen düşüş eğiliminin temel nedeni ise küresel kriz sonrası yaşanan yüksek büyümenin sonucu ekonomik aktivitede yaşanan doğal soğuma olgusudur. Buna ek olarak Altyapıda süregelen yapısal darboğazlar, işgücü piyasası ve yatırımlardaki kırılmalıklar birçok gelişmekte olan ekonomideki yavaşlamaya olumsuz katkı vermektedir. Gelişmekte olan ülkelerin karşılaştığı yavaşlayan büyüme ve değişen finansal koşullarla dünya büyüme kompozisyonunun değişmesi küresel ekonomi üzerinde gerginliği arttırmaktadır. Buna ek olarak ABD para politikasında faiz artırımının ileriye yönelik nasıl şekilleneceğinin halen tam olarak belirlenememesi gelişmekte olan ülkelerdeki sermaye hareketleri üzerinde bir tehdit unsuru olmakta ve ileride finansal görünümündeki muhtemel sıkışma belirgin bir risk oluşturmaktadır.¹⁴³

Gelişmekte olan ülkelerin (Kırılgan beşli denen ülkelerden aşağıdaki tabloda sadece Hindistan bulunmamaktadır.) GSYİH büyüme oranlarının gösterildiği aşağıdaki tabloda küresel kriz döneminde ve sonrasında büyüme oranlarının yavaşladığı ancak daha sonraki yıllarda hızlı bir toparlanmanın meydana geldiği tespit edilmektedir.

¹⁴² Vural, a.g.e. s.73

¹⁴³ İSO, **Dünya Ekonomisi Bülteni**,2013, s:1

Tablo-7 Kriz Yaşayan Ülkelerin GSYİH Büyüme Oranları (Yıllık, %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
BREZİLYA	5,17	-0,33	7,53	2,73	1,47	2,5
ENDONEZYA	6,01	4,62	6,19	6,45	6,04	5,8
GÜNEY KORE	2,29	0,31	6,32	3,63	2,68	3
MEKSİKA	1,18	5,98	5,55	3,94	3,77	1,1
TAYLAND	2,56	2,32	7,77	0,05	5,57	1,8
TÜRKİYE	0,65	-4,82	9,15	8,5	2,96	4

Kaynak: IMF

Bu ülkeler kriz sonrası dönemde meydana gelen sermaye akımlarının hareketlerinden olumsuz etkilenmişler ve ekonomilerinin dalgalanmalarına para politikaları ile müdahale etmeye çalışmışlardır.

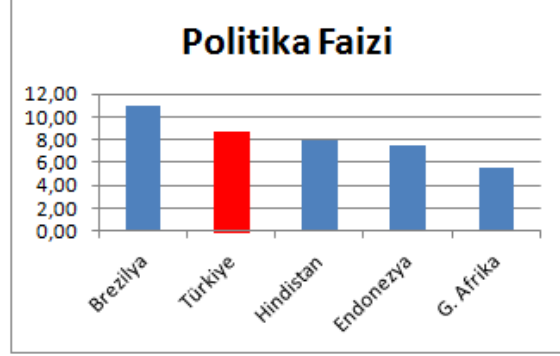
Türkiye, haklı ya da haksız kırılğan beşli denilen (Brezilya, Hindistan, Endonezya, Türkiye ve Güney Afrika) gruba dahil edildi. Bu grubu oluşturan ülkelerin özellikleri şunlar: Eskiye göre büyümesi düşüyor, enflasyonu artıyor, cari açığı yüksek kalmaya devam ediyor, dış finansman sorunları büyüyor ve siyasette sorunlar yaşıyorlar. Madem Türkiye bu gruba dahil ediliyor o zaman bu grubu oluşturan ekonomiler Türkiye'nin birinci derecede rakibi demektir. O halde karşılaştırmayı bu ekonomilerle yapmak gerekmektedir.¹⁴⁴

¹⁴⁴ Mahfi Eğilmez, **Merkez Bankası Faizi Niçin Hızlı İndirmiyor?**, 2014, s: 1

Politika faizi

Bu ülkelerdeki Politika Faiz Oranlarına bakacak olursak, Brezilya'dan sonra en yüksek faiz oranına sahip ülke olduğumuzu görmekteyiz.

Politika Faizi	%
Brezilya	11,00
Türkiye	8,75
Hindistan	8,00
Endonezya	7,50
G. Afrika	5,50

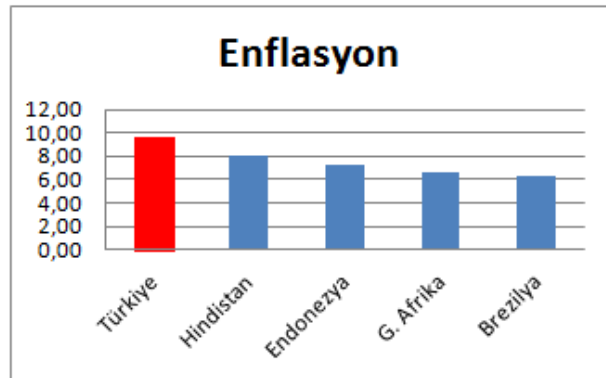


Kaynak: <http://www.mahfiegilmez.com>

Enflasyon

Enflasyon oranlarına baktığımızda da en yüksek enflasyon oranına sahip ülke olduğumuzu görmekteyiz.

Enflasyon	%
Türkiye	9,66
Hindistan	8,00
Endonezya	7,32
G. Afrika	6,60
Brezilya	6,37

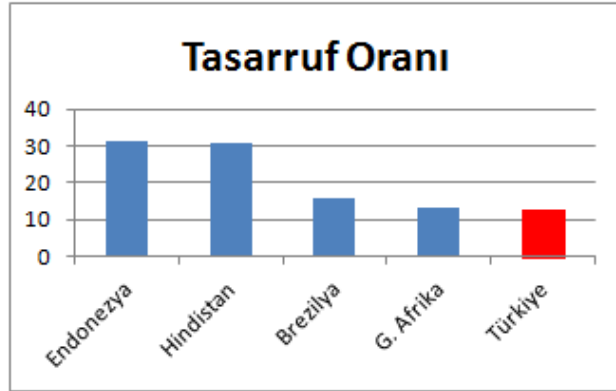


Kaynak: <http://www.mahfiegilmez.com>

Tasarruf Oranları

Faiz oranları tasarruf oranlarını da direk etkilediğinden bu ülkelerdeki tasarruf oranlarına bakmamız gerekmektedir. Bu nedenle şimdi de aynı ülkelerin tasarruf oranlarına bakacak olursak ne yazıkki tasarruflarımızın yetersiz olduğu görülmektedir.

Tasarruf Oranı	%
Endonezya	31,2
Hindistan	30,6
Brezilya	15,8
G. Afrika	13,2
Türkiye	12,6

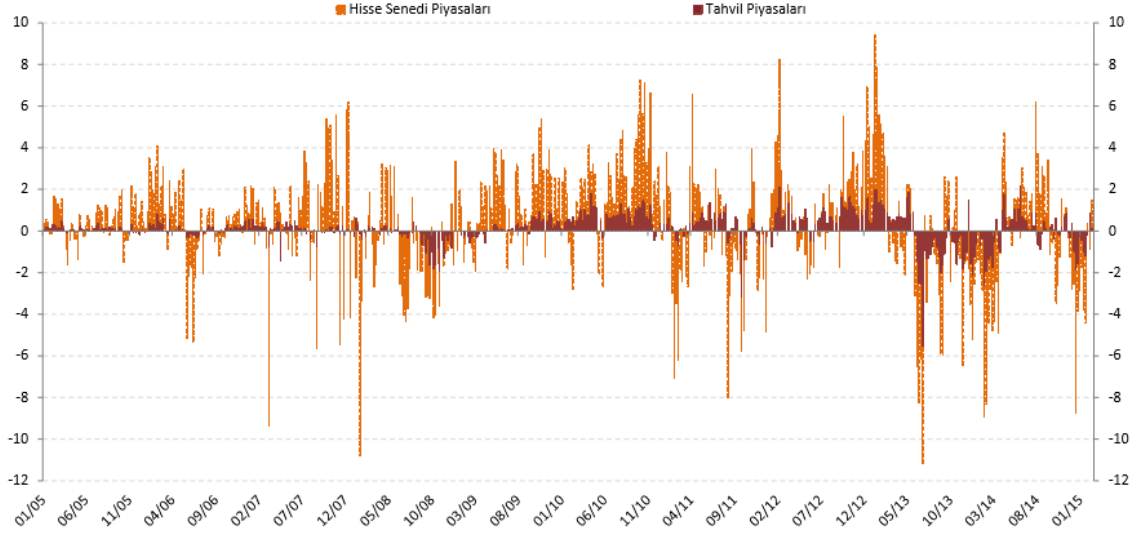


Kaynak: <http://www.mahfiegilmez.com>

Enflasyon oranları ve tasarruf miktarlarına bakıldığında kırılğan beşli diye tabir edilen grup içerisinde yabancı kaynağa en fazla ihtiyacı olan ülkenin Türkiye olduğunu görmekteyiz. Cari açığın finansmanı için hayati derecede öneme sahip olan yabancı kaynak girişlerinin devam etmesi için faiz oranlarının merkez bankası tarafından hızlı bir şekilde düşürme imkânı bulunmamaktadır.

Sermaye Hareketleri

(Milyar ABD Doları)
Tüm Gelişmekte Olan Ülkeler, Haftalık Fon Akımı



Grafik-6 Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Sermaye Hareketleri

Kaynak: TCMB, Ekonomik Gelişme Raporu, 2015

İncelenen ülkelerden Endonezya ile TCMB'nin benzer politikalar uyguladığı görülmektedir. Her iki ülke de, sermaye girişlerindeki oynaklığı azaltmak ve kredi genişlemesini sınırlandırmak amacıyla zorunlu karşılık politikaları ve faiz koridoru uygulamasını kullanmaktadır. Bu noktada, Meksika ve Tayland gibi hiç bir geleneksel olmayan para politikasını kullanmayan ülkeler dışındaki bütün ülkelerin zorunlu karşılıkları kullandığını görülmektedir. Buradan hareketle küresel kriz öncesi dönemde kullanımına az rastlanan zorunlu karşılık uygulamasının küresel kriz sonrası dönemde kullanımı önemli ölçüde artmıştır. Her ne kadar bu ülkeler ile Türkiye'de uygulanan politikalar bakımından teoride benzerlikler bulunsa da pratikte önemli farklılıklardan bahsetmek mümkündür. TCMB zorunlu karşılıklar alanında dünyada ilk kez kullanılan bir mekanizma oluşturup uygulamaya başlayarak diğer gelişmekte olan ülkelere farklılaşmıştır. Ayrıca Türkiye diğer ülkelere farklı olarak faiz koridoru uygulamasını çok daha aktif bir şekilde kullanmaktadır.¹⁴⁵

¹⁴⁵ Vural, a.g.e. s: 145

Enflasyon hedeflemesi, Brezilya’da Merkez Bankası ile piyasalar arasındaki iletişimi güçlendirmiş, para politikasının şeffaflığını artırmış ve krizler sırasında enflasyonun kontrolden çıkmasını önlemiştir. Ayrıca, dışsal olumsuz şoklar ve piyasalarda güven bunalımının gözlemlendiği dönemlerde, enflasyon hedeflemesi sisteminin ciddi sorunlarla karşılaşabileceğini göstermiştir. Endonezya’da da para politikası göstergelerinin etkinliğinin artırılması ve piyasa oyuncuları ile kamuoyu açısından belirsizliğin engellenmesi amacıyla, merkez bankasının politika faiz oranı, gösterge faiz oranı olarak seçilmiştir. Bu faiz oranı, üçer aylık ya da aylık dönemlerde yapılan toplantılarla, ulaşılmak istenen enflasyon hedefi doğrultusunda gelecek dönem için belirleniyordu.¹⁴⁶

TCMB dalgalı döviz kuru rejimini muhafaza ederken sıcak para girişlerini yumuşatmak için tasarladığı yenilikçi politikaları, diğer gelişmekte olan ülkelerden önce uygulamaya başlayarak bu konuda yol gösterici olmuştur. TCMB’nin uyguladığı faiz koridoru uygulaması piyasalardaki belirsizliği arttırarak güçlü sermaye akımlarının daha düşük getiri sağlamasına yol açarken, getiri arayışında olan yabancı paranın Türkiye’ye gelmesini de yavaşlatmıştır. Bu sebeple, faiz koridoru uygulamasının kısa vadeli sermaye giriş ve çıkışlarını önleme konusunda etkili bir yöntem olduğu söylenebilmektedir. Ayrıca, TCMB’nin yine son dönemde uygulamaya koyduğu ROM, para politikasının esnekliğini arttırmış ve Türkiye’nin karşılaştığı kısa dönem sermaye akımları için otomatik dengeleyici görevi üstlenmiştir.¹⁴⁷

Bu durumda Türkiye’de uygulanan para politikası rejimleri değişse de kısa vadede enflasyon belirsizliği enflasyonu artırıcı bir rol oynamaktadır. Buradan hareketle TCMB politikaları hakkında şu öneride bulunulabilir: Şeffaf ve öngörülebilir bir enflasyon hedefi belirlemeye çalışan TCMB, enflasyon hedeflemesi rejimine devam etmeli ve enflasyondaki belirsizliği azaltmayı hedeflemelidir. Periyodik olarak yayınlanan enflasyon raporlarıyla bu saydam ve şeffaf politika sürdürülmeye çalışılmalıdır. İktisadi ajanların politikalar hakkında tam ve kesin bilgi sahibi olması sağlanmalıdır.¹⁴⁸

¹⁴⁶ Yiğit, a.g.e. s: 32

¹⁴⁷ Vural, a.g.e. s.125

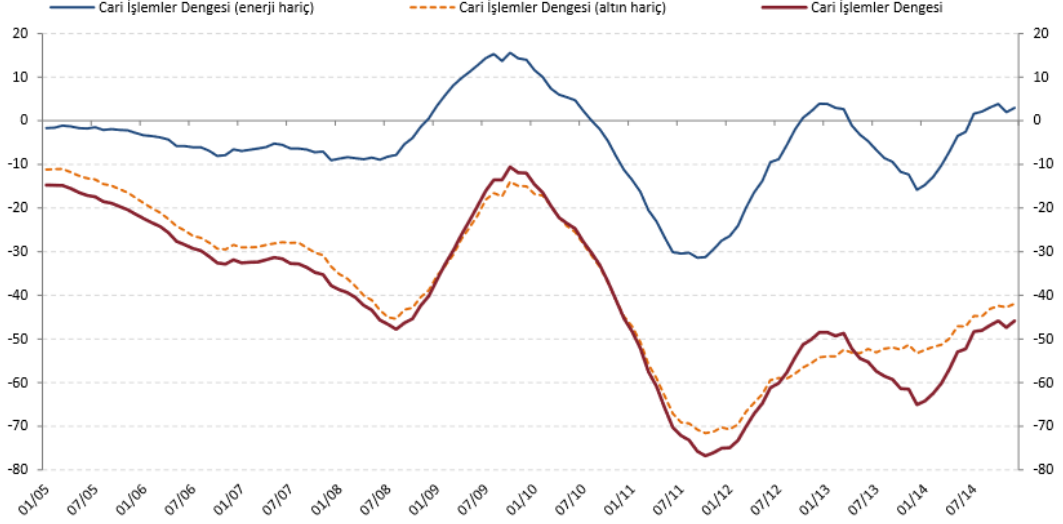
¹⁴⁸ Doğru, a.g.e. s: 88

Son yıllarda kullanılan en önemli enstrüman aracı faiz olup, merkez bankaları kısa vadeli faizler ile dolaylı hedeflemeyi sürdürmektedirler. Faiz enstrümanının kullanılmasının en önemli nedeni, olası sapmalara karşın risk oluşturmadan hedefi değiştirme imkânı vermesidir. Bu durum aynı zamanda hem fiyatlar üzerinde hem de finansal piyasalar üzerinde istikrar sağlamaya yardımcı olur. Ancak burada birkaç temel problem ortaya çıkmaktadır. Bu problemlerin en önemlisi, kısa vadeli faizlerin bireylerin uzun vadeli kararlarını etkileyip etkilemediğidir. Para politikası aracı olan kısa vadeli faizler uzun vadeli faizleri yani beklentileri etkilemiyor ise, faiz oranlarının varyansı artma eğiliminde olacaktır. Faiz oranlarındaki küçük bir artış beklenen etkiyi yaratmaz ise, merkez bankasının faiz oranlarını daha yüksek oranda değiştireceği beklentisi oluşur ve faizin etkinliği azalır. Türkiye ekonomisi incelendiğinde, fiyat artışlarının iki önemli nedeni söz konusudur; toplam talepteki artış ve döviz kurunun değerlenmesi. Her iki durum fiyatların artmasına neden olmaktadır. Nitekim merkez bankası raporları incelendiğinde, faiz kanalı ile toplam talebin ve dolaylı olarak da döviz kurunun baskı altına alınmaya çalışıldığı görülmektedir. Faiz enstrümanının kullanılması ile ortaya çıkan bir başka durum da, varlık fiyatlarında beklenilmeyen dalgalanmalardır. Varlık fiyatlarında görülen beklenilmeyen dalgalanmaların yarattığı keskin düzeltmeler, ekonomiyi daha kırılğan hale getirmektedir. Bu durum aynı zamanda nispi fiyatları da etkilemekte ve ekonomide bilgi akışını ortadan kaldırmaktadır. Bilhassa dışa açık küçük ülkelerde önemli bir varlık fiyatı olan döviz kurunun reel değerinden kopuk bir şekilde hareket etmesi uzun vadeli ekonomik kararların yanlış alınmasına neden olacaktır. Dolayısıyla küçük dışa açık ülkeler için döviz kuru hem varlık fiyatları kanalı hem de kredi kanalı ile önemli bir stratejik değişken haline gelmektedir. Cari işlemler dengesi/GSYİH oranının gösterildiği Grafik 7'de küresel kriz sonrası dönemde gerek cari işlemler açığının gerekse enerji hariç cari işlemler açığının azaltıldığı söylenebilmektedir. Cari işlemler dengesindeki iyileşmenin önümüzdeki dönemlerde de devam edeceği beklenmektedir.¹⁴⁹

¹⁴⁹ Bora Süslü, Cem Dişbudak, **TCMB'nin Para Politikası Duruşunun Alternatif Açıklaması: Parasal Durum Endeksi (MCI)**, 2012, s: 82

Cari İşlemler Dengesi

(12-aylık, Milyar ABD doları)



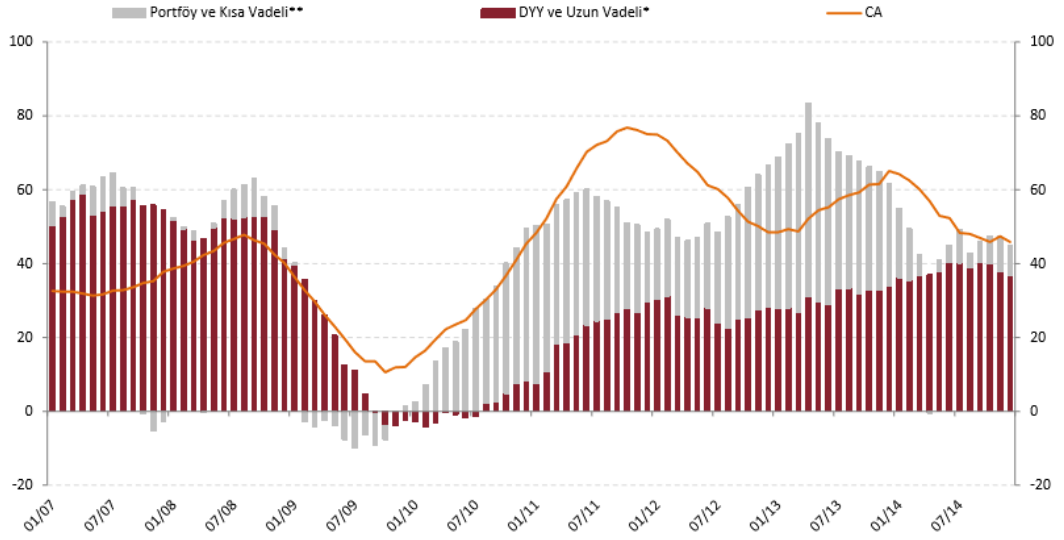
Grafik-7 Türkiye’de Cari İşlemler Dengesi/GSYİH

Kaynak: TCMB, Ekonomik Gelişme Raporu, 2015

Grafik 8’de ise cari işlemler açığının hangi yolla finanse edildiği 12 aylık birikimli verilerle gösterilmiştir. Grafik 8’in incelenmesiyle açık bir şekilde görüldüğü üzere, küresel kriz öncesi dönemde cari açık daha çok uzun vadeli yatırımlarla finanse edilmekte, kriz döneminde ise cari açığın finansmanında kısa vadeli yatırımlar hakim rol oynamaktadır. Ancak TCMB’nin uyguladığı geleneksel olmayan para politikalarının yardımıyla 2011 yılı başından itibaren yeniden uzun vadeli yatırımların cari açığın finansmanındaki payının yükseldiği görülmektedir.

Cari Açığın Finansmanı*

(12-aylık birikimli, Milyar ABD doları)



Grafik-8 Cari Açığın Finansmanı (12-aylık birikimli, milyon ABD doları)

Kaynak: TCMB, Ekonomik Gelişme Raporu, 2015

TCMB'nin performansının değerlendirilmesinde diğer önemli bir konu da kredi büyümesinin sınırlandırılmasıdır. Grafik 9'de toplam kredi büyümesi gösterilmektedir. Bu grafiğe göre, küresel krizin başladığı Eylül 2008'de % 40 civarında olan toplam kredi büyümesi, günümüzde % 20'lere kadar düşürülerek kredi büyümesinin kontrol altına alındığı görülmekte ve TCMB'nin uyguladığı politikaların başarılı olduğu söylenebilmektedir.

Toplam Krediler*

(13 Haftalık Yıllıklandırılmış Hareketli Ortalama⁺,
Kur Etkisinden Arındırılmış, Yüzde)

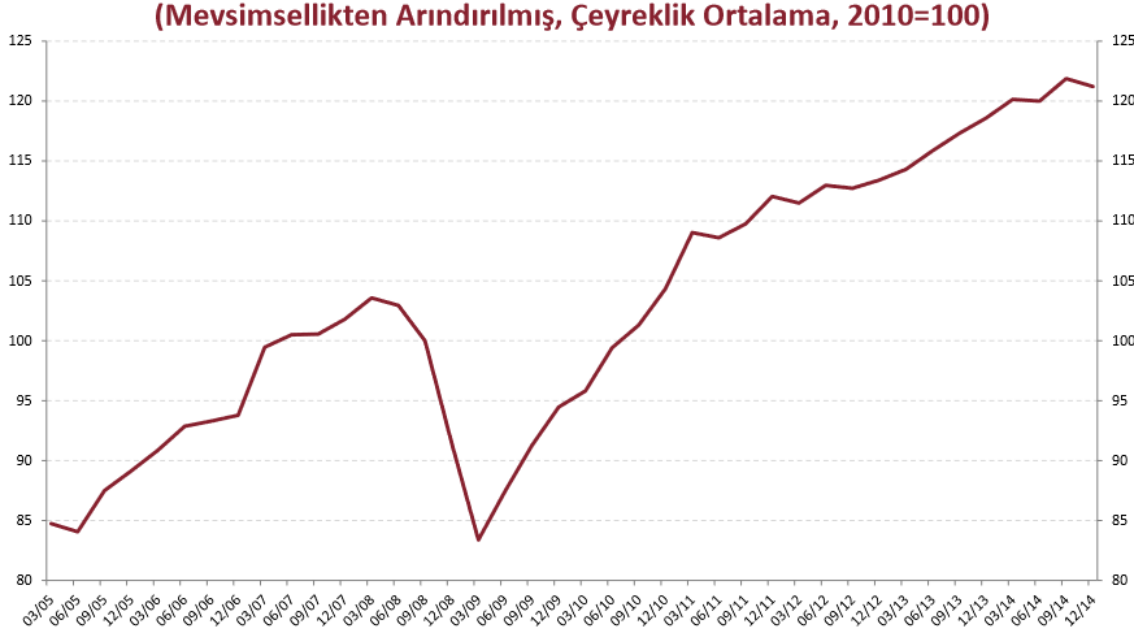


Grafik-9 Türkiye’de Toplam Kredi Büyüme Oranı (%)

Kaynak: TCMB, Ekonomik Gelişme Raporu, 2015

Türkiye’nin küresel kriz dönemi performansının değerlendirilmesi için üretim düzeyi verileri kullanılarak Türkiye’nin kriz öncesi üretim düzeyine hangi dönemde ulaştığı incelenmiştir (2008 2. çeyrek=100). Grafik 10’da görüldüğü gibi, 2010 yılının 1. çeyreğinde kriz öncesi dönemdeki üretim düzeyine yeniden ulaşan Türkiye’nin kriz döneminde hızlı toparlanan ülkeler arasında yer aldığı söylenebilmektedir.

Sanayi Üretim Endeksi

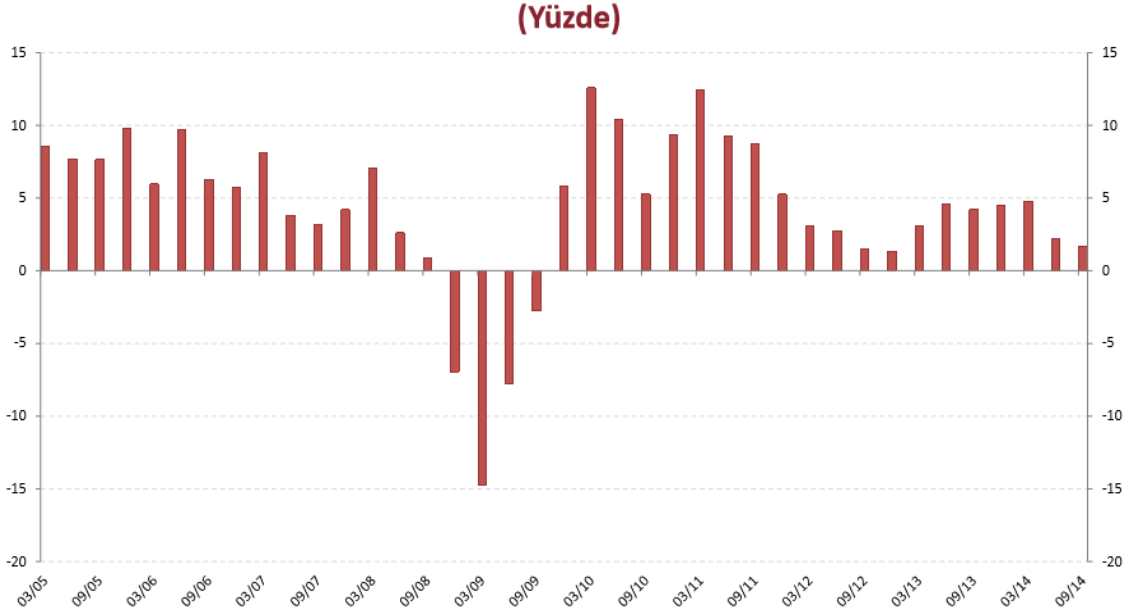


Grafik-10 2005 Sonrası Türkiye’de Üretim Düzeyi (2010 =100)

Kaynak: TCMB, Ekonomik Gelişme Raporu, 2015

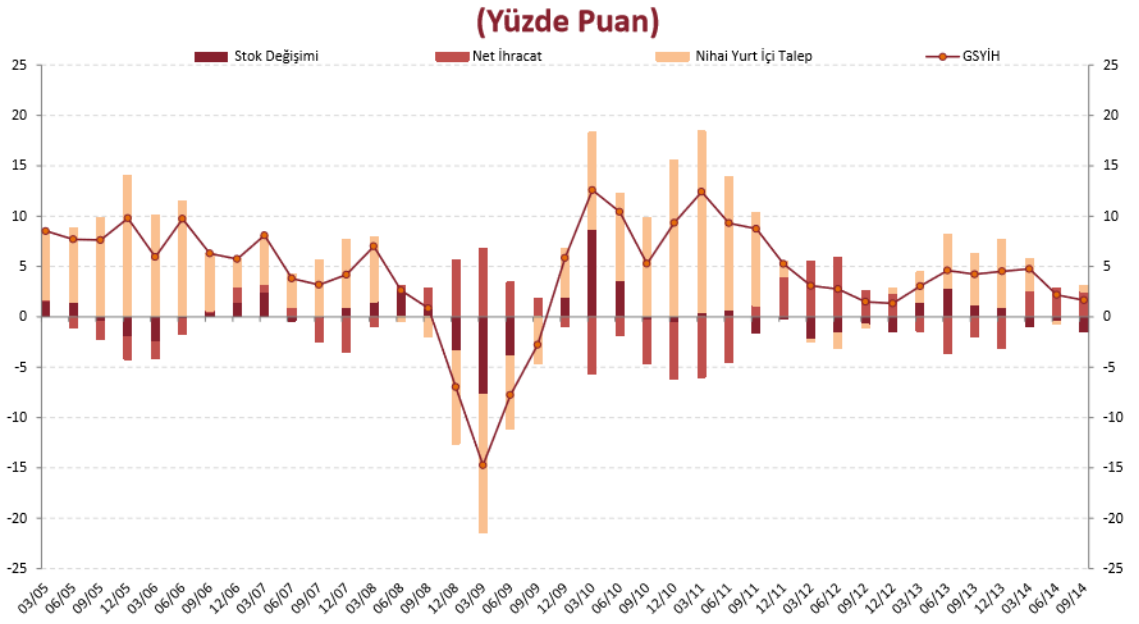
Türkiye’nin büyüme oranlarının gösterildiği Grafik 11 ve GSYİH alt kalemlerinin GSYİH’ye katkılarının gösterildiği Grafik 12 incelendiğinde ise, küresel talepteki daralmaya rağmen Türkiye’nin ihracatının artış eğiliminde olması ile büyümenin azalarak da olsa devam ettiği görülmektedir. Bütçe açığını daraltma amacıyla kamu harcamalarının azaltılması ve yatırım kaleminin GSYİH’ye katkısının gittikçe artması gibi nedenlerle Türkiye’nin büyüme kompozisyonunun giderek daha sağlıklı bir görünüme kavuştuğu ve ekonomideki dengelenme sürecinin belirginleştiği söylenebilmektedir.

GSYİH Yıllık Büyümesi



Grafik-11 Türkiye GSYİH Büyüme Oranı (%)

Yıllık GSYİH Büyümesine Katkılar



Grafik-12 GSYİH Alt Kalemlerinin GSYİH'ye Katkısı

Kaynak: TCMB, Ekonomik Gelişme Raporu, 2015

Bu çerçevede para politikasının yalnızca enflasyon gelişmelerine odaklanmaktan ziyade, orta vadede finansal ve makroekonomik istikrarı da dikkate alarak oluşturulması gerektiği düşünülebilir. Nitekim küresel kriz sonrası dönemde politika yapıcıların fiyat istikrarı temel amacının yanı sıra, finansal istikrarı da gözetilen politikalar uyguladığı görülmektedir.¹⁵⁰ Sonuç olarak küresel kriz sonrası dönem incelendiğinde, TCMB'nin ortaya koyduğu politikaların genellikle amacına ulaştığı görülmektedir. Bu bağlamda TCMB'nin uyguladığı geleneksel olmayan para politikalarının istenilen amaçlara hizmet ettiği ve etkisini zamanla gösterdiği söylenebilmektedir.

¹⁵⁰ TCMB, **Finansal İstikrar Raporu**, 2015, s: 17

SONUÇ

Ekonomide işler kötüye gittiğinde önceleri maliye politikası devreye sokuluyor ekonomiye yön vermeye çalışılıyordu. Bu arada da işler kötü giderse sorumluların kim olacağı tartışılıyordu. Özellikle ülkemizde kayıt dışılık soyut bir şekilde suçlanıp, kur lobisinden şikâyet edilir ya da bankaların ekonomiye yeterince destek olmadığı ileri sürülürdü. Ancak son yıllarda yapılan reformlar ile bankacılık sektörü daha sağlam temellere oturtulmuş ve bunun gibi sorunlardan ziyade ülke ekonomi yönetiminde daha fazla söz sahibi olmaya başlayan Merkez Bankası'nın uygulayacağı politikalar tartışılır olmuştur. Merkez Bankaları'nın öneminin artması yalnızca ülkemize mahsus bir durum değildir. Tüm dünyada hükümetler bu durumu kullanmak istemiş ve eğer ekonomide işler biraz kötü giderse sorumluların Merkez Bankalarının olduğunu deklare etmişlerdir. Merkez bankaları ise ekonomi yönetiminde fazlasıyla ön planda olmak konusunda istekli davranmış ve bunun için hükümetlerle sorun yaşamak pahasına bu duruma uyum sağlamışlardır. Ülkemizde de TCMB'nin önemi her geçen yıl artmış ve uyguladığı politikalar kamuoyu tarafından sıkça ve oldukça tartışılmıştır.

Son aylarda tüm gelişmekte olan ülkelerde usd karşısında yaşanan değer kayıpları ülkemizde de fazlasıyla etkisini göstermiştir ve TCMB politikaları fazlasıyla tartışılmıştır. TCMB açısından bu durum zorluklar yaratmış, piyasadaki kur ateşini söndürmek için faiz oranlarını çok fazla kullanamamış ve daha çok zorunlu karşılıklar ve ROK ile müdahale etmeye çalışmıştır. Son yıllarda bankanın koyduğu enflasyon oranı hedeflerine ulaşamaması güvenilirliğini azaltmakta olup kur artışından kaynaklanacak enflasyon oranı yükselişini göz önünde bulundurmuş ve 2015 yılsonu hedefini revize etmiştir. Daha önce beklenen oran 5,5 iken bu oran 6,8 olarak revize edilmiştir.

TCMB enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya başladığı yıllardan itibaren 2010 yılına kadar sadece belirlediği yıl sonu enflasyon oranına ulaşma hedefine yönelik çalışmalar yapmış ve buna uygun para politikası araçları kullanmıştır. 2010 yılından itibaren hedef sadece enflasyon oranı olmamış, aynı zamanda banka küresel sermaye akımları ve ülkemizin kronik sorunu olan cari açık ile de mücadele etmek zorunda kalmıştır. Politika faizini sık olarak piyasaya yön vermek için kullanan TCMB, sermaye

akımlarının etkilerini azaltmak için geleneksel olmayan para politikası araçlarından zorunlu karşılıklar, ROM, faiz koridoru gibi politika araçlarını daha fazla kullanmıştır. Kullanılan bu araçların etkileri zaman zaman hemen görülmüş bazılarının etkisi ise daha uzun vadeli değerlendirmelerden ve yapılacak araştırmalardan sonra ancak netliğe kavuşturulabilecektir.

Bir ekonomide para arzının para talebinden daha fazla artması o ekonominin hak ettiğinden daha düşük bir faiz seviyesi ile karşı karşıya kalması ile sonuçlanmaktadır. Fiyatlardaki artış enflasyonu tetiklemekte, enflasyondaki artış faiz oranlarını artırmaktadır. Kronikleşen enflasyon büyümeyi, buna paralel istihdamı ve yatırım olanaklarını devamlı bir şekilde olumsuz etkilemektedir. Merkez Bankaları da faiz politikaları ile bu duruma müdahale etmektedirler. Ancak TCMB son dönemlerde döviz kurunun aşırı değerlenmesine rağmen politika faizine müdahale etmekten imtina etmiştir. Ekonomi yapıcılarının para politikaları konusunda TCMB'ye müdahil olmaları her zaman doğru etki yapmamakta ve tam ters etki ile yabancı yatırımcıların ülkeye güvenleri sarsılmaktadır. Bankanın politika araçları konusunda yasa yapıcılar ile uyumlu çalışması zorunludur ancak bu yasa yapıcıların banka üzerindeki baskılarını artırmasını haklı çıkarmamaktadır. TCMB'nin iletişim kanallarını daha fazla kullanarak kamuoyunu bazı sıkıntılı zamanlarda rahatlatması ve üzerindeki baskıyı azaltması gerekmektedir.

Ekonomi politikası yapıcıları tarafından üretime dayalı istihdamı sağlayacak, ekonomik büyümeyi sürekli hale getirecek, reel sektörü ve sanayi teknoloji politikalarını iyileştirip yükseköğrenim reformları ile bilgi ekonomisini içselleştirecek kalkınmacı politikaların benimsenmesi para politikası yapıcılarının elini kolaylaştıracak ve tartışmalar azalacaktır.

KAYNAKÇA

- AÇBA, S. Osmanlı Devletinin Dış Borçlanması. Afyon: Afyon Kocatepe Üniversitesi Yayınları, No. 1. Ada, Z. Faiz Politikası ve Türk Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri. Ankara: DPT Uzmanlık Tezi, Yayın No. DPT. 2281 – PGM. 1990
- AKÇAY, M. A. Para Politikası Araçları, Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar. Erişim: 09 Nisan 2002, <http://www.ekutup.dpt.gov.tr/para/akcayma/politika.pdf>. 1997
- AKDİ, M. Para Teorisi ve Politikası, İstanbul: Beta Basım. 2001
- ALEXANDER, W. E. Balino, T. J. T. ve Enoch, C. The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy. Washington DC: IMF Occasional Paper 126. 1995
- ALPER, K. TİRYAKİ S.T. Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri, 2011
- ALPER K., Kara, H. ve Yörükoğlu, M. Rezerv Opsiyonu Mekanizması. Erişim: 22 Ocak 2012, TCMB Ekonomi Notları, TCMB.2013
<http://www.tcmb.gov.tr/research/ekonominotlari/2012/tr/EN1228.pdf>.
- ALTINKEMER, M. Bayazitoğlu, Y., Ersel, H., İskenderoğlu, L. ve Ovalıoğlu, A. Merkez Bankası Bilançosu, Parasal Büyüklükler ve Aralarındaki ilişkiler. Ankara: TCMB Birinci Üç Aylık Bülten.1990
- ARAT K., Türkiye’de Optimum Döviz Kuru Rejimi Seçimi ve Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi, 2003
- AREN, S. Para ve Para Politikası. İstanbul: Gerçek Yayınevi, 2000
- ARICAN E., OKAY G. , Ekonomik İstikrarsızlık Ortamında Merkez Bankalarının Uyguladığı Para Politikaları Ve Türkiye Örneği, 2014
- ARTUN, T. Döviz Çevrilebilir Türk lirası Mevduat Hesapları. Maliye Dergisi, Sayı 16. 1975
- ARTUN, T. Uluslararası Bankacılık Bunalımı ve Türkiye’de “Serbest” Faiz Politikası. (Birinci basım). Ankara: Tekin Yayınevi, 1992
- BALINO, T. J. T. Instruments of Monetary policy: Technical Aspects. IMF Seminar on Central Banking.1985
- BALMUMCU Ö. Küresel Finans Krizi Ekseninde Para Politikası Tartışmaları, 2009

- BAŞCI, E. ve Kara, H. "Finansal İstikrar ve Para Politikası". TCMB Çalışma Tebliği No:11/08. 2012 <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/2011/WP1108.pdf>.2011
- BAŞCI E., KARA H., Finansal İstikrar ve Para Politikası,2011
- BOFINGER, P. Monetary Policy-Goals, Institutions, Strategies and Instruments. Oxford University Press. 2001
- BÜYÜKAKIN T. ERARSLAN C., Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye’de Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi, 2004
- CELASUN, M. 2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme. VI. Uluslararası Ekonomi Konferansı, erc/ODTÜ, Ankara.2002
- ÇOLAK, Ö. F. Finansal Piyasalar ve Para Politikası. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım. 2001
- ÇUFADAR, A. ve Kasapoğlu, Ö.Merkez Bankacılığı, Para Politikası ve Para Politikası Araçları. Ankara. TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü AP Müdürlüğü Hizmet ve Eğitim Notları. 2002
- DARICI B. Finansal İstikrar ve Finansal İstikrara Yönelik Kamusal Sorumluluk Çerçevesinde Para Politikası: Türkiye Analizi,2012
- DOĞRU B. Farklı Para Politikası Rejimlerinde Enflasyon Belirsizliği ve Enflasyon İlişkisi, 2013
- DPT. Türkiye Ekonomi Politikaları Uygulamalarında Değişmeler. Ankara: T.C. Başbakanlık DPT’nin 41. Kurulu Yıldönümü Panelinde Yapılan Konuşmalar.
- ECB. (2001). The Monetary Policy of The ECB. Frankfurt.
- ERDOĞAN S. Alternatif Para Politikası Stratejileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme,2005
- ERÇEL, G. Türkiye’de Mevduat Munzam Karılıkları Sistemi Uygulaması. Maliye Dergisi, Ocak-Şubat Sayısı. Erçel, G. Kredi ve Mevduat Faizleri. Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Cilt 15, Sayı 3. 1978
- ERÇEL G., Para Arzı Fonksiyonları ve Faiz Reeskont Oranı. Maliye Dergisi, Sayı 26, 1977
- EĞİLMEZ M., KUMCU E., Ekonomi Politikası, İstanbul, 2006
- EĞİLMEZ M., Güncellenmiş Para Politikası Uygulamaları, 2012
- EĞİLMEZ M., Merkez Bankası Faizi Niçin Hızlı İndirmiyor?, 2014
- ERTEM O., Küresel Finansal Dalgaların Gelişmekte Olan Ülke Döviz Rezervleri Ve Kurları Üzerine Olan Etkisi 2011

- FISCHER, S. Price Stability, Financial Systems and the Role of the Central Bank.
Eriim: Nisan, 2003, Lima, Central Reserve Bank of Peru, 1996
<http://www.iie.com/fischer/pdf/Fischer152.pdf>.
- GANİOĞLU A., Finansal Krizlerin Belirleyicileri Olarak Hızlı Kredi Genişlemeleri ve Cari İşlemler Açığı 2012
- GOODHART, C. What Should Central Banks Do? What Should Be Their
Macroeconomic Objectives and Operations. Economic Journal.1994
- GRAY, S. and Hoggarth, G. Introduction to Monetary Operations. (3. edition). London:
Centre for Central Banking Studies, Bank of England, Handbooks in Central
Banking No. 10. 1996
- GÜNAL, M. Merkez Bankasının Değişen Rolü ve Para Politikası Uygulamaları.
İstanbul: MKB Yayını.2001
- GÜNEŞ, H. Türkiye’de Para Arzını Kontrol Araçlarının Etkinliği. İstanbul: İstanbul
Ticaret Odası Yayın No. 1990-9.
- GÜR, E. T. Kredi Kanalının Etkin Çalışması ve Türkiye Uygulaması. Ankara: TCMB
Uzmanlık Tezi.2003
- HOGGARTH, G. Introduction to Monetary Policy. London: Centre for Central Banking
Studies, Bank of England, Handbooks in Central Banking No. 1. 1996
<http://www.ekutup.dpt.gov.tr/para/akcayma/politika.pdf>.
<http://ekonomi.blogcu.com/kasim-2000-krizi-uzerine-mahfi-egilmez/130899>
<http://enm.blogcu.com/merkez-bankasi-tarihcesi-yapisi-organlari>
<http://sanalmuze.tcmb.gov.tr/yeni/banka/tarihce.html>
<http://www.ekodialog.com/Makaleler/22-kasim-2000-likidite-krizi.html>
<http://www.mahfiegilmez.com/2012/08/merkez-bankas-ve-para-politikas.html>
<http://www.mahfiegilmez.com/2012/09/parasal-genisleme.html>
<http://www.mahfiegilmez.com/2012/09/parasal-genisleme.html>
<http://www.mahfiegilmez.com/2015/01/yuksek-rezerv-illuzyonu.html#more>
<http://www.tcmb.gov.tr/research/ekonominotlari/2012/tr/EN1228.pdf>.
<http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist>
<http://www3.tcmb.gov.tr/eegitim/interface/start.html>
<http://www.tcmb.gov.tr/eegitim/interface/start.html>

- IDEN, G. Presentation on Open Market Operations. IMF Institute/MAE Course, Monetary and Exchange Operations, IMF Monetary and Exchange Affairs Department. 2001
- IMF. Country Report No:12/338, Turkey: 2012 Article IV Consultation. Washington DC.2012
- IMF. International Financial Statistics Yearbook. 2013
- İktisadi Aratırmalar Vakfı ve TCMB. Devlet - Merkez Bankası ilişkileri, İstanbul.1995
- İSO, Dünya Ekonomisi Bülteni,2013
- KARA, H. “Küresel Kriz Sonrası Para Politikası”. Erişim: 22 Ocak 2013, TCMB Çalışma Tebliği No:12/17.
<http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/2012/WP1217.pdf>.2012
- KARA H., ORAK M., Enflasyon Hedeflemesi ,TCMB Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü, 2008
- KARA A., Küresel Finansal Krizde Merkez Bankalarının Bilanço Yönetimi Kapsamında Türkiye Örneği ve Alternatif Yöntemler, 2012
- KARAHAN Ö., Asimetrik Bilgi ve Para Politikasının Etkinliği, 2006
- KARPUZ E., Ödeme Sistemleri Ve Araçlarının Artan Kullanımı: Kredi Kartı Kullanımının Para Politikası Etkinliğine Etkisi, 2012
- KEYDER, N. Para Teorisi-Politika-Uygulama. Ankara: Seçkin Yayıncılık.2002
- KİBRİTÇİOĞLU, A. Türkiye’de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001. Yeni Türkiye Dergisi, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, Cilt 1, Yıl 7, Sayı 41. 2001
- KOÇYİĞİT D., Olağan ve Olağandışı Durumlarda Para Politikası Araçları, 2009
- KUTLAR A.,GÜNDOĞAN H., Türkiye’de 2008 Finansal Kriz Sürecinde Para Politikası ve Enflasyon Hedeflemesi, 2014
- LEİTE, S. P. Monetary Policy Instruments. IMF Monetary and Exchange Affairs Department.1992
- MISHKIN, F. S. The Channels of Monetary Policy Transmission: Lessons for Monetary Policy. Cambridge: NBER Working Paper No. 5464. 1996
- MISHKIN, F. S. The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy. Cambridge: NBER Working Paper No. 8617. Müslümov, A., Hasanov, M. ve Özyıldırım, C. 2003
- MISHKIN, F. S. and Eakins S. G. Financial Markets and Institutions. (3. edition). Columbia: Addison Wesley Longman, Inc, Columbia University. 2000.

- MISHKIN F.S., Para Politikası Stratejisi , 2007
- OECD's 2014 Economic Survey of Turkey examines recent economic developments, policies and prospects, 2014
- OKTAR S., EROĞLU N.,EROĞLU İ., 2008 Global Finans Krizi, Parasal Aktarım Kanalları Ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Deneysel Politika Çabaları, 2013
- ONGUN, T. Ekonomik Kronoloji (1923-1990). (Editör: Ç. Aruoba ve C. Alpar). Ankara: Türkiye Ekonomisi Sektörel Gelimeler, Türkiye Ekonomi Kurumu.
- Oyan, O. (1998). Türkiye Ekonomisi: Nereden Nereye?. Ankara: maj Yayıncılık. 1992
- ÖNDER, İ. Kamu Kesimi Finansman Açıkları,İstanbul,1996
- ÖNDER,T. Para Politikası: Araçları, Amaçları Ve Türkiye Uygulaması,Ankara,2005
- ÖZATAY, F. Merkez Bankası Bilançosu, Parasal likiler ve Mali Sistem. Bankacılar Dergisi, Sayı: 26. 1998
- ÖZATAY, F. Merkez Bankası'nın Yeni Para Politikası: İki Hedef-Üç Ara Hedef-Üç Araç. İktisat İşletme ve Finans Dergisi, 26 (302) 2011.
- ÖZATAY, F. Para Politikasında Yeni Arayışlar ve TCMB. Erişim: 22 Ocak 2013, TEPAV, http://www.tepav.org.tr/upload/files/13.268.900.343.Para_Politikasinda_Yeni_Arayislar_ve_TCMB.pdf. 2012
- ÖZCAN S., Para Politikası Tercihleri ile Finansal İstikrar Arasındaki İlişki, Enflasyon Hedeflemesi Politikasında Finansal İstikrar Ve Türkiye Analizi, 2006
- ÖZDEMİR, İ. Merkez Bankacılığında Teminat Sistemleri. TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.2010
- ÖZTÜRK, E. Türkiye'de Son Dönemde Para Politikası Tartımları. TCMB Aratırma Planlama ve Eitim Müdürlüü, Tartıma Teblii, No. 9206. 1992
- PARASIZ İ., Merkez Bankacılığı Ve Para Politikası,İstanbul, 2011
- PERERA, A. Monetary Policy in Turbulent Times: Impact of Unconventional Monetary Policies. Erişim: 22 Ocak 2013,2010
http://www.cbsl.gov.lk/pics_n_docs/10_pub/_docs/IRC/2010/Unconv entional_Monetary_Policies_Full.pdf.
- PİRİMOĞLU, A. Para Politikası. Eskişehir. 1991

- SARI Y., Cumhuriyetten Günümüze Türkiye'de Uygulanan Para Politikaları, Muğla, 2005
- SARPKAYA S. Finansal Krizler Ve Kriz Dönemlerinde Uygulanan Para Politikası Araçları, 2009
- SERDENGEÇTİ, S. Fiyat istikrarı. A.Ü.S.B.F. 'de Yaptı Konuma, Ankara. <http://www.tcmb.gov.tr>. 2002
- SERDENGEÇTİ, S. Para Politikası Uygulamaları, Makroekonomik Görünüm ve Bekleyişler. TBMM Bakanlar Kurulu ve Plan ve Bütçe Komisyonu Sunumları, Ankara. <http://www.tcmb.gov.tr>. 2004
- SEREL A., ÖZKURT İ., Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2012
- SERİN V., Para Politikası, İstanbul, 1987
- SOYLU H., Global Krize Karşı Politika Önlemleri ve Türkiye, 2009
- SÜSLÜ B., DİŞBUDAK C., TCMB'nin Para Politikası Duruşunun Alternatif Açıklaması: Parasal Durum Endeksi (MCI) ,2012
- ŞAHİN S., Para Politikalarının Bankacılık Sektörü Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği , 2011
- TALASLI İ.A., Türkiye'de Bankacılık Sistemi Zorunlu Karşılık Yönetimi, 2012
- TCMB Basın Duyuruları. <http://www.tcmb.gov.tr>. 1998/2005
- TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi. <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>
- TCMB iletişim Genel Müdürlüğü. Para Politikası, Türkiye'de Para Politikası Uygulaması, Geçmiş ve Bugün. Ankara. <http://www.tcmb.gov.tr>. 2001
- TCMB Yıllık Raporları. 1932/2013 Arasındaki Tüm Yıllık Raporlar. <http://www.tcmb.gov.tr>.
- TCMB, Temel Ekonomik Gelişmeler 02.10.2014
- TCMB, Zorunlu Karşılık Ve Reeskont Kredisi Uygulamaları İle Döviz Satım İhaleleri Hakkında Basın Duyurusu, 2011
- TCMB, Bülten sayı: 35, 2014
- TCMB, Enflasyon ve Fiyat İstikrarı, 2013
- TCMB, Para Politikası Çıkış Stratejisi, 2010
- TCMB, Finansal İstikrar Raporu, 2015
- TCMB, Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2008

TCMB, Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası,2005

TECİM B.A., Kayıt Dışı Ekonomide Vergi Ve Vergi Denetiminin Önemi,2008

TELATAR, E. Fiyat stıkrarı, Ne? Nasıl? Kimin çin? Ankara: maj Kitabevi. 2002

TEPAV. 2007-08 Küresel Finans Krizinde Ülkelerin Politika Deneyimleri. Ankara.2008

TEZEL, Y. S. Cumhuriyet Döneminin iktisadi Tarihi (1923-1950). istanbul: Türkiye Ekonomik ve Toplumsal Tarih Vakfı Yurt Yayınları, Türkiye Araştırmaları, 10,1994

ÖNDER, T., Para Politikası, Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, 2005

TOKGÖZ, E. Türkiye'nin iktisadi Gelişme Tarihi (1914-1999). (Beinci basım). Ankara: maj Yayıncılık. 1999

YETKİN Z.Ö., Merkez Bankalarının Para Politikalarının Tasarımında İletişim Politikalarının Önemi ve Bekleyişlerin Yönetimi ,2005

VURAL, U.,Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi,2013

www.ekodialog.com/finansal_eko/merkez_bankasi_gorevleri.html

YAĞCILAR G.G. Türk Bankacılık Sektörünün Rekabet Yapısının Analizi, 2011

YALTA A.Y.Para Politikası, <http://www.acikders.org.tr>,2011

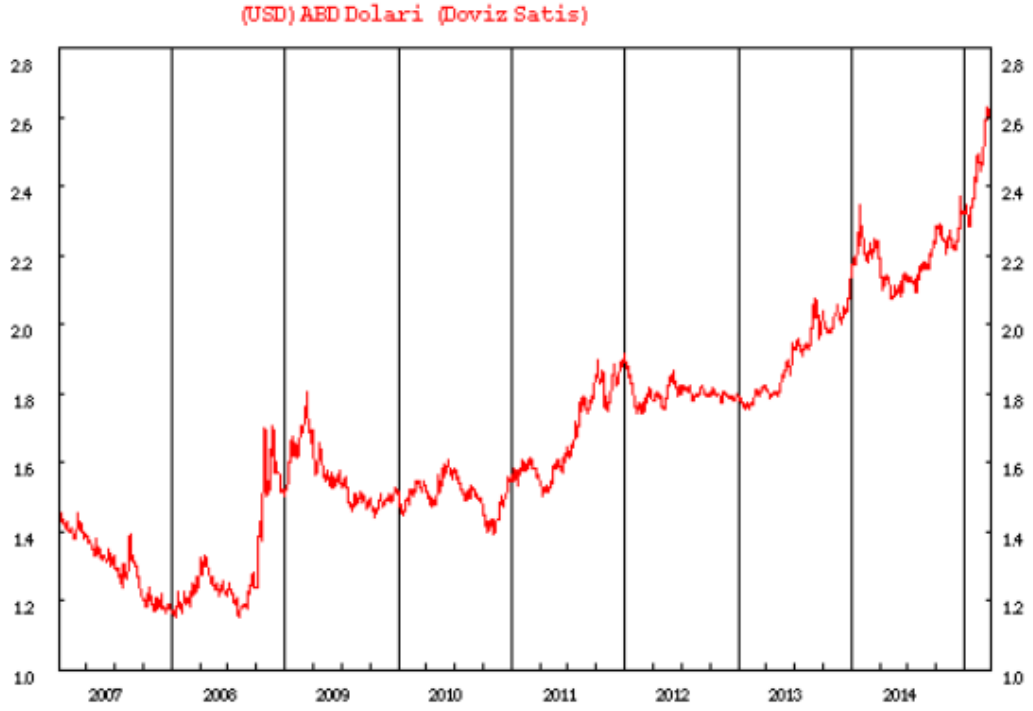
YETKİN Z.Ö.Merkez Bankalarının Para Politikalarının Tasarımında İletişim Politikalarının Önemi ve Bekleyişlerin Yönetimi, 2005

YILMAZ, D.TÜRKİYE EKONOMİ KURUMU, TARTIŞMA METNİ 2011/9

ZARAKOLU, A. Bankacılar için Merkez Bankacılığı Bilgisi. (Üçünü Basım). Ankara: Türkiye Bankası Vakfı Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, Bankacılar Serisi.1988

EKLER

EK- 1 Grafik TCMB 2008 Küresel Kriz Sonrası Usd ve Eur Kurları



Kaynak: TCMB (Son Tarih: 27.03.2015)

(EUR) Euro (Doviz Satış)



Kaynak: TCMB (Son Tarih: 27.03.2015)

EK- 2 TABLO İMALAT SANAYİ KAPASİTE KULLANIM ORANLARI

İmalat Sanayi Kapasite Kullanım Oranı (KKO) ve Mevsimsel Etkilerden Arındırılmış KKO* (Ağırlıklı Ortalama - %)

	Yıllar	OCAK	ŞUBAT	MART	NİSAN	MAYIS	HAZİRAN	TEMMUZ	AĞUSTOS	EYLÜL	EKİM	KASIM	ARALIK
KKO	2007	77,9	77,3	80,3	80,5	80,8	81,7	82,0	79,6	80,8	81,6	80,8	79,2
	2008	77,9	78,0	76,9	78,6	79,2	80,3	79,8	80,0	77,3	75,8	71,8	64,9
	2009	61,6	60,9	58,7	59,7	64,0	67,5	67,9	68,9	68,0	68,2	69,8	67,7
	2010	68,6	67,8	67,3	72,7	73,3	73,3	74,4	73,0	73,5	75,3	75,9	75,6
	2011	74,6	73,0	73,2	74,9	75,2	76,7	75,4	76,1	76,2	77,0	76,9	75,5
	2012	74,7	72,9	73,1	74,7	74,7	74,6	74,8	74,3	74,0	74,9	74,0	73,6
	2013	72,4	72,2	72,7	73,6	74,8	75,3	75,5	75,5	75,4	76,4	75,6	76,0
	2014	73,9	73,3	73,1	74,4	74,4	75,3	74,9	74,7	74,4	74,4	74,9	74,5
KKO - MA	2007	79,7	79,5	82,3	81,2	80,6	80,7	80,5	77,8	80,1	80,0	80,0	79,8
	2008	79,8	80,2	79,1	79,2	78,9	79,2	78,2	78,3	76,5	74,2	71,0	65,6
	2009	63,5	63,3	61,2	60,5	63,9	66,5	66,4	67,2	67,2	66,7	68,7	68,1
	2010	70,1	70,0	69,6	73,3	73,1	72,5	73,2	71,9	72,9	74,0	75,0	75,6
	2011	75,8	74,8	75,1	75,4	75,0	76,1	74,6	75,2	75,8	75,7	75,9	75,5
	2012	75,8	74,8	75,0	75,0	74,3	73,7	74,0	73,6	73,7	73,9	73,3	73,6
	2013	73,7	73,8	74,3	74,0	74,5	74,6	74,6	74,9	75,0	75,5	74,9	75,9
	2014	74,9	74,7	74,6	74,8	74,2	74,6	74,2	74,1	74,1	74,1	74,0	74,0

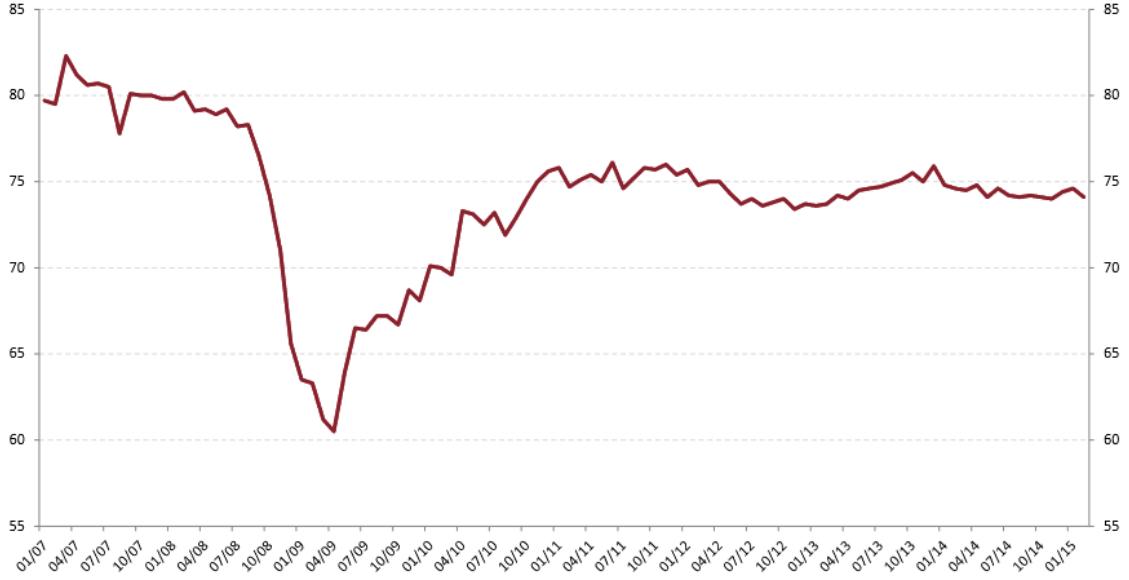
* KKO verilerinin mevsimsel etkilerden arındırılmasında hesaplama yöntemi ve model yapısının değiştirilmesi nedeniyle seri 2007 yılı Ocak ayından itibaren revize edilmiştir. Ayrıntılı bilgi için: <http://www.tcmb.gov.tr/imalat/KKO-YontemselAciklama.pdf>

Kaynak: TCMB

EK- 3 GRAFİK KAPASİTE KULLANIM ORANI

Kapasite Kullanım Oranı

(Mevsimsellikten Arındırılmış, Yüzde)

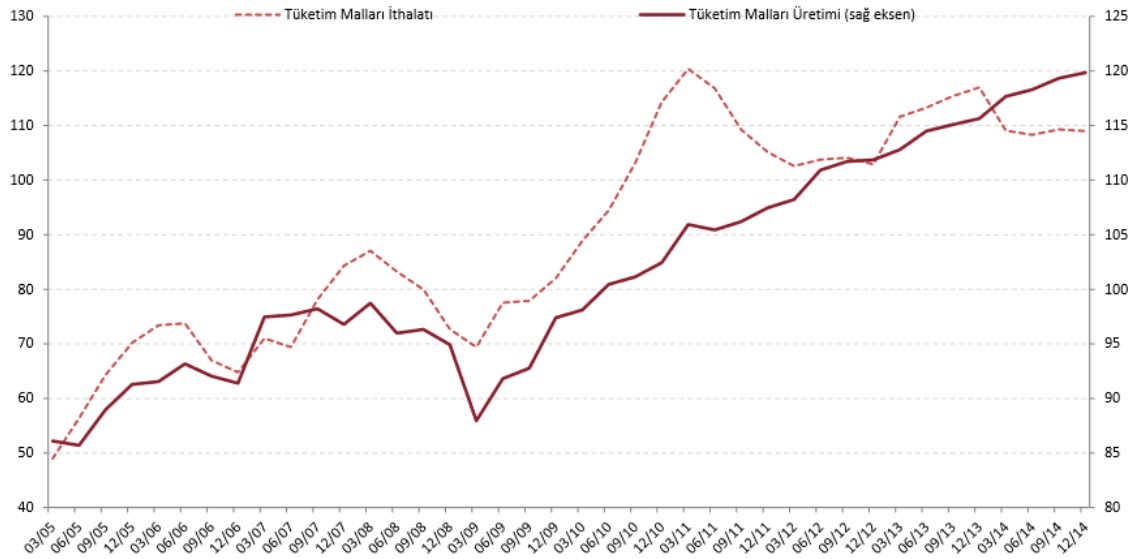


Kaynak: TCMB

EK- 4 GRAFİK TÜKETİM MALLARI ÜRETİMİ VE İTHALATI

Tüketim Malları Üretimi ve İthalatı

(Mevsimsellikten Arındırılmış, Çeyreklik Ortalama, 2010=100)



EK- 5 POLİTİKA FAİZ ORANLARI

TARİH	Borç Alma	Borç Verme
20.05.2010	-	7,00
17.12.2010	-	6,50
21.01.2011	-	6,25
05.08.2011	-	5,75
19.12.2012	-	5,50
17.04.2013	-	5,00
17.05.2013	-	4,50
29.01.2014	-	10,00
23.05.2014	-	9,50
25.06.2014	-	8,75
18.07.2014	-	8,25
21.01.2015	-	7,75
25.02.2015	-	7,50

Kaynak: TCMB

EK- 6 TCMB GECELİK BORÇ ALMA BORÇ VERME ORANLARI

17.04.09	9.75	12.25
15.05.09	9.25	11.75
17.06.09	8.75	11.25
17.07.09	8.25	10.75
19.08.09	7.75	10.25
18.09.09	7.25	9.75
16.10.09	6.75	9.25
20.11.09	6.50	9.00
17.09.10	6.25	8.75
15.10.10	5.75	8.75
12.11.10	1.75	8.75
17.12.10	1.50	9.00
05.08.11	5.00	9.00
21.10.11	5.00	12.50
22.02.12	5.00	11.50
19.09.12	5.00	10.00
19.10.12	5.00	9.50
21.11.12	5.00	9.00
23.01.13	4.75	8.75
20.02.13	4.50	8.50
27.03.13	4.50	7.50
17.04.13	4.00	7.00
17.05.13	3.50	6.50
24.07.13	3.50	7.25
21.08.13	3.50	7.75
29.01.14	8.00	12.00
18.07.14	7.50	12.00
28.08.14	7.50	11.25
25.02.15	7.25	10.75

EK- 7 REESKONT FAİZ ORANLARI

02.08.1997	67	80
30.12.1999	60	70
17.05.2002	55	64
14.06.2003	50	57
08.10.2003	43	48
15.06.2004	38	42
13.01.2005	32	35
25.05.2005	28	30
20.12.2005	23	25
20.12.2006	27	29
28.12.2007	25	27
09.04.2009	19	20
12.06.2009	18	19
22.12.2009	15	16
30.12.2010	14	15
29.12.2011	17	17,75
19.06.2012	16	16,50
20.12.2012	13,50	13,75
21.06.2013	9,50	11
27.12.2013	10,25	11,75
14.12.2014	9	10,50

(*) Vadesine en çok 3 ay kalan senetler karşılığında

EK- 7 TÜFE ORANLARI

FİYAT ENDEKSİ (TÜKETİCİ FİYATLARI)(2003=100)

	TÜFE(Yıllık % Değişim)	TÜFE(Aylık % Değişim)
03-2015	7.61	1.19
02-2015	7.55	0.71
01-2015	7.24	1.10
12-2014	8.17	-0.44
11-2014	9.15	0.18
10-2014	8.96	1.90
09-2014	8.86	0.14
08-2014	9.54	0.09
07-2014	9.32	0.45
06-2014	9.16	0.31
05-2014	9.66	0.4
04-2014	9.38	1.34
03-2014	8.39	1.13
02-2014	7.89	0.43
01-2014	7.75	1.98
12-2013	7.4	0.46
11-2013	7.32	0.01

EK- 8 Kırılgan Beşli Karşılaştırması

Gösterge	Brezilya	Endonezya	Hindistan	Güney Afrika	Türkiye
GSYH (milyar \$)	2.190	868	1.758	354	822
Büyüme (%)	2,5	5,2	3,8	2,0	3,8
İşsizlik (%)	5,8	5,9	?	26,0	9,4
Enflasyon (%)	5,9	9,5	9,0	5,7	7,9
Kamu Dengesi / GSYH (%)	-3,0	-2,2	-8,2	1,4	-2,3
Kamu Borç St / GSYH (%)	68,3	26,2	67,2	-4,3	36,0
Cari Denge / GSYH (%)	-3,4	-3,4	-4,4	-6,1	-7,4
Risk Primi (CDS primi)	194	233	?	229	245
Reyting Notu (S&P)	BBB	BB+	BBB-	BBB	BB+
Reyting Notu (Moody's)	Baa2	Baa3	Baa3	Baa1	Baa3

Kaynak: Mahfi Eğilmez

EK- 9 Türkiye Ekonomisinin Özeti: 2002 - 2014

Yıllar	GSYH (Milyar USD)	Kişi Başına Gelir (USD)	Büyüme (%)	Enflasyon (%)	İşsizlik (%)	Bütçe Açığı (%)	Cari Açık (%)
2002	231	3.492	6,2	29,8	10,8	-11,2	-0,3
2003	305	4.565	5,3	18,4	11,0	-8,8	-2,5
2004	390	5.775	9,4	9,3	10,8	-5,4	-3,7
2005	482	7.036	8,4	7,7	10,6	-1,5	-4,6
2006	526	7.597	6,9	9,6	10,2	-0,5	-6,1
2007	649	9.247	4,7	8,4	10,3	-1,6	-5,9
2008	742	10.444	0,7	10,1	11,0	-1,8	-5,7
2009	617	8.561	-4,8	6,8	14,0	-5,5	-2,2
2010	732	10.079	9,2	6,4	11,9	-3,6	-6,2
2011	774	10.444	8,8	10,5	9,8	-1,3	-9,7
2012	786	10.497	2,2	6,2	9,2	-2,2	-6,0
2013	823	10.822	4,2	7,4	9,7	-1,2	-7,9
2014	800	10.404	2,9	8,2	10,9	-1,3	-5,7

Kaynak: Mahfi Eğilmez

EK- 10 Türkiye Ekonomisinin Özeti (2) : 2002 - 2014

Yıllar	Bütçe Açığı / GSYH (%)	Cari Açık / GSYH (%)	Kamu Borç Stoku/GSYH (%)	Özel Kesim Dış Borç Stoku/ GSYH (%)	Hanehalkı Borç Stoku/ GSYH (%)
2002	-11,2	-0,3	69,2	18,7	2
2003	-8,8	-2,5	62,2	16,1	3
2004	-5,4	-3,7	56,6	16,4	5
2005	-1,5	-4,6	51,1	17,6	7
2006	-0,5	-6,1	45,5	23,0	9
2007	-1,6	-5,9	39,6	24,8	11
2008	-1,8	-5,7	40,0	25,4	12
2009	-5,5	-2,2	46,3	27,9	13
2010	-3,6	-6,2	43,1	26,1	15
2011	-1,3	-9,7	39,9	25,9	17
2012	-2,2	-6,0	37,6	29,0	18
2013	-1,2	-7,9	37,4	32,4	19
2014	-1,3	-5,7	34,9	34,4	19

Kaynak: Mahfi Eğilmez