T.C.
TRAKYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

PARA POLİTİKASI ARAÇLARI VE TÜRKİYE UYGULAMASI (1980 – 2012)

YAŞAR DOĞANÇAY

TEZ DANIŞMANI
YRD. DOÇ. DR. FATMA CESUR

EDİRNE 2013

T.C.
TRAKYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

YAŞAR DOĞANÇAY tarafından hazırlanan **PARA POLİTİKASI ARAÇLARI VE TÜRKİYE UYGULAMASI (1980-2012)** Konulu **YÜKSEK LİSANS** Tezinin Sınavı, Trakya Üniversitesi Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 12.-13. maddeleri uyarınca **28.06.2013 Cuma** günü saat **15.00**'da yapılmış olup, tezin * Kabul Edilmesine **OYBİRLİĞİ/~~OYÇOKLUĞU~~** ile karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYELERİ	KANAAT	İMZA
Yrd. Doç. Dr. Fatma CESUR (Danışman)	Kabul Edilmesine	
Yrd. Doç. Dr. Meltem OKUR DİNÇSOY	Kabul Edilmesine	
Yrd. Doç. Dr. Emel YILDIZ	Kabul Edilmesine	

* Jüri üyelerinin, tezle ilgili kanaat açıklaması kısmında "Kabul Edilmesine/Reddine" seçeneklerinden birini tercih etmeleri gerekir.

T.C
YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
ULUSAL TEZ MERKEZİ

TEZ VERİ GİRİŞİ VE YAYIMLAMA İZİN FORMU

Referans No	10006010
Yazar Adı / Soyadı	YAŞAR DOĞANÇAY
Uyruğu / T.C.Kimlik No	TÜRKİYE / 19567583970
Telefon	5383054224
E-Posta	dogancay_14@hotmail.com
Tezin Dili	Türkçe
Tezin Özgün Adı	PARA POLİTİKASI ARAÇLARI VE TÜRKİYE UYGULAMASI (1980 - 2012)
Tezin Tercümesi	THE TOOLS OF MANETARY POLİCY: THE CASE OF TURKEY (1980 - 2012)
Konu	Ekonomi
Üniversite	Trakya Üniversitesi
Enstitü / Hastane	Sosyal Bilimler Enstitüsü
Bölüm	İktisat Bölümü
Anabilim Dalı	İktisat Anabilim Dalı
Bilim Dalı	İktisat Teorisi Bilim Dalı
Tez Türü	Yüksek Lisans
Yılı	2013
Sayfa	105
Tez Danışmanları	YRD. DOÇ. DR. FATMA CESUR 42220890276
Dizin Terimleri	
Önerilen Dizin Terimleri	
Kısıtlama	36 ay süre ile 04.07.2016 tarihine kadar kısıtlı

Tezimin Yükseköğretim Kurulu Tez Merkezi tarafından çoğaltılması veya yayımının tarihine kadar ertelenmesini talep ediyorum. Bu tarihten sonra tezimin, internet dahil olmak üzere her türlü ortamda çoğaltılması, ödünç verilmesi, dağıtımı ve yayımı için, tezimle ilgili fikri mülkiyet haklarım saklı kalmak üzere hiçbir ücret (royalty) talep etmeksizin izin verdiğimi beyan ederim.
NOT: (Erteleme süresi formun imzalandığı tarihten itibaren en fazla 3 (üç) yıldır.)

04.07.2013

İmza:.....

Para Politikası Araçları ve Türkiye Uygulaması (1980 – 2012)

Yaşar DOĞANÇAY

ÖZET

Bu çalışmanın temel amacı, Türkiye'de uygulanan para politikası stratejileri ve bu stratejiler çerçevesinde kullanılan para politikası araçlarının tarihsel gelişimini ve değişimini genel hatlarıyla açıklanmaktadır.

Türkiye'de uygulanan para politikası araçları iki kısma ayırarak irdelendi, ilk olarak 1980 öncesi para politikası araçları ana hatları ile özetlendi, daha sonra ise 1980 sonrası para politikası araçları detaylı bir şekilde incelenerek merkez bankasının son dönemlerde kullandığı para politikası araçları açıklanmaya çalışılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Para Politikası, Para Politikası Araçları, Finansal istikrar

The Tools of Monetary Policy: The case of Turkey (1980 – 2012)

Yaşar DOĞANÇAY

ABSTRACT

The main purpose of this study in Turkey, within the framework of the monetary policy strategy and the strategies used in the historical development and the exchange of monetary policy instruments described in general terms.

Separating the two parts of the monetary policy instruments in Turkey were evaluated, prior to 1980, the monetary policy instruments are summarized in the main lines, and then examined in detail in the post-1980 monetary policy instruments used by the central bank's monetary policy tools in recent years tried to explain.

Keywords: Monetary Policy, Tools of Monetary Policy, Financial Stability.

ÖNSÖZ

Para politikalarının ekonomi politikaları içinde zamanla daha önemli ve öncelikli hale gelmesiyle beraber, merkez bankalarının ekonomi içindeki rolü gereği etkinliği artmaktadır. Merkez bankası eliyle uygulanan para politikası stratejileri ile bu stratejiler çerçevesinde kullanılan para politikası araçlarının tarihsel değişimi ve gelişimi çok önemli bir konuma gelmektedir.

Bu çalışmada da bu amaca uygun olarak Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)'nın tarihsel gelişimi ve modern merkez bankacılık anlayışına geçişini, para politikası araçlarını ve aktarım mekanizmaları ortaya konulmuştur.

Türkiye'de 1980 sonrası uygulanan para politikası uygulamaları, yıllar itibariyle uygulanan politikaların ve kullanılan para politikası araçlarının genel çerçevesi ana hatlarıyla belirlenmiş ve zaman içinde meydana gelen değişiklik araştırılmıştır.

Çalışmamın her aşamasında değerli katkılarını benden esirgemeyen tez danışmanım Yrd. Doç. Dr. Fatma CESUR'a ne kadar teşekkür etsem azdır. Ayrıca tez ile ilgili öneri ve düşüncelerini dile getiren Yrd. Doç. Dr. Meltem OKUR DİNÇSOY'a, bu çalışmam süresince enerjisiyle ve teknik desteğiyle bana yardımcı olan arkadaşım Fatih YAVUZ'a, bu süre zarfında manevi desteklerini esirgemeyen aileme ve her zaman yanımda olan eşim Gülistan DOĞANÇAY'a teşekkürlerimi sunarım.

Yaşar DOĞANÇAY

İÇİNDEKİLER

ÖZET I

ABSTRACT II

ÖNSÖZ III

İÇİNDEKİLER IV

TABLOLAR LİSTESİ VII

ŞEKİLLER LİSTESİ VIII

SEMBOLLER LİSTESİ IX

KISALTMALAR LİSTESİ X

GİRİŞ 1

1.TÜRKİYEDE MERKEZ BANKACILIĞI VE MERKEZ BANKASI'NIN BAĞIMSIZLIĞI 3

1.1. Merkez Bankacılığının Doğuşu ve Gelişimi 3

1.1.1.Osmanlı Dönemi 4

1.1.2.Cumhuriyet Dönemi 6

1.2. T.C. Merkez Bankası'nın Temel Görev ve Yetkileri 7

1.2.1. T.C. Merkez Bankası'nın Temel Görevleri 7

1.2.2.T.C. Merkez Bankası'nın Temel Yetkileri 10

1.3. Merkez Bankası'nın Bağımsızlığı 11

1.3.1. Araç ve Amaç Bağımsızlığı 11

1.3.2. Şeffaflık ve Şeffaflık Kriterleri 12

2. PARA POLİTİKASI VE PARA POLİTİKASI ARAÇLARI 14

2.1. Para Politikası 14

2.1.1. Aktarım Mekanizmaları 14

2.1.1.1. Miktar Teorisi ve Aktarım Mekanizması 15

2.1.2. Para Politikası Stratejileri 23

2.1.2.1. Ara Hedefleme 26
2.1.1.2. Doğrudan Enflasyon Hedeflemesi 31
2.2. Para Politikası Araçları 34
2.2.1. Para Politikasının Doğrudan (Direkt) Araçları 35
2.2.1.1. Faiz Oranları Kontrolleri 37
2.2.1.2. Kredi Tavanı Kontrolleri 37
2.2.1.3. Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları 38
2.2.1.4. Disponibilite Uygulaması 38
2.2.1.5. Finansal Aracıların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi 39
2.2.1.6. Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü 39
2.2.1.7. Tüketici Kredilerinin Kontrolü 39
2.2.1.8. Özel Mevduatlar 40
2.2.1.9. Merkez Bankasının Moral Takviyesi 40
2.2.1.10. Reklam ve Resmi Olmayan Öğütler 40
2.2.2. Para Politikasının Dolaylı (Endirekt) Araçları 43
2.2.2.1. Açık Piyasa İşlemleri 44
2.2.2.2. Döviz – Efektif İşlemleri 49
2.2.2.3. Reeskont Penceresi İşlemleri 49
2.2.2.4. Zorunlu Karşılık Oranları 51
3. PARA POLİTİKASI VE PARA POLİTİKASI ARAÇLARININ TÜRKİYE UYGULAMASI (1980–2012) 55
3.1. TCMB 1980 Öncesi Para Politikası Araçları 55
3.1.1. Serbest Piyasa Dönemi (1923–1929) 55
3.1.2. Devletçilik Dönemi (1930–1938) 56
3.1.3. Savaş ve Savaş Sonrası Yıllar (1939–1949) 57
3.1.4. Enflasyoncu ve Genişletici Para Politikası Dönemi (1950-1960) 59

3.1.5. Denetimli ve Planlı Ekonomi Dönemi (1960–1970) 60
3.1.6. 1970 – 1980 Döneminde Uygulanan Para Politikası 62
3.2. Dönemler İtibarıyla TCMB Para Politikası ve Araçları 63
3.2.1. 1980 - 1986 Dönemi 65
3.2.2. 1986 - 1994 Dönemi 69
3.2.3. 1994 - 2001 Dönemi 75
3.2.4. 2001 - 2012 Dönemi 79
SONUÇ 99
KAYNAKÇA 102

TABLOLAR LİSTESİ

TABLO 1. Avrupa Merkez Bankası, Para Politikası Aktarım Mekanizması 21

TABLO 2. Dolaysız Para Politikası Araçları 41

TABLO 3. Dolaylı Para Politikası Araçları 54

TABLO 4. TCMB'nin 2010 Yılı Yeni Para Politikası Stratejileri..... 84

TABLO 5. Günümüzdeki Ekonomi Politikası 87

TABLO 6. TCMB'nin Basitleştirilmiş Yeni Aktarım Mekanizması..... 89

TABLO 7. Yeni Para Politikası Araçları 97

ŞEKİLLER LİSTESİ

ŞEKİL 1. TCMB ve Finansal İstikrar 86

ŞEKİL 2. Standart Enflasyon Hedeflemesinde Operasyonel Çerçeve..... 91

ŞEKİL 3. Standart Enf. Hedeflemesinde Oper. Çerçeve (Basitleştirilmiş) 92

ŞEKİL 4. Asimetrik Koridor Sistemi: Risk İştahında Bozulma 93

ŞEKİL 5. Asimetrik Koridor Sistemi: Risk İştahında Bozulma 93

ŞEKİL 6. Risk İştahında Artış ve Sermaye Girişleri 94

SEMBOLLER LİSTESİ

k : Para Çoğaltanı

M_s : Para Arzı

M_2 : M_1 + Mevduat Bankalarındaki Vadeli Mevduat

M : Para Arzı

P : Fiyatlar Genel Seviyesini

V : Paranın Dolaşım Hızı

Y : Reel Üretim

KISALTMALAR LİSTESİ

APİ : Açık Piyasa İşlemleri

BBYKP : Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı

DKM : Döviz Kuru Mekanizması

DİBS : Devlet İç Borçlanma Senedi

ECB : Avrupa Merkez Bankası

FDD : Faiz Dışı Denge

FED : Federal Rezerv Bank

GSMH : Gayri Safi Milli Hasıla

GLP : Geç Likidite Penceresi

IMF : Uluslararası Para Fonu

İBYKP : İkinci Beş Yıllık Kalkınma Planı

İMKB : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

HM : Hazine Müsteşarlığı

KDV : Katma Değer Vergisi

KİT : Kamu İktisadi Teşekkülleri

KOBİ : Küçük, Orta ve Büyük İşletmeler

MB : Maliye Bakanlığı

MBP : Merkez Bankası Parası

NUR : Net Uluslararası Rezrvler

NİV : Net İç Varlıklar

ROM : Rezerv Opsiyonu Mekanizması

TEFE : Toptan Eşya Fiyat Endeksi

TL : Türk Lirası

TMSF : Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu

TCMB : Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

TÜFE : Tüketici Fiyat Endeksi

ÜFE : Üretici Fiyat Endeksi

ÜBYKP : Üçüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı

GİRİŞ

Ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre dolaylı ve dolaysız para politikası araçları kullanılmaktadır. Uygulanan ekonomi politikaları içinde para politikalarının önemi arttıkça, bu politikaları uygulayan merkez bankalarının da aldıkları kararlar önemli hale gelmiştir. Ülkemizde para politikalarının uygulanmasından sorumlu olan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, ülkemizin ekonomik koşullarını ve hükümetlerin uyguladıkları maliye politikalarını veri alarak temel para politikası hedeflerini belirlemektedir.

Bu çalışmamızda, Türkiye'de uygulanan para politikası stratejileri ve bu stratejiler çerçevesinde kullanılan para politikası araçlarının tarihsel gelişimini ve değişimini genel hatlarıyla açıklamaya çalışacağız.

Bu çerçevede yapılan çalışmanın birinci bölümünde, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın tarihi gelişimi ve günümüz uygulamaları incelenecektir.

İkinci bölümünde, para politikası aktarım mekanizması, para politikası stratejileri ve para politikası araçları ele alınıp irdelenecektir. Para politikası araçlarından bir diğeri olan dolaylı para politikası araçlarının günümüzde giderek artan önemi nedeni ile daha detaylı bir şekilde anlatılacaktır. Daha sonra dolaylı para politikası araçlarının güçlü ve zayıf yönleri açıklanmaya çalışılacaktır.

Tezimizin son bölümünde, Türkiye'de uygulanan para politikası araçları iki kısma ayrılarak irdelenecektir. Bu bölümde ilk olarak 1980 öncesi para politikası araçları ana hatları ile özetlenecek, daha sonra ise 1980 sonrası para politikası araçlarını detaylı bir şekilde incelenerek merkez bankasının son dönemlerde kullandığı para politikası araçları açıklanmaya çalışılacaktır.

PARA POLİTİKASI ARAÇLARI VE TÜRKİYE UYGULAMASI (1980–2012)

1. TÜRKİYEDE MERKEZ BANKACILIĞI VE MERKEZ BANKASI'NIN BAĞIMSIZLIĞI

1.1. Merkez Bankacılığının Doğuşu ve Gelişimi

Mali sistemin merkezinde yer alan ve mali sistemi tümüyle etkileyebilecek araçlarla donatılmış bulunan Merkez Bankası; mali aracı kuruluşlar içinde önemli ve öncelikli bir öneme sahiptir.[1]

Bankaların bankası olarak isimlendirdiğimiz Merkez Bankaları; kar amacıyla hareket etmeyen, ekonominin gelişmesi ve para politikasının gelişmesi için para piyasasına, bankalara ve çeşitli sermaye piyasalarına müdahale eden kurumlardır. Aynı Merkez Bankaları gerek piyasaları ve gerekse bankaları kontrol ederek Devletin takip etmekte olduğu para ve kredi politikalarını en etkin bir şekilde sürdürülmesine olanak sağlamaktadır.

Çağdaş ekonomilerin vazgeçilmez kurumları olan Merkez Bankaları olmadan para-kredi sisteminin düzgün işlemesi mümkün olamaz. Çünkü Merkez Bankaları sadece bankaların bankası olarak faaliyet göstermez; aynı zamanda parasal araçlarla ekonomiye yön vermeye çalışan kurumlardır.

Türkiye'deki merkez bankacılığı Osmanlı dönemi ve Cumhuriyet dönemi olmak üzere iki bölümde incelenecektir.[2] İlk önce Osmanlı Dönemi Merkez Bankacılığı ve daha sonra da Cumhuriyet Dönemi Merkez Bankacılığı açıklanacaktır.

---

[1] Muhammet Akdiş, *Para Teorisi ve Politikası*, Beta Basım Yayın, İstanbul 2001, s. 46.
[2] Fatma Cesur, *Para ve Para Teorileri*, Kriter Yayınevi, İstanbul 2010, s. 176.

1.1.1.Osmanlı Dönemi

Klasik Osmanlı düzeninde,

- Para arzının ayarlanması
- Kredi hacminin düzenlenmesi
- Altın ve döviz rezervlerinin yönetimi
- İç ve dış ödemelerin gerçekleştirilmesi,

gibi ekonomik faaliyetler; hazine, darphane, sarraflar, vakıflar, bedestenler ve loncaların yüklendiği değişik rollerin bir araya toplanmasından oluşmuştur.

19. yüzyılın ikinci yarısına kadar büyük oranda devam eden bu yapı içinde Osmanlı Devleti, "altın sikke" basımını gerçekleştirmiştir.[3]

Osmanlı İmparatorluk sınırları içinde Osmanlı paralarının yanı sıra Venedik, Floransa, Macar ve Memluk paralarının dolaşımı çok yaygındı. İlk Osmanlı parası akçe, 1326 yılında Sultan Orhan döneminde basıldı. İlk akçe gümüş içeriyordu. Osmanlı para sistemi 1477 yılına kadar tek metalli (monometalizm) olarak kaldı. Osmanlı Devleti'nin parası tek metalli olmasına karşın pazarda altın para olarak Venedik Dukası, Mısır Eşrefiyesi, Macar Engüürsiyesi yaygın olarak kullanılıyordu. 1477 yılında Osmanlıların ilk altın parası Sultani'yi kestirmesiyle para sisteminde iki metalli (bimetalizm) döneme geçildi.[4]

Osmanlı Devleti senyoraj hakkını ilk kez 1839 yılında kullanarak kâğıt para çıkartma yoluna gitmiştir. "kaime-i nakdiye-i mutebere" olarak anılan ve el yapımı olan bu para günümüzdeki anlamda banknot olmaktan çok faizli bir borç senedi veya hazine sendi olarak kullanılmıştı.[5]

Osmanlı İmparatorluğu 1844 yılında "usulü cedide üzere tashihi ayar" kararnamesi ile iki metalli bir para sistemi oluşturmaya çalışmıştır. Ancak bu para reformunun sonuç verebilmesi için dış ödemelerinde Osmanlı parasının İngiliz parasına karşı kurunu sabit tutmak amacıyla Galata Bankerlerinden Alleon ve

[3] Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, *Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası,* 2008, s. 2.
[4] TCMB, *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasına Genel Bakış,* http://www.tcmb.gov.tr/yeni/eegitim/interface/start.html?width=792&height=540&project_path=http://www.tcmb.gov.tr/yeni/e-egitim/634&&idle_exit_threshold=50*60, (15/10/2012), s. 2.
[5] TCMB, age, s. 2.

Baltazzi ile bir anlaşma yapılmıştır. Bu anlaşmaya göre İngiltere ve Fransa'ya yapılacak ödemeler, bankerler tarafından belli bir ödeme karşılığında, sabit kur üzerinden yapılmaktaydı ve bu şekilde Osmanlı parasının değerinde istikrar sağlanmış oluyordu. 1847 yılında hükümet bu bankerlere Bank-ı Dersaadet'i kurma iznini vermiştir. Böylece Osmanlı İmparatorluğu'nda ilk defa dış ödemelerde düzenleme işlevini üstlenen bir banka kurulmuş olmaktaydı.[6] Banka 1852 yılında kapanmıştır.[7]

Ardından 1854 yılında Kırım Savaşı sırasında yurt dışından ilk kez borçlanılmıştır. Bu borçlanma ile Osmanlı Hükümeti ve Avrupa ülkeleri arasında dış borçların ödenmesi aracılık görevini üstlenecek bir devlet bankasına ihtiyaç duyulmuştur. Bu amaçla 1856 yılında merkezi Londra'da bulunan İngiliz sermayeli "Otoman Bank" (Bank-ı Osmanî) kurulmuştur.[8]

Banka İngiliz hukukuna bağlı bir şirket olarak İngiltere ile Osmanlı İmparatorluğu arasında yürürlükte olan kapitülasyonlardan yararlanacaktı. Mali sıkıntı içindeki Osmanlı İmparatorluğuna sermaye ve para aktaracak, çok istenen ekonomik ve sınai gelişmeye katkı sağlayacaktı. Banka'nın yetkileri küçük miktarlarda kredi vermek, hükümete avans sağlamak ve bazı hazine bonolarını iskonto etmek ile sınırlanmıştır.

İlerleyen yıllarda Ottoman Bank kendini feshederek "Bank-ı Osmani-i Şahane" , diğer bir ifadeyle " Osmanlı Bankası" adını almış ve 1863 yılında İngiliz-Fransız ortaklığı şeklinde yeniden örgütlenerek bir devlet bankası niteliği kazanmıştır. Bankaya otuz yıllık bir süre için banknot basma ayrıcalığı ve tekeli verilmişti. Banka ayrıca devletin haznedarlığını üstlenerek devlet gelirlerini tahsil etmek, hazinenin ödemelerini yerine getirip bonolarını iskonto etmek, iç ve dış borçlara ilişkin faiz ve anapara ödemelerini yapmakla da görevlendirilmişti.

Osmanlı Bankası'nın sermayesi 135.000 hisseden oluşmaktaydı. Hisse senetlerinin 80.000'i İngiliz, 50.000'i Fransız grubu tarafından satın alınmış, 5.000'i

---

[6] Fatma Cesur, *a.g.e.*, s. 175.
[7] www.tcmb.gov.tr, *a.g.e.*, s. 3.
[8] TCMB, *Dünden Bugüne*, s. 2.

Osmanlılara ayrılmıştı. Banka'nın sermayesinin yabancılara ait olması zamanla bazı tepkilere yol açmış ve II. Meşrutiyet döneminde zirve yapmış ve nihayet ulusal bir Merkez Bankası kurulması fikrinin temelini oluşturmuştur. Bu doğrultuda gelişen, yerli sermayeye dayalı bir merkez bankası kurma çabaları, 11 Mart 1917 tarihinde Osmanlı İtibar-ı Milli Bankasının kurulması ile sonuçlanmıştır.[9]

Ancak bu banka, Osmanlı Devletinin Birinci Dünya Savaş'ından yenilgi ile ayrılması nedeniyle Osmanlı Bankası'nın yerini alacak bir ulusal banka olma amacına ulaşamamıştır.

Öte yandan Birinci Dünya Savaşı'nın ardından Dünya'da emisyon sağlayacak Merkez Bankaları'nın oluşturulması ve ülkelerin kendi para politikalarını bağımsız olarak belirlemeleri yönünde bir eğilim ortaya çıkmıştır. Aynı dönemde ülkemizde de Kurtuluş Savaşı ile kazanılan siyasi bağımsızlığı ekonomik bağımsızlıkla güçlendirmek amacıyla bir Merkez Bankası kurulması yönünde çalışmalar başlamıştır. İlk olarak 1923 İzmir İktisat Kongresinde ele alınmış, "tedavül bankası" işlevi görecek "milli devlet bankası" kurulması fikri üzerinde durulmuş, ikinci olarak diğer ülke merkez bankalarından görüş istenmiştir ve 1928 yılında Hollanda Merkez Bankası İdare meclisi Başkanı Dr. G. Vissring Türkiye'ye davet edilmiş ve raporunda Hükümete bağlı olmayan ve bağımsız olan bir merkez bankasının gerekliliğine dikkat çekmiş, benzer şekilde İtalyan Uzman Kont Volpi, Türk parasının istikrarının sağlanması için bir Merkez Bankası kurulmasının şart olduğunu belirtmiştir.[10]

1.1.2.Cumhuriyet Dönemi

Osmanlı Bankası'nın 1925 yılında dolacak olan imtiyaz süresinin uzatılması sorunu ortaya çıkmıştır. O dönemin yöneticileri, ekonomik durumun yeni bir banka kurmaya imkân vermemesi üzerine, Osmanlı Bankası'nın imtiyaz süresini 1935 yılına kadar uzatmışlardır. Yapılacak olan yeni anlaşmada Hükümet'in banknot ihraç

[9] Fatma Cesur, *a.g.e.,* s. 177.
[10] TCMB, *Dünden Bugüne,* s. 3.

edebilecek bir Devlet Bankası kurulması halinde Osmanlı Bankası'nın itiraz hakkı olmayacağını belirten bir hüküm yer almaktaydı.[11]

1926 yılından itibaren bir Merkez Bankası kurulması için çalışmalar başlamıştı. Hükümet, Merkez Bankası kurulmasına ilişkin görüşlerin tümünü değerlendirdikten sonra gerekli yasal çerçevenin hazırlanması amacıyla Lozan Üniversitesinden Prof. Leon Morf'un katkılarıyla Merkez Bankası yasa tasarısı hazırlanmıştır.[12]

Tasarı Türkiye Büyük Millet Meclisi'nde 11 Haziran 1930 tarihinde kabul edilerek "1715 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu" adı ile 30 Haziran 1930 tarihinde resmi gazetede yayımlanmıştır.

Banka 3 Ekim 1931 yılında kuruldu ve resmen 1 Ocak 1932 yılında çalışmalarına başladı. Banka ilk kurulduğunda 30 yıl süreli banknot ihracı imtiyazına sahipti. 1955 yılında yapılan değişiklik ile banknot ihraç imtiyazı 1999 yılına kadar, 25 Nisan 1994 yılında yapılan ikinci değişiklik ile de süresiz olarak uzatılmıştır.

1.2.T.C. Merkez Bankası'nın Temel Görev ve Yetkileri

1.2.1 T.C. Merkez Bankası'nın Temel Görevleri

1. Kanuni para çıkartmak ve bu paralar eskidikçe yerlerine yenisini basmak.
2. Merkez Bankaları'nın en eski görevlerinden birisi, banknot çıkarmaktır. Günümüzde sadece Merkez Bankaları bu yetkiyi kullanmaktadır.
3. Para ve kredi hacmini devletle ve maliye bakanlığı ile istişare halinde ekonomik konjonktürün gereklerine göre enflasyon ve deflasyona yol açmayacak şekilde dengede tutmak.

[11] Fatma Cesur, Gös. Yer.
[12] TCMB, *Dünden Bugüne,* s. 4.

4. Merkez Bankaları, ilgili kuruluşlarla işbirliği halinde ekonominin para ve kredi hacmini kontrol eder. Bu işlev hem kaynakların ekonomiye en çok yarar sağlayacak şekilde aktarılmasını hem de milli paranın değerinin korunmasının sağlar.
5. Bütçeyle ilgili gerekli operasyonlarda bulunmak
6. Merkez Bankaları, devletin gelir ve giderlerinin zaman ve yer bakımından dengeye gelmediği durumlarda devlete kredi açarak bu dengenin sağlanmasına yardımcı olur ve bununla birlikte hazine işlemlerini de yürütür.
7. Bankaların bankası fonksiyonunu yerine getirmek ve onların birbirleri arasındaki borç bakiyelerine son ödeme mercii olmak.
8. Bütün bankaların merkez bankasında bir hesaba sahip olmalarının verdiği imkânla, bankaların birbirleri ile olan borç ve alacaklarının ödeme veya karşılaşma mercii merkez bankasıdır. Ayrıca bankalar üzerine düzenlenmiş çekler veya başka bankalar nezdinde ödenmesi gereken bono ve poliçelerin ödenmesi veya hesaplara aktarılması işlemi merkez bankası denetim ve gözetim altında çalışan "takas odalarında" yapılmaktadır.
9. Bankaların portföylerindeki ticari senetlerini reeskonta almak suretiyle bunların nakit ihtiyaçlarına cevap vermek ve reeskont oranını piyasa faiz oranını belirleyecek şekilde idare etmek bu suretle piyasaların ihtiyacı olan likiditeyi sağlamaktır.
10. Banka ve mali kuruluşlar, müşterilerine kendi kaynaklarından ve yabancı kaynaklardan kredi verdikten sonra yine de nakit'e ihtiyaç duyarlarsa, ellerindeki kısa vadeli senetleri son borç verme yeri olan merkez bankalarına ibraz eder ve iskonto ettirirler. Merkez bankası, bu iskonto oranlarını hem

piyasaların nakit ihtiyaçlarını hem de piyasa faiz oranlarını göz önünde tutarak ilan eder .

11. Para karşılığı olarak ya da milli ihtiyat olmak üzere altın ve döviz rezervleri bulundurmak.
12. Altın ve döviz uluslararası ödeme araçlarıdır. Bir ülkenin altın ve döviz stoklarının önemli miktarlara ulaşması o ülke parasına olan güvenin artmasını sağlar. Bu nedenle merkez bankaları altın ve döviz varlıklarını yükseltmeye çalışırlar. Ayrıca uluslar arası ticaretin gerektirdiği ve iç piyasanın ihtiyaç duyduğu döviz taleplerini karşılamak maksadıyla da merkez bankaları döviz ve altın rezervi bulundururlar.
13. Diğer bankaların kanun hükümlerine göre ayırmak zorunda oldukları yasal karşılıkları ile kasa fazlalarını tutmak.
14. Bankaların kanuna göre ayırmak zorunda oldukları yasal karşılıkların yatırıldığı yer merkez bankasıdır. Banka, bu karşılıkları hem ihtiyat hem de bir para politikası aracı olarak kullanmaktadır. Ayrıca bankaların kasalarında fazla olarak bekletilen kaynaklar da merkez bankasında muhafaza edilmektedir.
15. Kambiyo kontrolü yapmak.
16. Dövizlerin uluslar arası borsalardaki değerlerine uygun olarak milli paranın değerinin tespit edilmesi, devalüasyon veya revalüasyon kararlarının alınması, yabancı muhabir bankalar nezdinde ki döviz hesapları pozisyonunun izlenmesi ve hesaplar arasında devirler yapılması, döviz rezervlerinin hesaplanması ve yönetilmesi gibi işlemler merkez bankaları tarafından yapılmaktadır.

17. Bazı özel müşterileri için küçük çapta ve başka bankaların yapamayacağı banka işlemlerinde bulunmak ve mali işlemleri görmek.
18. Özellikle sabit kur sistemlerinin uygulandığı ve döviz sınırlamalarının bulunduğu ülkelerde dövizli muameleler merkez bankaları tarafından yürütülmektedir.
19. Merkezi kliring ödeme ve transferleri yapmak.[13] Merkez Bankasının görevleri bu şekilde sıralanmıştır.

1.2.2. T.C. Merkez Bankası'nın Temel Yetkileri

1. Türkiye'de banknot ihracı tek elden bankaya aittir.
2. Banka, Hükümetle birlikte enflasyon hedefini tespit eder, buna uyumlu olarak para politikasını belirler. Banka, para politikasının uygulanmasında tek yetkili ve sorumludur.
3. Banka, fiyat istikrarını sağlamak amacıyla Kanunda belirtilen para politikası araçlarını kullanmaya, uygun bulacağı diğer para politikası araçlarını da doğrudan belirlemeye ve uygulamaya yetkilidir.
4. Banka, olağanüstü hallerde ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonunun (TMSF) kaynaklarının ihtiyacı karşılamaması durumunda, belirleyeceği usul ve esaslara göre bu Fona avans vermeye yetkilidir.
5. Banka, nihai kredi merci olarak kredi verme işlerini yürütür.
6. Banka, bankaların ödünç para verme işlemlerinde ve mevduat kabulünde uygulanacak faiz oranlarını, belirleyeceği usul ve esaslara göre bankalardan istemeye yetkilidir.

---

[13] Fatma Cesur, *a.g.e.,* s. 178; Muhammet Akdiş, *a.g.e.,* s. 48; Hasan Özyurt, *Para Teorisi ve Politikası,* Derya Kitabevi, Trabzon 2006, s. 67.

7. Banka, mali piyasaları izlemek amacı ile bankalar ve diğer mali kurumlardan ve bunları düzenlemek ve denetlemekle görevli kurum ve kuruluşlardan gerekli bilgileri istemeye ve istatistikî bilgi toplamaya yetkilidir.[14]

1.3.Merkez Bankası'nın Bağımsızlığı

Merkez Bankası, Mali piyasalarda en önemli konuma sahip olduğu için hedeflediği para politikasını uygulamak için aldığı kararların; faiz oranlarını, kredi hacmini ve para arzını belirleyerek hem mali piyasalar üzerinde hem de üretilen mal miktarı, enflasyon ve milli paranın iç ve dış değeri konularında da etkili olmaktadır.[15]

Günümüzde özerkliği tam olarak sağlanan birçok sanayileşmiş ülkede Merkez Bankası'nın para politikası hükümetin kontrolü dışına çıkmıştır. Hükümetin Merkez Bankası üzerindeki etkisinin azalması, enflasyonist eğilimin ve ekonomideki belirsizliğin azalması sonucunu doğurmaktadır.[16]

Merkez bankalarının para politikasının gereğini yerine getirirken doğru bildiği kararları alma ve uygulamada tereddüt etmeden çalışabilmesi için siyasi etkilerden mümkün olduğunca uzak tutulması gerekmektedir. Merkez bankası bu sebeple de bağımsız olmalıdır.[17]

1.3.1. Araç ve Amaç Bağımsızlığı

Merkez bankası, para politikasını belirlemek aynı zamanda uygulamak konusunda tek banka olduğu için, öncelikle içinde bulunduğu ekonomik durumu ve piyasa koşullarını saptar ve mevcut koşullar altında öncelikli hedeflerini belirler. Sonrasında piyasa koşullarında hangi araçlarla belirlenen bu hedefe ulaşabileceğini de tespit ettikten sonra para politikasını uygulamaya başlar.[18]

Merkez bankasının bağımsızlığından söz ettiğimizde araç ve amaç bağımsızlığı ön plana çıkmaktadır. Merkez bankasının en önemli araçlarından biri

---

[14] Fatma Cesur, *a.g.e.*, s. 179.
[15] *A.g.e.*, s. 183.
[16] Ömer Faruk Çolak, *Finansal Piyasalar ve Para Politikası,* 5. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara 2007, s. 175.
[17] Fatma Cesur, *a.g.e.*, s. 183.
[18] Gös. Yer.

olan kısa vadeli faizlerdir. Başka bir ifadeyle politika faizidir. Merkez bankası amacına ulaşmak için nasıl, para ve döviz kuru veya politika faizi uygulaması gerektiğine kendisinin karar vermesi gerekmektedir. Merkez bankasına müdahalenin olmadığı böyle durumlarda merkez bankası araç bağımsızlığını elde etmiş olur.[19]

Merkez bankasının araç ve amaç bağımsızlığından sonra ekonomik ve politik yönüyle de bağımsız olması banka için olmazsa olmazlarındandır. Kamu kesimi her ihtiyaç anında merkez bankasının kendilerine kredi vermeyeceğini bilmeli ve bu duruma göre kendini ayarlamalıdır. Bu durum merkez bankasının ekonomik yönden bağımsız olduğunun göstergesidir. Örneğin, seçimlerde avantaj elde edebilmek için hükümetin bütçe açığı veren mali genişlemelere ağırlık veren politikalarını, merkez bankasının oluşan bütçe açıklarını karşılıyor olması halinde merkez bankasının ekonomik yönden bağımsızlığından söz edilemez. Merkez bankasının politik yönden bağımsız olması ise merkez bankasının başkanının atanması ve başkanın görev süresinde hükümetin etkili olmasıdır. Örneğin, hükümet merkez bankası başkanını istediği zaman görevden alma yetkisine sahipse veya merkez bankası başkanının görev süresi kısa olup başkanın tekrar seçilememe korkusu ile hükümetin çizgisinden çıkmamaya çalışması da merkez bankasının politik yönden bağımsız olmadığının göstergeleridir.[20]

1.3.2. Şeffaflık ve Şeffaflık Kriterleri

En basit tanımıyla şeffaflık; merkez bankasının öncelikle hedefi ve uygulanan politikalar sonrasında gerçekleşen konusunda halkı bilgilendirmesini ifade eder.

Şeffaflık, pek çok kişi için farklı şeyler ifade ediyor olsa da, şeffaf bir merkez bankasından bahsedebilmek için aşağıda belirtilen şartların yerine getirilmesi zorunluluk halini almıştır.[21]

- Kamuoyu ile paylaşılan sayısal bir para politikası hedefi
- Para politikasındaki değişiklerden beklenen etkilerin anlatıldığı bir rapor

[19] Fuat Sekmen, *Para Teorisi Kavram – Kuram – Modeller*, Seçkin Yayıncılık, Ankara 2012, s. 338.
[20] *A.g.e.*, s. 340.
[21] Fatma Cesur, *a.g.e.*, s. 185.

- Neden para politikasındaki değişikliğin gerekli olduğunu da anlatan bir enflasyon tahmini
- Geçmiş dönemlerde izlenen para politikalarının kamuoyu önünde değerlendirilmesi.

2. PARA POLİTİKASI VE PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

2.1. Para Politikası

Para politikasını çeşitli şekillerde tanımlamak mümkündür. Bu görüşlerden bazıları şöyledir; belli ekonomik amaçları gerçekleştirmek için para ve kredi koşullarının Merkez bankası tarafından kontrol edilmek üzere bilerek ve isteyerek yapılan işlemlerdir.[22] Başka bir görüşe göre; paranın elde edilebilirliğini ve maliyetini etkilemeye yönelik olarak alınan kararların tamamını ifade etmektir.[23] Bir diğeri de, merkez bankalarının genel ekonomi politikası hedefleri doğrultusunda para arzı ve faiz oranı gibi değişkenleri yönlendirme çabalarıdır.[24]

Yapılan bu tanımlardan şu sonuçları çıkarabiliriz; birinci olarak merkez bankalarının almış olduğu para politikası kararları ile ekonomiyi, hangi kuralları kullanarak temel hedeflere nasıl ulaşacağını bilmesi, ikinci olarak da uyguladığı para politikası stratejisi doğrultusunda paranın miktarını veya paranın maliyetini nasıl belirleyeceğine karar vermesidir.

Bu kısımda para politikasını üç kısımda ele alıp incelenecektir. İlk olarak parasal aktarım mekanizması ve para politikası stratejileri kısaca açıklandıktan sonra para politikası araçları detaylı bir şekilde irdelenecektir.

2.1.1. Aktarım Mekanizmaları

Para politikası kararlarını alanlar, firmaların ya da hane halklarının fiyatlama davranışlarını, dolayısıyla, enflasyonu doğrudan kontrol edemezler.[25] Yani izledikleri politikaların etkileri ve zamanlaması hakkında doğru ve kesin bir değerlendirme yapamamaktadırlar.[26]

Merkez Bankaları'nın bu değerlendirmeyi iyi yapabilmeleri için para politikası stratejilerini belirlerken enflasyonu belirleyen ve kontrol edebilecekleri

---

[22] *a.g.e.,* s. 42.
[23] Hasan Özyurt, *a.g.e.,* s. 221.
[24] Osman Z. Orhan – Seyfettin Erdoğan, *Para Politikası,* Yazıt Yayın, Ankara 2007, s. 60.
[25] Timur Önder, *Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması, (*TCMB Basılmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara 2005, s. 24.
[26] Fatma Cesur, *a.g.e.,* s. 76.

değişkenleri, bu değişkenlerin enflasyonu hangi kanallarla etkileyeceğini iyi analiz etmeleri ve para politikalarını bu çerçevede ele almaları gerekmektedir. Burada da aktarım mekanizması kavramı ön plana çıkmaktadır.[27]

Parasal aktarım mekanizması, para politikası kararlarının toplam talep - çıktı gibi reel ekonomik değişkenler ile fiyat hareketleri üzerindeki etkisinin hangi kanallarla ve ne ölçüde gerçekleştiğini, yani para politikası ile reel ekonomi arasındaki etkileşimi gösteren mekanizmadır. Bu mekanizmanın tam olarak formüle edilmesinin mümkün olmaması sebebi ile bazı iktisatçıların para politikası uygulamalarının reel ekonomiye yansımasını bir "kara kutu" olarak[28] tanımlamakta ve kara kutunun içinde neler olduğunu tam olarak bilmenin imkânsız olduğunu düşünmektedir.

Bu karmaşık mekanizmanın işleyişini anlamak, ekonomiyi etkilemenin hangi yollarla olduğu ve farklı aktarım kanallarının ekonomiyi nasıl etkilediğinin belirlenmesi ile birlikte uygulanan para politikasının ekonomik büyüklüklere etkisinin daha etkin tahmin edilebilmesi ve hedeflerin para otoritesince daha doğru seçilmesi mümkün olabilecektir.[29]

2.1.1.1. Miktar Teorisi ve Aktarım Mekanizması

Miktar Teorisi; para arzı ile enflasyon arasındaki ilişkiyi çok açık ve basit bir şekilde göstermektedir. Miktar teorisi, bir ekonomideki, "Toplam Satış Tutarı = Toplam Alış Tutarı" muhasebe eşitliğinden hareket etmektedir.[30]

Şimdi yukarıdaki eşitliğe geri dönecek olursak, toplam satışları para arzı miktarının, paranın el değiştirme sayısı ile çarparak bulabiliriz. Toplam alışlar ise fiyatlar ile üretilen mal miktarı çarpımına eşittir. Buradan yola çıkarsak ekonomide toplam satışlar, toplam alışlara eşit olacağına göre;

$$M*V=P*Y$$ eşitliği yazılabilir.

---

[27] Timur Önder, *a.g.e.,* s. 25.
[28] Gös. Yer.
[29] Fazilet Çavuşoğlu, *Para Politikası Faiz Oranlarından Mevduat ve Kredi Faiz Oranlarına Geçişkenlik: Türkiye Örneği,* (TCMB Basılmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara 2010, s. 5.
[30] Timur Önder, *a.g.e.,* s. 25.

Burada;

M = Para arzını V =Paranın dolaşım hızını

P =Fiyatlar genel seviyesini Y =Reel üretimi

göstermektedir. Bu eşitliğin her iki tarafındaki değişkenlerin logaritmasını aldığımızda,

ln(M)+ln(V) = ln(P)+ln(Y)

eşitliğine, bu eşitliğin türevini aldığımızda ise (ln(x)'in türevi, dx/x=% x değişimi)

%M + %V = %P + %Y

eşitliğine ulaşılmaktadır. Teorik olarak, paranın dolaşım hızının (V) durağan, yani sabite yakın bir değişken olduğu, zaman içinde (kısa dönemde) değişme göstermediği, ya da çok az değişiklik gösterdiği varsayıldığında,

% V =0 : (yaklaşık) olacaktır. Bu durumda, miktar teorisi eşitliğimiz;

%M = %P+%Y

halini alacaktır. Bu eşitlik, para arzındaki yüzde değişmenin enflasyon ve reel üretimdeki değişim toplamına eşit olacağını göstermektedir.

Buna göre, para arzındaki her artış, ya enflasyona, ya üretim artışına, ya da her ikisinde birden artışa neden olacaktır. Literatürdeki genel görüş, ekonomi potansiyel üretim düzeyinde iken, yani normal kapasitesindeyken, para arzındaki artışın;

- İlk başta reel üretimi artıracağını, fiyatların ise sınırlı bir artış göstereceğini;
- Daha sonraki aşamada, fiyatların artmaya, üretimin ise sınırlı bir artış göstereceğini;
- Daha sonraki aşamada, fiyatların artmaya, üretimin ise ilk yükselişin ardından, normal seviyelere doğru azalmaya başlayacağını;

Uzun dönemde ise üretimin normal seviyesine gerileyeceğini ve para arzındaki artışın tamamen enflasyon olarak karşımıza çıkacağını kabul etmektir. Literatürde, para arzındaki artışın ne kadar sürede enflasyona yol açacağı konusunda farklı görüşler vardır. Rasyonel beklentiler hipotezine göre, para arzındaki artışı gören firma ve hane halkları, gelecek dönemde enflasyonun ne ölçüde artacağını beklediklerinde dolayı, fiyat ve ücretlerini daha başlangıçta artırırlar ve para arzındaki artışın etkisi çok kısa sürede ortaya çıkmaktadır. Ancak yapılan çeşitli çalışmalar, para politikasındaki değişikliklerin fiyatlar üzerindeki etkisinin gecikmeyle ortaya çıktığını göstermektedir. Bu etkinin de ülkeden ülkeye değiştiğini görmekteyiz. Yüksek ve dalgalı enflasyona sahip ülkelerde, kontratların ve üretim kararlarının süresi kısa olduğundan, parasal genişlemenin enflasyon üzerindeki etkisi çok daha kısa olmaktadır.[31] (Örneğin 3–6 ay)

2.1.1.1.1. Faiz Oranı Kanalıyla Aktarım Mekanizması

Faiz oranı kanalıyla aktarım mekanizması, faiz oranına dayalı aktarım süreci, diğer bir ifadeyle para arzındaki değişmelerin faiz oranı yoluyla toplam talebi etkilediği süreçtir ki, iki aşamadan oluşmaktadır.

Birinci aşama; reel balanslardaki herhangi bir değişikliğin, portföyde herhangi bir değişikliğe yol açmamasını ifade etmektedir. Yani, mevcut faiz oranı ve gelir düzeyinde bireyler istediklerinden daha fazla para tutmaktadırlar. Diğer bir ifadeyle para arzındaki bir değişme, faiz oranlarını değiştirir. Şöyle ki belli bir andaki toplam tahvil miktarı sabittir ve bu nedenle herkes birden tahvil miktarını artıramaz. Herkes tahvil piyasasına girer ve elde tuttuğu fazla parasıyla tahvil almaya çalışırsa mevcut tahvillerin fiyatı yükselir ve faiz oranı düşer. Faiz oranının bu belirleniş sürecine genellikle faizin likidite tercihi teorisi ya da portföy miktarı teorisi de denilmektedir.[32]

İkinci aşama, faiz oranıyla ilişkilidir. Yani, faiz oranındaki değişme, ürün piyasalarında yatırımları, yatırımlardaki artış ise gelir çoğaltanı yoluyla denge gelirini etkileyerek toplam talebi etkilemektedir. Burada sermaye talebinin faiz

[31] Timur Önder, *a.g.e.,* s. 25 – 27.
[32] Fatma Cesur, *a.g.e.,* s. 77.

esnekliği yüksek olduğu durumlarda borçlanma ucuzlamakta ve bu surette yeni yatırım harcamaları oluşturulmakta; reel balanslardaki bir artış portföy dengesizliği oluşturarak faiz oranlarının yükselmesine yol açar. Bu durumda da talebin faiz oranı esnekliği düşük olmalıdır.[33]

Faiz oranı kanalı sadece para arzının faizleri, faizlerinde toplam talebi değiştirmesi yolu ile işlememektedir. Faizlerdeki değişmenin yukarıda görüldüğü gibi doğrudan etkiyle beraber dolaylı etkisi de vardır. Şöyle ki; faiz değişiklikleri, açık bir ekonomide yerli paranın da değerini etkilemektedir. Yani faizlerdeki bir yükseliş, yurt dışındaki faizler ve riskler değişmedikçe yurt içine sermaye girişine neden olmaktadır. Benzer olarak, yurt içinde yerleşikler döviz cinsinden tahvillerini bozdurup, yerli para cinsinden tahvillere yönelmesini sağlamaktadır. Dolayısıyla da talebi artan bir şeyin fiyatı yükselecektir. Bu nedenle de yerli para reel olarak değer kazanmış olacaktır. Döviz kurundaki bu reel değişiklikler kısa dönem içinde ihracat ve ithalatı etkileyecek ve netice itibarı ile toplam talep dolaylı yönden etkilenmiş olacaktır.[34]

Para politikasındaki değişiklikler daha çok kısa dönemli faiz oranlarını etkiler. Örneğin, gecelik faizler gibi. Kısa dönemde, ekonominin kapasitesi sınırlı olduğu için artan talep üretim kapasitesi karşısında baskı oluşturur. Buna karşın firmalar kar marjını artırmayı tercih edeceklerdir. Ayrıca üretim arttıkça firmalar kar marjlarını yükseltmek için daha az üretken olan üretim faktörlerini devreye sokacaklarından birim üretim maliyeti, üretim arttıkça artacaktır. Buna ekonomide azalan verimler yasası da denilmektedir. Yatırım kararları ya da dayanıklı tüketim harcamalarında daha uzun dönemli faizler önem arz etmektedir. Faizlerin vade yapısını açıklamaya yönelik bekleyiş kuramı, uzun dönem faizler ile kısa dönem faizlerin genelde birlikte hareket ettiğini ifade etmektedir.[35]

Sonuç olarak; gerek talebin arzdan fazla olması nedeniyle firmaların kar marjlarını artırması, gerekse daha az üretken olan faktörlerin devreye girmesi

[33] Gös. Yer.
[34] Fatma Cesur, *a.g.e.*, s. 78.
[35] Gös. Yer.

nedeniyle birim üretim maliyetlerin artması, fiyatların artmasına ve dolayısıyla enflasyona yol açacaktır.

2.1.1.1.2. Kurları İçeren Aktarım Mekanizması

Dışa açık ekonomilerde, dış ticaretin ülke üretimi içindeki payı yüksek olduğu için ((Toplam ithalat + ihracat) / GSMH oranı büyüktür), kurlardaki değişmeler, üretim ve fiyatlar üzerinde çok etkili olabilmektedir. Yukarıda, aktarım mekanizmasında para arzının kurlar üzerindeki etkilerine değinilmemiştir. Globalleşme ve esnek döviz sistemlerini benimseyen ülkeler arttıkça, özelliklede küçük ve dışa açık ekonomilerde para politikasının kurlar üzerinde ki etkileri giderek artmıştır. Aktarım mekanizmasına kurların dahil olması durumunda;[36]

Para arzının artması, faizlerin düşmesine neden olacaktır.

Faizlerin düşmesi, ülke dışına sermayenin artmasına ya da dışarıdan ülkemize sermaye girişlerinin azalmasına neden olmaktadır. Böyle olunca da yerli paranın değer kaybetmesine neden olacaktır.

Yerli paranın değer kaybetmesi, ihracatın artmasına dolayısıyla da ihracattan elde edilen gelirin yerli para cinsinden artmasına neden olacaktır. Aynı şekilde ithal malların fiyatı artacağından ithal edilen mallara olan talebi azaltacaktı ve ülkenin net dış ticaret geliri artacaktır.

Böylece, yerli ürünler için hem yurt içi talep hem de yurt dışı talep artacağından, toplam talebin artmasına, bu da açıklanan diğer nedenlerden dolayı fiyatların artmasına ve enflasyona neden olacaktır.

Sermayenin akışkan olması, kısa dönem faiz oranları ile döviz kuru arasında faiz oranı paritesi olarak isimlendirdiğimiz doğrudan bir ilişki olduğu anlamına gelmektedir. Rasyonel beklentilerin varlığında faiz oranı paritesine göre, iki ülkedeki faiz oranları arasındaki farklılık, döviz kuru açısından beklenen değişim oranına eşit olmalıdır. Bu ilişki bozulduğunda sermaye akışı, faiz oranı göreli olarak yüksek

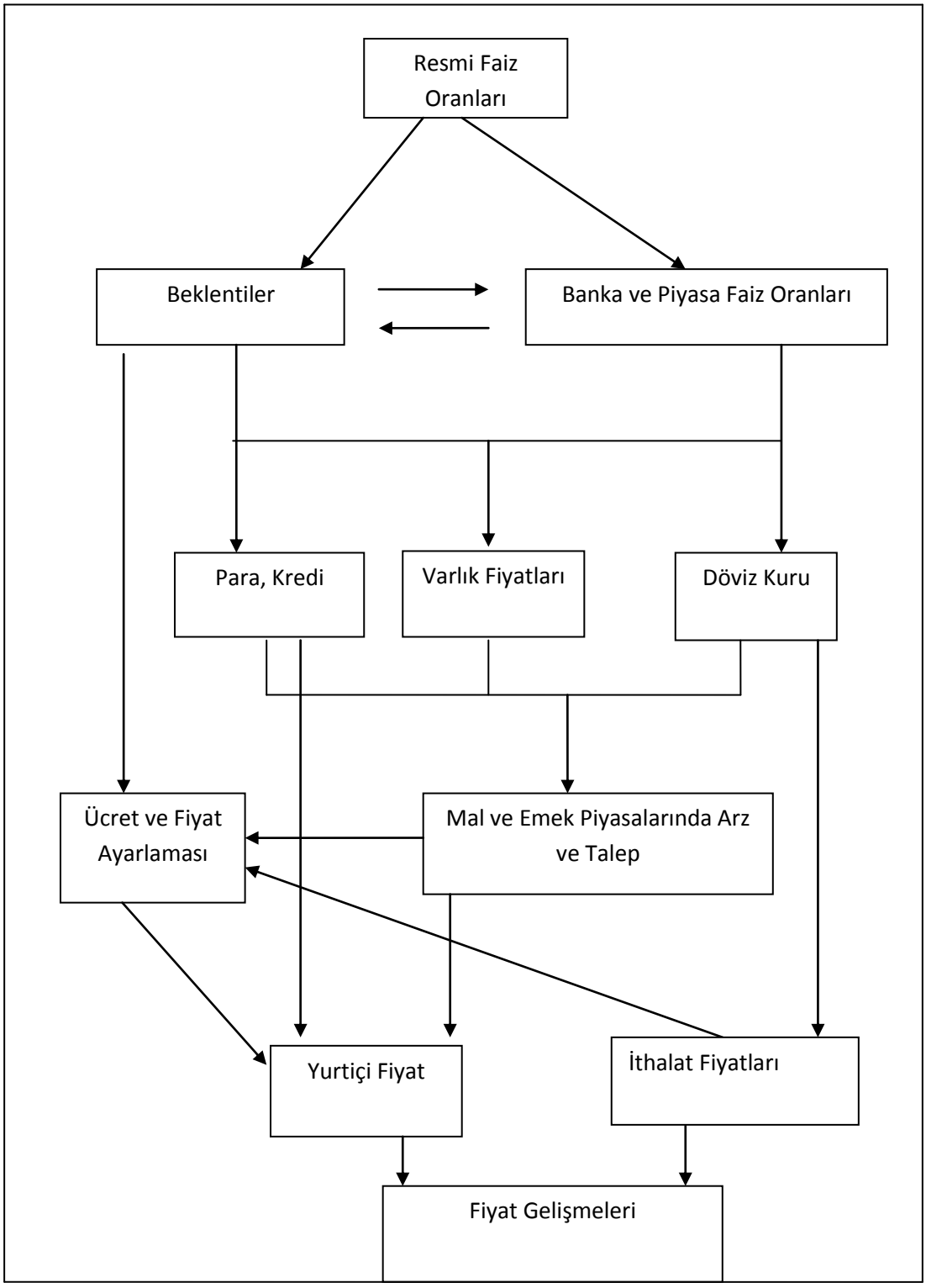
[36] Timur Önder, *a.g.e.,* s. 28 – 29.

getiri sağlayan ülkeye akacaktır. Bu süreç beklenen getiri oranları her iki ülke için eşitleninceye kadar devam edecektir.[37]

Aktarım mekanizması çok karmaşık bir süreçtir, şöyle ki; piyasaların, firmaların ve hane halklarının bekleyişlerinin de belirleyici olması nedeniyle tam ve net olarak anlamak mümkün değildir. Ancak Avrupa Birliği Merkez Bankası'nın Para Politikası adlı yayınında anlaşılabilir olması için çalışılmıştır.[38]

[37] Erdinç Telatar, *Fiyat İstikrarı Ne? Nasıl? Kimin İçin?,* İmaj Yayıncılık, Ankara 2002, s. 45.
[38] *The Monatary Policy of the ECB,* European Central Bank, Frankfurt 2001, s. 43.

TABLO 1. Avrupa Merkez Bankası, Para Politikası Aktarım Mekanizması



Kaynak: The Monatary Policy of the ECB, 2001

Yukarıdaki tablo'dan anlaşılacağı üzere;

1- Bankaların merkez bankası nezdinde zorunlu karşılık bulundurması ve insanların nakde olan ihtiyacının karşılanması gereğince bankalar, merkez bankasından borçlanarak kaynak elde etmeye çalışırlar. Merkez bankasının diğer bankalara sağlamış olduğu bu likiditenin veya kısa vadeli borçların faiz oranını kendisi belirler. Dolayısıyla merkez bankasının para arzı ve kısa vadeli faiz oranları üzerinde kontrol kabiliyeti mevcuttur.

2- Bankacılık sistemi içerisinde kredi faizleri üzerinde en belirleyici etken kısa dönemli faiz oranlarıdır. Merkez bankası kısa dönemli faizleri artırdığında, piyasadan daha fazla likidite çekeceğinden, piyasaya daha az kredi verilebilir kaynak bırakacak, bu durum da kredi maliyetlerini artıracak.

3- Merkez bankasının başta faiz olmak üzere yapacağı bütün işlemler, piyasanın gelecek dönemleri için bir sinyal olarak algılanır ve enflasyon beklentilerini etkiler. Eğer faizler yükseltilir ve bu piyasalarca gelecek dönemde enflasyonla mücadelenin ciddi biçimde devam edeceği olarak algılanırsa, enflasyon beklentileri düşer.

4- Enflasyon beklentisinin, uzun dönemli faizler, ücretler veya fiyatlamalar üzerinde büyük önemi vardır. Enflasyon beklentilerinin yükselmesi, işçilerin gelecek gelecek dönemde daha fazla ücret talep etmelerini sağlarken, uzun vadeli kontratların, örneğin kiraların uzun vadeli yapılamamasını yapılsa bile yüksek düzeylerde belirlenmesine yol açacaktır. Enflasyon beklentileri aynı şekilde, uzun dönemli faiz oranları üzerinde de önemli etkiye sahiptir. Yani enflasyon beklentilerinin yüksek olması, uzun dönemli faizlerin yüksek olmasına vesile olmaktadır.

5- Bankacılık sisteminin likiditesinin (kredi verilebilirliğinin) artması ve kredi maliyetlerin azalması, yatırım ve harcama talebinin de artmasına neden olacaktır.

6- Faiz oranlarındaki değişiklik ve gelecek dönemdeki enflasyona ilişkin beklentiler, finansal varlıkların değerini, finansal varlıkların değerindeki değişiklik de hane halklarının ve firmaların tasarruf-harcama ve yatırım eğilimlerini etkileyerek talep üzerinde belirleyici rol oynar. Faizlerin düşük olması, tasarruf eğilimlerini azaltırken, yatırım eğilimini artıracak, böylece toplam talebi artıracak ve enflasyona neden olacaktır.

7- Faiz oranlarındaki değişiklikler ve enflasyon bekleyişleri kurlar üzerinde önemli etkiye sahiptir. Şöyle ki, kısa dönemli faizlerin düşük olması, gelecek döneme ilişkin gelecek döneme ilişkin enflasyon bekleyişlerinin yükselmesine ve dolayısıyla yerli paraya olan talebi azaltarak kurların yükselmesine neden olacaktır.

8- Açıklamalardan anlaşılacağı üzere, kurlar, ihracatı ve ithalatı etkilediğinden dolayı toplam mal ve hizmet talebini ve arzını doğrudan etkilemektedir. Faizlerin düşmesi, kurların artmasına dolayısıyla da ihracatın artmasına ancak ithalatın azalmasına olanak sağlamaktadır. Böylece yurtiçinde üretilen mallara olan talebin artmasına, toplam talebin de artmasına ve dolayısıyla da işçilik talebinin ve maliyetinin artmasına neden olacaktır.

9- Toplam işçilik talebinin artması, doğrudan ücret artış taleplerini artıracak sonrasında ise fiyat artışlarına ve enflasyona neden olacaktır.

10- Tüketim sepetindeki malların fiyatlarının belirlenmesinde etkileyici faktör olarak toplam talep, işçilik ücretleri ve kurlar olarak sıralanabilmektedir.[39]

Sonuç olarak; merkez bankasının bağımsız olarak belirlemiş olduğu politika araçlarıyla, kısa vadeli faizleri ve para arzını kontrol altına alabilmekte, para arzı ve kısa vadeli faizler ise hem talebi, hem kurları, hem de enflasyon bekleyişlerini yine bağımsız olarak belirlemiş olduğu birden fazla politika aracıyla etkileyerek önce fiyatlar üzerinde sonra da enflasyon üzerinde etkileyici olmaktadır.

2.1.2. Para Politikası Stratejileri

Bir ekonomide istikrarın sağlanabilmesi için o ekonominin yapısına uygun ve doğru formüle edilen bir para politikasına ihtiyaç duymasıdır. Rastgele uygulanan para politikaları sonucu telafi edilemeyecek şekilde hasara yol açabilmektedir. Örneğin aşırı derecede genişletici para politikaları, Türkiye ve Latin Amerika vb. ülke ekonomilerinde yüksek enflasyona neden olarak ülke ekonomilerine çok zarar vermiştir. Aynı şekilde aşırı daraltıcı para politikaları da 1929 Dünya Krizi gibi ekonomiler üzerinde üretim düşüşü ve işsizlik oranının aşırı yükselmesi gibi bazı sorunlara neden olabilmektedir.[40]

---

[39] Timur Önder, *a.g.e.,* s. 30 – 32.
[40] Hasan Özyurt, *a.g.e.,* s. 280.

Yukarıda ifade edildiği üzere ekonomideki deflasyonun yıkıcı etkisi enflasyonun yıkıcı etkisinden pekala yüksektir. Yani mali istikrarsızlık yaparak krize neden olmaktadır. Bu durumda uygulanabilecek olan politikaların enflasyonist ve deflasyonist eğilimleri güçlendirmeyecek ekonomi için optimal bir para politikasının formüle edilebilmesi için uygun stratejilerin belirlenmesi gerekmektedir.[41]

Aktarım mekanizmasının kesin sonuç vermemesi, bu çerçevede para politikasının nihai değişkenleri yani fiyat istikrarı (enflasyon oranı) ve büyüme oranını (reel üretim) direkt etkileyemiyor olması para politikası uygulamalarında iki aşamalı bir politika sürecinin uygulanması sonucunu doğurmuştur. Bu iki aşamalı sürecin temel niteliği, araçlar ile nihai değişkenler arasındaki ilişkinin, faaliyet hedefleri ve ara hedef değişkenler yardımıyla kurulmasıdır. Birinci aşamada nihai amaç değişken için bir hedef seçilmekte; ikinci aşamada ise nihai değişkeni en çok etkilediği düşünülen bir değişken ara hedef olarak alınmakta ve bu değişken artık nihai bir amaç değişkenmiş gibi düşünülerek, uygun enstrümanlar aracılığıyla hedeflenen politikada tutulmaya çalışılmaktadır.[42]

Bu çerçevede, para politikası uygulamalarının başlıca dört bileşeni vardır.

1- Nihai hedef
2- Ara hedef
3- Operasyonel hedefler
4- Hedefe ulaşmada kullanılacak politika araçları ve bu politika araçlarını uygulama yöntemleridir.[43]

Nihai hedef: Geniş makroekonomik değişkenleri ifade eden genelliklede politika yapıcıların ilgilendiği ve karar verdikleri; reel büyüme, istihdam, gelir dağılımı, ödemeler dengesi veya fiyat istikrarı gibi değişkenleri ifade eder. Bunlardan biri ya da birkaçı farklı yerlerde ve zamanlarda nihai hedef olarak kullanılmıştır. Günümüzde merkez bankacılığında genel kabul gören nihai hedef ise fiyat istikrarını sağlamak ve korumaktır.

---

[41] Gös. Yer.
[42] Erdinç Telatar, *a.g.e.,* s. 52.
[43] Timur Önder, *a.g.e.,* s. 33 – 36.

Ara hedefler: Nihai hedefi belirlediği düşünülen ve büyük ölçüde merkez bankalarınca kontrol edilebilen ve nihai hedefe ulaşılmasını sağlayacak olan değişkenlerdir.

Operasyonel hedef değişkenleri: Merkez bankası politikaları tarafından ara hedef değişkenlere göre daha hızlı ve doğrudan etkilenebilen (mesela; gecelik faiz oranları veya bankaların rezerv durumu) ve nihai hedef üzerinde oldukça anlamlı etkilere sahiptir.

Politika araçları ve bu politika araçlarını uygulama yöntemleri: Para politikası araçlarının en etkin ve verimli kullanımına ilişkin esas ve usullerin belirlendiği teknik düzenlemeleri içermektedir.

Sonuç olarak; para politikası, para arzı, kısa vadeli faizler ya da kurlar gibi enflasyon üzerinde belirleyici olan değişkenlerin kontrolüne dayanır. Ancak merkez bankaları sermaye hareketlerinin serbest olduğu ortamlarda, para arzı, faiz oranı ve kurlar seçeneklerinden sadece birini doğrudan kontrol edebilir. Merkez Bankası bu üç değişkenden ikisini ya da üçünü aynı anda doğrudan kontrol edemez. Buna literatürde imkânsız üçlü denmektedir. Örnek olarak, kurların kontrol edilmeye çalışıldığı bir programda, faiz oranları mevcut kur düzeyi ile tutarlı değilse ve bu nedenle dövize talep olursa, piyasadaki likidite daralacağı için, merkez bankası faizlerdeki yükselişe göz yummak durumunda kalır. Çünkü eğer faizlerin yükselmesini engellemek için piyasaya likidite verirse, döviz talebi devam edeceğinden, merkez bankası, sonuçta ya kurları kontrol etmekten vazgeçecek ya da faizlerin yükselmesine izin vermek seçeneklerinden birini seçmek zorunda kalır. Sabit döviz kuru sisteminde, para piyasalarındaki dengesizlik nihai olarak ödemeler dengesi aracılığıyla elimine edilmektedir. 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 ürünün 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.

Merkez bankaları nihai hedefe ulaşmak için uygulayacağı para politikası stratejisini önceden belirler. Kamuoyunun beklentilerini şekillendirmek amacıyla bu para politikası stratejilerini kamuoyu ile paylaşılır ve para politikası araçlarını bu para politikası stratejileri çerçevesinde tutarlı bir şekilde uygulamak zorundadır.[44]Genel olarak iki tür para politikası stratejisi vardır.

1- Ara Hedefleme
2- Doğrudan Enflasyon Hedeflemesi.

2.1.2.1. Ara Hedefleme

Merkez bankası ara hedefleme stratejisinde, enflasyonla mücadele için belirlediği ara hedefini ilan etmekle ve politika araçlarını bu ara hedefi tutturmaya yönelik olarak oluşturmakta, kamuoyuna enflasyonla nasıl mücadele edeceğini açıkça mesaj vermektedir. Diğer bir ifadeyle, iki aşamalı politika sürecinin birinci aşamasında, merkez bankası doğrudan kontrol edebileceği bir değişkeni ara hedef olarak seçer ve bu ara hedefi nihai amaca varmak için kullanır. Yani ilk aşamada seçilen ara değişken, ikinci aşamaya geçilmeden önce ulaşılması gereken bir nihai hedef niteliği kazanır. Ancak ara hedef ile enflasyon arasında yüzde yüz ilişki olmadığından, ara hedefin tutturulması nihai hedef olan enflasyon hedefinin tutturulacağı anlamına gelmemektedir. Üç çeşit ara hedefleme stratejisi vardır:[45]

1- Parasal hedefleme
2- Döviz kuru hedeflemesi
3- Merkez bankası bilançosu hedeflemesi

2.1.2.1.1. Parasal Hedefleme

Parasal hedefleme, basit haliyle miktar teorisini benzeyen ve 1990'lı yıllara kadar da yaygın olarak kullanılan bir para politikası stratejisidir.

%M = %P + %Y - %V

[44] *A.g.e.*, s. 36.
[45] *A.g.e.*, s. 36 – 38.

Parasal hedeflemede, ara hedef olarak seçilecek para arzı tanımı, bazı ekonometrik çalışmalardan sonra enflasyonla en istikrarlı ilişkiye sahip olan, enflasyon üzerinde en fazla etkiye sahip ve merkez bankasınca en fazla kontrol edilebilme kriterleri dikkate alınarak belirlenmelidir. Eğer paranın dolaşım hızı istikrarlı ise, yukarıdaki eşitlik sağlıklı olarak kullanılarak parasal büyüklükler enflasyonu kontrol etmek amacıyla kullanılabilir.

Aynı şekilde ülkemizde 2001–2004 yılları arasında para tabanı hedefleri de miktar teorisine göre belirlenmiştir.

Bu politikanın temelinde çok önemli iki unsur vardır:

1- Amaç değişken (enflasyon) ile hedeflenen parasal büyüklük arasında güçlü ve güvenilir bir ilişki var olması zorunluluğu,
2- Hedeflenen parasal büyüklüğün merkez bankası tarafından kontrol edilebilmesi zorunluluğudur.

Buradan çıkarılan sonuç, öncelikle istikrarlı bir para talebi olmalı. Daha sonra hedeflenen parasal gösterge para otoritesinin kontrolü altında olmalı ve son olarak ta hedeflenen parasal gösterge, fiyat hareketleri açısından bir öncü gösterge olmalıdır.

Parasal hedefler, para politikası ve politika otoritelerinin enflasyonu düşürme niyetleri hakkında piyasalara ve kamuoyuna anında sinyaller gönderir. Bu sinyaller vasıtasıyla enflasyon beklentilerinin oluşmasına yardımcı olarak, daha düşük enflasyon olması sonucu çıkabilmektedir. Parasal hedefleme stratejisinde; kısa vadeli faiz oranları operasyonel hedef olarak, para arzı, ara hedef olarak ve nihai hedef olarak ise de enflasyon seçilmektedir.

Parasal Hedeflemenin Güçlü Yönleri

- Döviz kuru hedeflemesine göre en güçlü yönü Merkez Bankasına kendi para politikası ile kendi ülke problemleriyle yüzleşme imkânı vermesi
- Merkez Bankasına enflasyon seçme imkânı sağlaması

- Merkez Bankası bilinen hedeflerine, Döviz kuru hedeflemesine nispeten daha çabuk ulaşır. Böylelikle, parasal hedefler, politika yapımcılarının enflasyonu kontrol altında tutmasında yardımcı olur.[46]

Parasal Hedeflemenin Zayıf Yönleri

- Amaç değişkenlerle (nominal gelir-enflasyon), hedeflenen para miktarı arasında sıkı bir ilişki bulunmaktadır. Parasal hedeflemenin çalışması için para miktarı ve amaç değişkenler arasındaki ilişki kuvvetli olmalıdır, zayıf olursa parasal hedefleme çalışmayacaktır.
- Sonuç olarak, parasal hedefleme Merkez Bankasının sorumluluğunun belirlenmesine ve sabit enflasyon tahmini için iyi bir rehber olmasına yardımcı olamayacaktır.[47]

2.1.2.1.2. Döviz Kuru Hedeflemesi

Döviz kuru hedeflemesi, günümüzde küçük ve dışa açık ekonomiler için taşıdıkları önem ve reel ekonomiyi etkileme potansiyelleri nedeniyle uygulanan para politikası stratejisi çerçevesinde doğrudan hedef, gösterge veya araç olarak kullanılmaktadır. Döviz kuru hedeflemesi, tamamen sabit kur sistemi ve tamamen serbest kur sistemi gibi iki rejim arasında şekillenmektedir. Birincisinde ulusal para yabancı bir para veya paralardan oluşan bir sepet karşısında sabitlenmekte ve bu değerin sürmesi para otoritesi tarafından bazen açık bazen de dolaylı olarak garanti edilmektedir.[48] Nitekim Türkiye, ‘ 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı’ yla benzer bir uygulamaya geçmiştir. Yani döviz kuru sepeti 1 ABD doları + 0,77 EURO şeklinde belirlenmiştir. Sepetin TL cinsinden artış oranları, yani kurlar 12 aylık dönemler itibariyle önceden ilan edilmiştir.[49] Ancak Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri nedeniyle bu uygulama nihayete ermiştir ve serbest döviz kuru sistemine geçilmiştir.

[46] Hasan Özyurt, *a.g.e.,* s. 286.
[47] Gös. Yer.
[48] Timur Önder, *a.g.e.,* s. 39.
[49] Hasan Özyurt, *a.g.e.,* s. 282.

İkincisinde, yani tamamen serbest kur sisteminde ise, döviz kurunun fiyatı doğrudan (kura hiç müdahale olmaksızın) piyasada oluşan arz ve talebe göre belirlenmektedir.[50] Ülkemizin içinde bulunduğu şu an ki durum gibi.

Döviz Kuru Hedeflemesinin Güçlü Yönleri

- Döviz kuru hedeflemesi, enflasyon oranının doğrudan kontrol altında tutulmasına katkıda bulunur. Yani fiyat artışları, paraları, döviz sepetini oluşturan ülkelerin uluslararası ticarete konu mallarının fiyatlarındaki artış oranını geçemez.
- Döviz kuru hedeflemesi, para politikası yönetiminde zaman yönetimi probleminin kendiliğinden azalmasına yardımcı olur.
- Döviz kuru hedeflemesi, ekonomik birimler tarafından basitlik ve anlaşılabilirliğe sahiptir.
- Döviz kuru hedeflemesi, sanayileşmiş ülkelerde enflasyonun kontrol edilmesinde başarılı olunabilmiştir. Örneğin Fransa ve İngiltere kendi ulusal paralarının değerini Alman markına bağlayarak, düşük enflasyon hedefine kolayca ulaşmışlardır. 1990 yılında İngiltere'de %10 olan enflasyon, döviz kuru hedeflemesi yöntemiyle 1992 yılında %2 ye düşmüştür.
- Döviz kuru hedeflemesi, gelişen piyasa ekonomilerinde enflasyon oranının hızlı bir biçimde düşürülmesinde etkin rol alır. Meksika örneğinde olduğu gibi. Yani 1994'de Meksika'da devalüasyondan önce enflasyon % 100'ün üzerinde iken aynı yıl içinde döviz kuru hedeflemesi yöntemiyle %10'un altına düşmüştür.[51]

Döviz Kuru Hedeflemesinin Zayıf Yönleri

- Döviz kuru hedeflemesinde, çapa ülkedeki parasal vb. şokları, doğrudan, hedefleme yapan ülkeye geçer. Böylece, hedefleme yapan ülke bağımsız para politikasına sahip olamadığı için, kendi ülke ekonomisindeki iç şoklara karşı etkili para politikası geliştiremeyeceklerdir. Örneğin, Doğu Almanya'nın Batı Almanya ile birleşmesinden sonra ortaya çıkan enflasyonist baskılar, kısa ve uzun vadeli faiz oranlarındaki yükselmelerin başlattığı işsizlik ve ekonomik büyümenin yavaşlaması

[50] Timur Önder, *a.g.e.,* s. 39.
[51] Hasan Özyurt, *a.g.e.,* s. 282.

gibi problemler kendini rol model aldığı Fransa'da sıçramıştır. Yani döviz kuru mekanizması (DKM) doğrudan bir ülkeden diğerine aktarılmıştır.

- Döviz kuru hedeflemesindeki ülkeler, kendi paralarıyla spekülatif hareket yapmaya açıktırlar. Böyle bir durumda, hedefleme yapan ülkedeki denge bozucu spekülasyon, ekonomik krize sebep olabilmektedir. Bir anda beş milyar dolardan fazla döviz, piyasadan çekilerek ülke dışına çıkarılan ve Kasım 2000 krizine yol açtığı Türkiye gibi.
- Doğu Avrupa'nın geçiş ekonomileri dahil, gelişen piyasa ekonomileri döviz kurlarını hedef seçerek, bağımsız para politikalarına son vererek fazla kayba uğramazlar. Gelişen birçok piyasa ekonomilerinin döviz kuru hedeflemesinin nedenlerinden biride politik veya parasal kurumlarını geliştiremedikleri içindir. Buna rağmen, denge bozucu spekülatif hareketlere açık olması nedeniyle, döviz kuru hedeflemesi gelişen piyasa ekonomileri için oldukça tehlikelidir.
- Döviz kuru hedeflemesi sistemi, döviz kurunu sabitleştirdiğinden, paranın çok genişlemesi halinde para politikası uygulayıcılarının sahip olduğu daraltıcı etkiyi elimine etmektedir. Bu da özellikle gelişen piyasa ekonomilerinde politikacıların sorumluluğunu zayıflatmaktadır.[52]

2.1.2.1.3. Merkez Bankası Bilançosu Hedeflemesi

Merkez Bankası Bilançosu Hedeflemesi; klasik IMF programlarında sıkça kullanılan hedeflerdendir. Net Uluslararası Rezervlere (NUR) taban, Net İç Varlıklara (NİV) tavan hedefler konulur ve bu hedefler performans kriteri olarak belirlenir. Para Tabanına da gösterge tavan değeri konularak desteklenir. Basit anlatımla, NUR'a taban hedef konulması ile ülkenin net döviz rezervlerinin korunması, NİV'e tavan hedef ile ise merkez bankası kredileri ile para arzının artırılmasının önüne geçilmesi amaçlanır. Para Tabanı gösterge hedefi ise bir nevi daha önce açıklanan parasal hedeflemedir ve rezerv para hedefi ise miktar teorisi çerçevesinde belirlenir.[53]

---

[52] *A.g.e.,* s. 283.
[53] Timur Önder, *a.g.e.,* s. 41.

2.1.1.2. Doğrudan Enflasyon Hedeflemesi

Enflasyon hedeflemesi rejimi: Para politikasının fiyat istikrarını sağlamaya ve sürdürmeye yönelik olarak kurumsallaştığı modern bir stratejidir. Basit anlatımla enflasyon hedeflemesi; Merkez bankasının belirli bir dönem için hedeflemiş olduğu enflasyon oranının kamu oyununa açıkladığı parasal rejimdir. [54] Enflasyon hedeflemesi; Merkez bankasının düşük enflasyon oranı için yapmış olduğu bir taahhüt şeklinde de tanımlanabilir.[55] Merkez bankalarının genellikle hükümetlerle birlikte, para politikası amacı olarak belli bir enflasyon rakamını hedeflemeleridir. Enflasyon hedefinin kamuoyuna açık bir şekilde ilan edilmesi halinde tam enflasyon hedeflemesi söz konusudur.[56]

Yapılan bu tanımlamalardan sonra temel özelliklerini şu şekilde özetlemek mümkündür.

- Belirli bir dönem için açıklanmış bir enflasyon hedefi söz konusudur.
- Merkez bankasının tek amacı enflasyon hedefinin gerçekleştirilmesi durumudur.
- Enflasyon hedeflemesinde, enflasyonla ilgili olan bütün değişkenler dikkate alınmalıdır.
- Para politikasının planları, amacı ve hedefleri konusunda kamuoyuna sürekli bilgi verildiğinden merkez bankasının şeffaflığı ileri düzeydedir.
- Enflasyon hedefinin sağlanmasında merkez bankasına önemli ölçüde sorumluluk veya hesap verebilirlik yüklenmektedir.
- Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanabilmesi ve başarılı sonuçların alınabilmesi için ekonomide bazı ön koşulların sağlanmış olması gerekmektedir.
- Fiyat istikrarı amacına sıkı bir biçimde bağlılık
- Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan bir merkez bankasının uzun vadede birincil ve en önemli amacı enflasyon hedefine ulaşmak olmalıdır. Diğer amaçlar

[54] Hasan Özyurt, *a.g.e.,* s. 287.
[55] Enzo Croce – Mohsin S. Khan, "Monetary Regimes And Inflation Targeting", *http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2000/09/pdf/croce.pdf*, (10/01/2013), s. 3.
[56] Timur Önder, *a.g.e.,* s. 42.

ancak fiyat istikrarı hedefi ile çelişmediği takdirde merkez bankası tarafından gözetilmektedir.

- Bağımsız, Hesap Verebilir ve Güvenilir Bir Merkez Bankası[57]

Modern anlamda merkez bankası bağımsızlığı dört şekilde olmaktadır.

Amaç bağımsızlığı: Merkez bankasının temel amacını tam istihdam, fiyat istikrarı, büyüme gibi seçenekler arasından kendisinin belirleyebilmesi.

Hedef bağımsızlığı: Seçilen temel amaç doğrultusunda bu amaca yönelik olarak rakamsal hedefini kendisinin belirleyebilmesi.

Araç bağımsızlığı: Merkez bankasının hedefine ulaşabilmek için hangi araçları kullanacağını serbestçe belirleyebilmesi.

Finansal bağımsızlık: Merkez bankasının görevlerini yerine getirebilmek için yeterli mali kaynağa sahip ve kamuya mali destek sağlamamasını ifade etmektedir.[58]

Hesap verebilirlik, bağımsızlığı tamamlayan bir unsurdur. Hesap verebilirlik; merkez bankasının bağımsız olmasının bir gereği olarak, uyguladığı politikalar ve sonuçlarına ilişkin toplumun her kesimine karşı sorumlu olmasıdır. Enflasyon hedefinin tutturulması, merkez bankasının başarısının değerlendirilmesi açısından çok açık bir ölçüt sunmaktadır. Merkez bankası gerçekleşen enflasyonun hedeften sapması halinde sapmanın nedenlerini ve alınması gereken önlemleri kamuoyuna açıklamakla doğrudan sorumlu olmaktadır. Bu kapsamda şeffaflık ve etkin iletişim politikası hesap verebilirlik ile sıkı sıkıya bağlantılıdır.

Güçlü ve gelişmiş finansal piyasalar

Aktarım mekanizmasının iyi çalışabilmesi, diğer bir ifadeyle merkez bankası faiz kararlarının enflasyonu istenildiği düzeyde ve istikrarlı bir şekilde etkileyebilmesi için finansal sistemin temellerinin güçlü olması, sağlam bir bankacılık ile gelişmiş para, sermaye ve döviz piyasalarının bulunması gerekmektedir.

---

[57] Hasan Özyurt, *a.g.e.*, s. 287 – 288.
[58] Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, *Enflasyon Hedeflemesi Rejimi*, 2006, s. 7.

Ülkede mali üstünlük (baskınlık) olmamalı.

Yüksek düzeydeki kamu borcunun, merkez bankası tarafından belirlenen kısa vadeli faizler ile piyasa faizleri arasındaki ilişkiyi zayıflatarak aktarım mekanizmasının istenildiği gibi çalışmasını engellemesi ve böylece para politikasının etkinliğini azaltması anlamına gelmektedir. Diğer bir ifadeyle enflasyon hedeflemesinde uygulanacak para politikası, maliye politikası veya diğer mali şartlar tarafından kısıtlanmamalıdır.

Teknik altyapının sağlanması

Merkez bankası, gelecekteki enflasyonu başarılı bir şekilde öngörebilmek için geniş bir bilgi seti oluşturmalı ve güçlü tahmin modelleri geliştirmelidir.

Enflasyon hedeflemesinde, enflasyon hedefinden başka bir nominal çapa kullanılmamalıdır.

Merkez bankası, düzenleyici rol almalı asla ve asla müdahalede bulunmamalıdır.

Enflasyon hedeflemesine geçmeden önce, enflasyon oranı makul bir seviyede olmalıdır. Her ne kadar bunun için belirlenmiş kesin bir kuraldan bahsetmek mümkün değilse de, enflasyon hedefine geçiş için enflasyon oranının %10- 15'in altında olması gerektiği genel olarak kabul edilmektedir. Bununla beraber bazı ülkelerde (Şili, Peru, İsrail) enflasyon hedeflemesine geçmezden öncesinde enflasyon oranı bu oranların çok üstündedir.[59]

Enflasyon Hedeflemesinin Güçlü Yönleri

- Enflasyon hedeflemesi uygulamasının en güçlü yanı, şartların sağlanması halinde hemen hemen tüm kategorilerdeki ülkelerde uygulanabilmesidir.
- Enflasyon hedeflemesinde, uygulanan para politikası şeffaftır ve kolayca anlaşılabilmektedir.
- Enflasyon hedeflemesinde, merkez bankasının zaman tutarsızlığına düşme riski zayıftır.

[59] *A.g.e.*, s. 5 – 9.

- Enflasyon hedeflemesinde, para politikası önemli ölçülerde iç şoklara odaklanmıştır.
- Bu stratejide, para arzı ve enflasyon arasında istikrarlı bir ilişkinin olması gerekmemektedir.
- Enflasyon hedeflemesi rejiminde, parasal ve mali otorite arasında koordinasyon güçlüdür.
- Enflasyon hedeflemesi, merkez bankası bağımsızlığına olumlu bir zemin hazırlar.[60]

Enflasyon Hedeflemesinin Zayıf Yönleri

- Enflasyon hedeflemesi, esnek bir para politikası rejimi olduğu gibi; bir o kadar da katı ve tavizsiz bir şekilde uygulanan bir para politikasıdır. Bu durum özellikle merkez bankasının sadece enflasyon hedefine odaklandığı "katı enflasyon hedeflemesi" uygulamasında söz konusudur. Bunun sonucunda, beklenmedik ekonomik şoklara karşı para politikasının yeterince ihtiyarilik göstermesi mümkün olmayabilmektedir.
- Enflasyon hedeflemesi, bilindiği üzere enflasyon hedefi konusunda tahmin üzerine oluşturulmuş bir para politikası rejimidir. Dolayısı ile kamuoyu ile paylaşılan bu tahminlerin gerçekleştirilmemesi halinde, merkez bankası ve yürütmekte olduğu para politikasının güvenilirliği büyük ölçüde risk altına girecektir.
- Enflasyonun doğrudan hedeflenmesi, enflasyonun kontrol edilmesi ve tahmininin çok güç olması nedeni ile zayıf bir merkez bankası sorumluluğu yaratabilir.
- Enflasyon hedeflemesi rejimi, mali baskınlığı tam olarak önleyememektedir.
- Enflasyon hedeflemesinde, uygulanmakta olan dalgalı döviz kuru sistemi finansal istikrarsızlıklara neden olabilir.[61]

2.2. Para Politikası Araçları

Para politikası araçlarını, doğrudan ve dolaylı para politikası araçları olmak üzere ikiye ayırmak mümkündür. Bu iki grup araç her ne kadar ayrı gibi gözükse de birbirinden kesin sınırlarla ayrılamamışlardır.[62] İki temel ayrım şöyledir.

[60] Hasan Özyurt, *a.g.e.*, s. 290.
[61] *A.g.e.*, s. 290 – 291.

1- Doğrudan araçlar para ve kredinin ya fiyatlarını (faiz oranlarını) ya miktarını (kredi – mevduat) ya da hacmini (kredi – mevduat) belirler veya sınırlandırırken, dolaylı para politikası araçları ise piyasadaki arz – talep koşulları etkilenerek yürütülmektedir.[63]

2- Dolaysız para politikaları, merkez bankasının parasal tabanını ve para çoğaltanını (k) etkilemek suretiyle para arzını (M_s) , dolayısıyla finansal sistemde yer alan kurumların (ticari bankaların) bilançolarını etkilemeye çalışır. Dolaylı para politikası araçları ise merkez bankası bilançosunu veya merkez bankası imkânlarının fiyatlarını (faizlerini) etkilemeye çalışır.[64]

Buradan da anlaşılacağı üzere doğrudan araçlar müdahale içerirken, dolaylı araçlar piyasa, bölge ya da sektörel bazlı araçlardır.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankacılığı tarihine bakıldığında doğrudan para politikası araçlarının kullanılması sermaye hareketlerinin kontrol edildiği, ekonominin genelinde kamu müdahalesinin yoğun olduğu ve finansal piyasaların gelişmediği dönem olarak 1970'li yılların öncesinde yoğun olarak kullanılmıştır. Ancak daha sonraki yıllarda liberal ekonomi anlayışının gelişmesi ve buna bağlı olarak piyasa mekanizmasının etkinliğinin artırılmasına yönelik olarak yapılan yapısal reformlara bağlı olarak finansal piyasaların gelişmesine ve sermaye hareketlerinin artışına yol açmıştır. Böylece 1970'li yılların sonlarına doğru merkez bankaları kredi kontrolleri, faiz oranı tavanları ve doğrudan krediler gibi dolaysız para politikası araçlarını kullanmayı bırakarak, açık piyasa işlemleri (APİ), reeskont imkanı munzam karşılıklar gibi dolaylı para politikası araçlarına yönelmişlerdir.[65]

2.2.1. Para Politikasının Doğrudan (Direkt) Araçları

Para politikası araçları, merkez bankasının bağımsız olarak belirlemiş olduğu hedeflerine ulaşabilmek amacıyla kullanılan ve merkez bankasının kontrolü altında olan büyüklükleri ve değişkenleri ifade etmektedir. Doğrudan para politikası araçları ise ara hedefleri doğrudan kontrol eden araçları veya merkez bankasının para

---

[62] *A.g.e.,* s. 237.
[63] Fatma Cesur, *a.g.e.,* s. 50.
[64] Gös. Yer.
[65] Timur Önder, *a.g.e.,* s. 56.

politikası uygulamalarını piyasanın serbest bir şekilde değil de yasal düzenlemeler yoluyla yerine getirilmesini ifade etmektedir. Başka bir ifadeyle, doğrudan para politikası kontrolleri genelde ticari bankalardaki kredi ve mevduatın fiyatını veya miktarını merkez bankası tarafından doğrudan kontrol edilebilmesini ifade etmektedir. Miktar kısıtlamalarına örnek olarak banka kredilerinin veya mevduatlarının artışına tavanlar konulmasını gösterebiliriz. Faiz kontrollerine örnek ise, bankanın kredi veya mevduat oranlarına üst sınır konulması gösterilebilir.[66]

Doğrudan para politikası araçlarını sırayla ele almadan dolaysız para politikalarının avantajlarının ve dezavantajlarının irdelenmesi uygun görülmüştür.

Doğrudan Para Politikasının Avantajları

1- Merkez bankasının mevduat ve kredi miktarının maksimum büyüklüğünü veya fiyatlarını olası krizler karşısında kontrol edebilmenin en etkin yolu doğrudan politikalardır.

2- Merkez bankasının dolaylı para politikası araçlarını kullanmada teknik olarak mümkün olmuyorsa veya finansal piyasaların istenilen düzeyde gelişemediği ülkelerde doğrudan para politikası araçları etkin ve faydalı olabilmektedir.[67]

Doğrudan Para Politikasının Dezavantajları

1- Rekabet, etkin bir bankacılık için, daha düşük kredi ve daha yüksek mevduat faiz oranlarının oluşmasına olanak sağlar. Ancak direkt para politikasının banka kontrollerini bire bir yaparak finansal sistem içinde oluşan bu rekabetçi yapının ortadan kalkmasına neden olur.

2- Bazı bankaların selektif (sektörel – bölgesel) kredi kontrolleri piyasaları bozmakta ve oluşan olumsuzluğun maliyeti de ölçülememektedir.

3- Doğrudan para politikalarının uygulandığı ülkelerde, yasadışı veya denetimsiz piyasaların oluşmasına engel olunamamaktadır. [68]Şimdi sırayla doğrudan para politikası araçlarına değinelim.

---

[66] *A.g.e.*, s. 59.
[67] A.g.e., s. 60.
[68] *A.g.e.*, s. 61.

2.2.1.1. Faiz Oranları Kontrolleri

Günümüz ekonomilerinde ve gelişmiş ekonomilerdeki etkin çalışan modern merkez bankacılığı sisteminde önemini kaybetmiş olan para politikası aracıdır. Merkez bankalarının bu politika aracını kullanmamalarındaki nedenlerinden birisi, merkez bankasının kredi piyasasını dengeye getirebilecek bir faiz oranını belirleyebilmesi hem çok zordur hem de dengede bulunmayan piyasa faiz oranlarını ekonomiye maliyeti oldukça fazladır. Ayrıca bankalar, merkez bankasının hesaba katmadığı risk faktörünü, verecekleri kredinin fiyatını (maliyetini) belirleme aşamasında hesaba katabilecekleri bir esnekliğe ihtiyaç duyacaklardır. Farklı sektörler için farklı faiz oranların uygulanabildiği serbest piyasa ekonomilerinde, faizlerdeki değişiklikler kredi kaynaklarına olan arz ve talebi dengelemektedir. Bu yolla teşvik edilmek istenen sektörlere verilen kredilerin faiz oranları daha düşük tutulabilmekte ve sonuç olarak kaynakların bu sektörlere aktarılmasına olanak sağlamakta veya diğer sektörlere kaymasının engellenmesi amacına ulaşılacaktır.

1970'li yıllara kadar çok sık olarak kullanılan bu para politikası aracı sonraki yıllara da önemini kaybetmiş ve başta ABD ve İngiltere olmak üzere diğer ülkelerde de politika terk edilmiştir.[69]

2.2.1.2. Kredi Tavanı Kontrolleri

Ticari bankaların ekonomik faaliyetlerle ilgili olarak açacakları kredilere, merkez bankası engelleme yapabilir. Merkez bankasınca yapılabilen bu engelleme hem faiz oranını hem de kredi tavanının kontrollerini genel olarak etkileyebilir, yani herhangi bir sektörü teşvik etmek veya engellemek için değil, tüm parasal genişlemeyi frenleyebilmek için kullanabilir.[70]

Doğrudan araçların etkin kullanımı likidite fazlalığına, finansal piyasalarda baskıya ve mali aracılık hizmetlerinin bozulmasına neden olabilir. Büyüyen bankaların kredi verebilmelerine konulan tavan, fazla likidite oluşturabilir. Kredilerin kullanımı serbestleştiğinde, oluşan fazla likidite enflasyonist eğilimlidir. Ancak

[69] Gös. Yer.
[70] Memduh Aslan Akçay, *Para Politikası Araçları Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar,* (DPT Basılmamış Uzmanlık Tezi), 1997, s. 13.

bunun düzeltilmesi yani, faizlerin denge seviyesinin altında tutulması, finansal piyasalarda baskıya neden olacaktır. Böylece tasarrufların etkin olmayan bir biçimde kullanılmasına ve dolayısıyla da tasarrufların menkul ve gayrimenkullere kaymasına yol açacaktır.[71]

2.2.1.3. Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları

Bankaların amaçlarına, risk durumlarına ve likidite ihtiyaçlarına göre banka bazında reeskont kotaları belirlenebilir. Belirlenen bu kotalar yoluyla bazı bankalara bu reeskonttan daha fazla yararlanmaları ve bu yolla da belirlenen bazı sektörlerin desteklenmesi amaçlanmaktadır. Örneğin, sanayi sektörünün desteklenmesi amaçlanmışsa, sanayi sektörüne kredi veren bankaların reeskont kotaları yüksek tutulabilir. Bununla beraber tahsis edilen bu kotaların kıllanılabilmesi için, desteklenen sanayi sektöründen reeskonta kabul edilebilecek menkul kıymetlerin kapsamı genişletilebilmektedir.[72]

2.2.1.4. Disponibilite Uygulaması

Disponibl değerler likide dönüştürülebilir, likide en yakın değerler olarak ifade edilmektedir. Böyle olunca merkez bankaları, ticari bankaları, ellerindeki fonların belirli bir oranı ile öngördükleri menkul değerleri (tahvil – bono) satın almaya, merkez bankasında serbest tevdiat ve kasalarında nakit olarak bulundurmaya zorlayabilir.[73]

Disponibilite uygulaması, bankaların likiditesini ve dolayısıyla aktif yapısını düzenleyen zorunlu bir araçtır. Eğer, piyasa faiz oranları satın alınan Devlet İç Borçlanma Senet (DİBS)'lerin faiz oranlarından düşükse, bu yolla piyasa faiz oranlarından daha yüksek bir faiz oranı ile bir kısım fonlar kamu sektörüne aktarılmamış olacaktır. Böylece bankaların fonlama maliyeti düşecektir. Tersi durumda da bankaların fonlama maliyetini yükseltici etki yapacaktır. Disponibilite

[71] Timur Önder, *a.g.e.,* s. 63.
[72] Memduh Aslan Akçay, *a.g.e.,* s. 14.
[73] Gös. Yer.

uygulaması uygulanış şekline göre hem doğrudan politikalara hem de dolaylı para politikalarına örnek gösterilebilir.[74]

2.2.1.5.Finansal Aracıların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi

Merkez bankası, ticari banka ve banka dışı mali kurumların portföyünde bulunduracakları kıymetlerin bileşimini etkileyebilir. Örneğin, bu kuruluşların satın alacakları tahvil ve pay senedi gibi menkul kıymetlerin hangi faaliyet alanlarına ait olacağı, bunların oranının veya miktarının ne kadar olacağını belirleyebilir. Böylece finansal kuruluşların ellerinde bulunan fonların, ekonomik büyümeye katkıda bulunabilen sektörlere akışı sağlanabilmektedir. Bu politikanın başarılı bir şekilde uygulanabilmesi için söz konusu ekonomide menkul kıymet alışverişlerinin önünde herhangi bir engelin olmamasına bağlıdır.[75]

2.2.1.6. Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü

Menkul değerlerin (hisse senedi – tahvil) taksitle satın alınması durumunda, merkez bankaları bazı menkul değerlerin satın alımında ne kadar peşin ödeme yapacağını belirleyebilir. Böylece kişisel tasarrufların yönelebileceği bazı faaliyet ve alanlar kısıtlanır, bazı faaliyet ve alanlarda özendirilebilir.[76]

2.2.1.7. Tüketici Kredilerinin Kontrolü

Merkez bankaları, dayanıklı tüketim mallarının (özellikle konut) taksitli satışlarında, müşteriden tahsil edilecek minimum peşinat miktarını, vade yapısını ve bu amaçla verilen kredi faizlerini değiştirmek yoluyla, söz konusu bazı mallara olan talebi istediği şekilde ve istediği yönde etkileyebilir.[77]

---

[74] Timur Önder, *a.g.e.,* s. 64.
[75] Memduh Aslan Akçay, *a.g.e.,* s. 14 – 15.
[76] Timur Önder, Gös. Yer.
[77] Gös. Yer.

2.2.1.8. Özel Mevduatlar

Yapılan özel düzenlemelerle ticari bankalara yatırılması zorunlu tutulan birtakım paraların merkez bankasına aktarılması yoluyla mevcut para arzı kontrolünün sağlanmasıdır. Bu politika aracının kullanılmasındaki amaç, dolaylı para politikası araçlarıyla piyasayı etkileyemediği durumlarda piyasanın kontrolünü ele alabilmektir. Örneğin, ithalat teminatlarının merkez bankasına yatırılması gibi.[78]

2.2.1.9. Merkez Bankasının Moral Takviyesi

Herhangi bir yasal dayanağı bulunmayan bu politika merkez bankasınca bankaların davranışlarını değiştirmesi için ikna gücünü kullanabilir. Aynı zamanda bu politikaya merkez bankasının açıkağız politikası ya da ahlaki korkutma politikası da denilmektedir. Bu politika kriz dönemlerinde özellikle Asya ülkelerinde (Singapur, Malezya) sık kullanılmaktadır. Bu politikanın genel amacı merkez bankasının uygulamış olduğu politikaların ülke çıkarlarına uygun hareket ettiğini ve bankalarında bu doğrultuda hareket etmeye ikna etmeye çalışmasıdır.[79]

Bu politikanın uygulanması durumunda bankaların aktif-pasif pozisyonları etkilenmektedir. Bu çerçevede bankalar merkez bankasıyla uyumlu çalışmaya, kredilerine tavan getirmeye ve faiz oranlarını yükseltme eğilimindedir.[80]

2.2.1.10. Reklam ve Resmi Olmayan Öğütler

Merkez bankası kendi görüşlerini kamuoyuna çeşitli yollarla sunabilir. Merkez bankası basın yoluyla görüşlerini kamuoyuna açıklayabilir ve yapacağı tavsiyelerle başta firmaların, hane halkının ve piyasanın bekleyişlerinin değişmesine etki edebilir.[81]

---

[78] Hurşit Güneş, *Türkiye'de Para Arzını Kontrol Araçlarının Etkinliği,* İTO Yayınları, İstanbul 1990, s. 20 – 21.
[79] Timur Önder, *a.g.e.,* s. 65.
[80] Memduh Aslan Akçay, *a.g.e.,* s. 16.
[81] M. İlker Parasız, *Para Banka ve Finansal Piyasalar,* 5. Baskı, Ezgi Yayınevi, Bursa 1994, s. 304 – 306.

Aşağıdaki tablo 2' dolaysız para politikası araçlarından üç tanesi kısaca özetlenmiştir.

TABLO 2. Dolaysız Para Politikası Araçları

Araçlar	Avantajları	Dezavantajları	Yapısı ve Uygulaması	Değerlendirme
Faiz Oranı Kontrolleri	Bankacılık sistemine girişin sınırlı olduğu durumda, rekabetçi olmayan fiyatlamanın etkilerini içerir. Bankacılık sisteminin gözetimi zayıf olduğunda ve kredi alanlar ile ilgili yeterli bilgi olmadığında kredilerde hatalı seçimleri sınırlandırır. Uzun vadeli oranların politika amacı seçildiği ya da otoritelerin piyasa koşullarında bir faiz oranı belirleyemediği durumlarda uygulanmaktadır.	Piyasa mekanizması çerçevesinde belirlenmemiş finansal kaynak tahsisi sonucunda, tavanların etrafından, mevduatların yıllık getirisi piyasa oranlarına yaklaşan varlıklara ya da mallara yönelmesi yoluyla dolaşır. Taban veya tavan uygulaması bankacılık sistemi dışındaki faaliyetleri özendirir. Tavanlar, borçlanma maliyetini düşürürken aşırı sermaye kullanımına yol açar.	Sabit faiz oranları veya faiz farklarını içeren bir yapı söz konusu olup, faiz oranlarının aşılması durumunda caydırıcı önlemler uygulanır.	1980'lerin sonlarına kadar bazı sanayileşmiş ülkelerde de kullanılmıştır. Finansal piyasalar ve araçlar geliştikçe etkinliği azalmıştır. Etkin olabilmesi için zorlayıcı bir sisteme gerek duymaktadır.
Kredi Tavanı Kontrolleri	Geçiş mekanizması belirgin değilken, dolaylı araçlara geçiş süreci sırasında parasal kontrol kaybını minimize edebilmektedir.	Kredi tavanlarının piyasa tarafından belirlenmemesi nedeniyle, banka kaynaklarının tahsisindeki etkinlik azalır. Bankacılık sistemi dışındaki faaliyetleri özendirirken, etkinlik kaybına yol açar. Sermaye akımlarının ve banka sayısının fazla olduğu durumda uygulamak ve kontrol etmek güçleşir.	Kullanılmayan kredi kotalarının ikinci el ticareti piyasa tahsislerini yeniden düzenlerken, çarpıklıkları azaltır.	Parasal taban arzının, para talebi ile uyumlu olması gerekir, aksi takdirde araç, aşırı rezervleri yükselterek tavanlardan kaçınmayı teşvik eder. Ekonomide para arzı kontrol altına alınmak istendiğinde, kredi tavanı yükseltilir. Bu yolla banka sisteminin vereceği kredi miktarının sınırlandırılması amaçlanır. Kredi miktarının

				sınırlandırılması ile para arzı azaltılmış olur.
Disponibilite Uygulaması	Değerli varlıklara (özellikle kamu kağıtları) önemli talep oluşturarak, bu araçlarla borçlanmanın maliyetini düşürür.	Bankaların varlıklarını yönetmelerini sınırlandırarak rekabetin aksamasına yol açar. Menkul kıymetlerin fiyatının belirlenmesinde çarpıklıklara ve ikincil piyasanın gelişmesini engelleyici sonuçlara neden olur. Bankacılık dışı faaliyetleri özendirir ve devletin bütçe disiplinini azaltır. Para arzının kontrolünde etkinlik kaybına yol açar.	Düzenleme, uygun menkul kıymetleri, uygun vadeleri ve ortalama yöntemi ile tutulacak miktarın belirlenmesini, kasa, serbest tevdiat yada menkul kıymet tutulmasını seçmeye daynır.	İhtiyat güdüsü ile talep edilmekte olup, ülkemizde 16 Kasım 2005'de uygulamadan çekilmiştir. Bu menkul kıymetlerin satışlarının kontrolü merkez bankasında olduğundan, para politikası aracı olarak kullanılır.

2.2.2. Para Politikasının Dolaylı (Endirekt) Araçları

Dolaylı para politikası araçları piyasa mekanizmaları aracılığıyla ara parasal hedefi etkilemektedir. Diğer bir ifadeyle, dolaylı para politikası araçları merkez bankasının piyasalara bir aracı gibi girerek işlem yapmasını sağlayan, inisiyatifi piyasalara bırakan araçlardır. Piyasa bazlı araçlar olarak ta bilinen dolaylı araçlar, piyasadaki katılımcıların gönüllü piyasa fiyatlarıyla yapılan işlemler sayesinde bankalara sağlanan likiditeyi değiştirebilmektedir. Sonuç olarak gelişmekte olan birçok ülke makroekonomik hedeflerine ulaşabilmek amacıyla, piyasa bazlı araçların kullanımını daha aktifleştirerek, kullandıkları parasal kontrol sistemlerini yeniden yapılandırmışlardır.[82]

Merkez bankası dolaylı para politikası araçlarını kullanarak piyasadaki rezervlerin elde edilebilirliğini ve bankalar arası para piyasası faiz oranı gibi kritik kısa vadeli faiz oranlarını etkileyerek para politikasını yürütebilmektedir.

Uluslar arası sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların azaltılmasıyla ve doğrudan para politikası araçlarının etkinliğinin azalmasıyla beraber, dolaylı para politikası araçları para politikasının yürütülmesinde para otoritelerine büyük esneklikler kazandırmıştır.

Mali aracılık hizmetlerinin daha etkin kullanılmasını sağladığından ve kayıt dışı finans sektörünün büyümesini engellediği için, dolaylı araçlar doğrudan araçlara göre daha etkindir.

Dolaylı araçlar kredi dağılımında ve para politikasının oluşturulmasında piyasa egemenliğine dayandığı için, hem ekonomik sinyallerin en temel kaynağı olan finansal piyasaların gelişimine hem de siyasi baskıların azalmasına yardımcı olmaktadır. Merkez bankasının dolaylı para politikası araçlarını uygun bir kapasiteyle ve doğru analizlerle kullanması halinde, merkez bankası dolaylı para politikası araçlarından maksimum derecede yararlanacaktır. Piyasaların serbestleşmesiyle beraber dolaylı araçların kullanılmasının en temel avantajı tasarrufların artmasıyla beraber yatırımların etkinliğinin artması olmuştur.

---

[82] Timur Önder, *a.g.e.,* s. 65.

Merkez bankası dolaylı para politikası araçlarını kullanarak, kendisi parasal tavanı (rezerv parayı) belirleyebilmektedir. Böyle olduğu için de merkez bankası bankaların likidite pozisyonlarını etkileyebilmekte ve böylece yeni denge piyasa faiz oranları oluşmaktadır. Finansal sistem aracılığı ile merkez bankası tüm sistemin likidite ihtiyacını belirleyebilmekte, fakat belirlenen bu likiditenin dağılımını ise piyasa kendisi yapmaktadır.

Dolaylı para politikası araçlarının etkin kullanımı için en önemli etkinin mali disiplinin sağlanması olacaktır. Dolayısıyla dolaylı para politikası araçların, istikrarlı ekonomik koşullara ve sürdürülebilir mali politikalara ihtiyacı vardır. Bunun içinde hükümetin mali açıklarının parasal finansmanına merkez bankası tarafından kesin bazı kısıtlamalar koyması merkez bankası tarafından yürütülen para politikası açısından çok faydalı olacaktır.

Sonuç olarak, para politikasının yürütülmesi amacıyla, gelişmiş ülke merkez bankaları aşağıdaki dolaylı para politikası araçlarının bir karışımını kullanmaktadır:

1- Açık Piyasa İşlemleri
   Repo, Ters Repo, Doğrudan Alım, Doğrudan Satım
   Mevduat alımı, Mevduat satımı
   Merkez Bankası likidite senedi ihracı
2- Döviz – Efektif İşlemleri
   Döviz müdahaleleri
   Döviz alımı ve Döviz satımları
3- Reeskont Penceresi İşlemleri
4- Zorunlu Karşılık Oranları

Yukarıdaki dolaylı para politikası araçlarından ilk üç madde para tabanını, son madde ise parasal çarpanı etkileyebilmek için kullanılır.[83]

2.2.2.1. Açık Piyasa İşlemleri

Açık piyasa işlemleri, merkez bankasının dolaşımdaki para miktarını kontrol etmek amacıyla, menkul değer alıp satmasıdır.[84] Başka bir ifadeyle açık piyasa

[83] *A.g.e.*, s. 66 – 70.

işlemleri, (APİ) menkul değerlerin (hazine bonosu, devlet tahvili, MB senetleri, 1.derece özel sektör senetleri vb.) açık piyasada merkez bankası tarafından ya birincil piyasada ya da ikincil piyasada alınarak veya satılarak piyasanın toplam rezervlerini daraltmak veya genişletmek suretiyle ülkenin toplam para arzını etkileyebilmektir. Diğer bir tanıma göre açık piyasa işlemleri, interbank, para ve menkul kıymetler pazarlarının tam anlamıyla gelişip, aktif olarak kullanıldığı ülkelerde bankacılık sisteminin toplam rezervlerinin, menkul kıymetlerin piyasa fiyatlarından merkez bankası tarafından alınıp satılmasını ifade eder.[85]

Merkez bankası dolaylı para politikası araçlarından en önemli ve en etkin olanı açık piyasa işlemleridir. Merkez bankası, çok geniş bir hisse senedi ve tahvil portföyüne sahip olduğu için baz parada değişiklik yapılması açısından birincil belirleyici olmaktadır. Şayet merkez bankası dolaşımdaki para miktarını artırmak istiyorsa, piyasadan menkul değer satın alır, piyasaya efektif para arz eder. Piyasadaki para hacmini kısmak istediğinde ise elindeki menkul kıymetlerin bir kısmını satarak piyasan para çeker.[86]

Açık piyasa işlemlerinin en önemli özelliklerinden biride menkul değerlerin fiyatlarını dolayısıyla da faiz oranlarını etkilemesidir. Şöyle ki merkez bankasının piyasadan senet almaya başlaması, senetlerin fiyatının yükselmesine neden olur. Senetlerin getirdiği gelir sabit olduğundan, senet fiyatlarını yükselmesi, faiz oranının düşmesini ifade edecektir. Tersi durumda da faiz oranları yükselecektir.[87]

Merkez bankasının yapmış olduğu açık piyasa işlemlerini hem defansif (savunmaya yönelik), hem de ofansif (hücuma yönelik) amaçlarla yapabilir. Merkez bankası piyasada herhangi bir dengesizlik olmaksızın sırf parasal tabanı değiştirmek için açık piyasa işlemlerini yaptığında buna ofansif işlemler denir. Ancak merkez bankasının yapmış olduğu açık piyasa işlemleri parasal tabanı değiştirmeye yönelik

---

[84] Hasan Özyurt.*a.g.e.,* s. 254.
[85] Timur Önder, *a.g.e.,* s. 70.
[86] Hasan Özyurt, Gös. Yer.
[87] İlker Parasız – Mustafa Özer, *Bugünkü İktisadın Temelleri,* Aktüel Yayınları, İstanbul 2005. S. 373.

etkenlere karşı savunma niteliğinde olduğunda ise yapılan işlemlere defansif işlemler adı verilir.[88]

Açık piyasa işlemleri uygulamada geçici nitelik taşıyabildiği gibi sürekli bir nitelikte taşıyabilir. Şöyle ki menkul değerlerin alınıp satılması süreklilik ifade edebilir, buna karşılık olarak repo ve ters repo uygulamaları ise geçici işlemler olarak ifade edilmektedir.[89]

Merkez bankasının yapmış olduğu açık piyasa işlemlerinden iki tür etkiden söz edilebilir. Bunlardan ilki açık piyasa işlemleri, önce banka likiditesini, sonrada kredi çoğaltanı yoluyla para arzını etkilemesidir ki buna miktar etkisi denilmektedir. Diğeri ise MB piyasadaki menkul değer arz ve talebini değiştirerek menkul değerlerin fiyatlarını etkiler ki bunada fiyat etkisi denilmektedir.[90]

Açık Piyasa İşlemlerinin Güçlü Yönleri

- Merkez bankası para tabanını etkilemek için gerekli olan menkul değeri serbestçe alıp satabilir.
- Açık piyasa işlemlerinin uygulamasında inisiyatif tamamen merkez bankasına aittir.
- Açık piyasa işlemleri, bankalara herhangi bir vergi yükü yüklememektedir.
- APİ alış ve satış miktarları itibariyle çok esnek bir şekilde uygulanabildiğinden hatalar çok çabuk düzeltilebilir.
- Açık piyasa işlemleri, ekonomideki ani değişmelere karşı, iki yönlü uygulanabilir. Yani bürokrasi gerektirmeyen bir işlemdir. Örneğin, gün içinde 15:00'da 250.000 TL tahvil satan merkez bankası 15:50'de 500.000 TL'lik tahvil alımını gerçekleştirebilir.
- Menkul kıymetler borsasının gelişmesini destekleyen açık piyasa işlemleri mali ve reel kesimlerden giderek, para politikasına dolaylı etki yapmaktadır.[91]

---

[88] İlker Parasız, *a.g.e.,* s. 297.
[89] Nur Keyder, *Para Teori – Politika – Uygulama,* 5. Baskı, Bizim Büro Basımevi, Ankara 1996, s. 68 – 70.
[90] Hasan Özyurt, *a.g.e.,* s. 255.
[91] *A.g.e.,* s. 259 – 260.

Açık Piyasa İşlemlerinin Zayıf Yönleri

- Açık piyasa işlemleri, sermaye piyasasının geliştiği ve yoğunlaştığı bölgelerde etkindir. Bu açıdan bakıldığında, reeskont oranından daha dar bir etkiye sahiptir. Ancak APİ yapılan menkul değerlerin türü arttıkça bu eksiklik de ortadan kalkacaktır. Yani APİ'nin ilk etkisi sermaye piyasasının yoğunlaştığı bölgelerde olduğundan tüm ülkeye yayılması zaman alacaktır.[92]

Doğrudan Satım İşlemleri: Merkez bankası, piyasadaki likiditenin sürekli olarak fazla olduğuna inanıyorsa, söz konusu fazla olan likiditeyi azaltmak için, portföyündeki menkul değerleri bankalara veya aracı kurumlara satar ve karşılığında bankalar, ellerindeki fazla likiditeyi merkez bankasına kalıcı olarak devreder. Böylece bankaların veya aracı kurumların toplam rezervi azalmış olacaktır.

Ters Repo İşlemleri (Geri Alım Vaadiyle Satım): Merkez bankası, piyasadaki likiditenin geçici bir süre için fazla olduğunu, belli bir süre, örneğin 45 gün, sonra tekrar normal seviyelerine döneceğini düşündüğü zaman, piyasada fazla olan likiditeyi ters repo işlemleri ile piyasadan çeker. Ters repo işlemlerinde merkez bankası, portföyündeki senetleri bankalara veya aracı kurumlara belirli bir süre için (örneğin 45 gün) belirli bir fiyattan geri almak şartıyla satar, bankalar veya aracı kurumlarda karşılığında ellerindeki fazla likiditeyi geçici bir süre için (örneğin 45 gün) merkez bankasına devrederler.

Ters repo işlemlerinde iki anlaşma aynı anda yapılmış olur. Birinci anlaşma, merkez bankası, senetleri bankalara veya aracı kurumlara belirli bir fiyattan ve aynı zamanda da belirli bir vadeden satar. İkinci anlaşma, merkez bankası, işlemin vadesinde de belirlenen faizle birlikte, aynı senetleri bankalardan veya aracı kurumlardan geri alacağını kabul eder. Böylece işlemin vadesinde bankalar veya aracı kurumlar aynı senetleri tekrar merkez bankasına satmak zorunda kalmaktadır.

Doğrudan Alım İşlemleri: Merkez bankası, likiditenin kalıcı olarak istenilen düzeylerden az olacağına inanmışsa, eksik olan likiditeyi sağlamak için bankalardan veya aracı kurumlardan menkul değer satın alır ve karşılığında bankalara veya aracı

[92] Gös. Yer.

kurumlara nakit aktarır. Merkez bankası portföyüne, piyasadan alınacak devlet iç borçlanma senetlerine (DİBS) vade sınırlaması uygulamamaktadır. Çağdaş merkez bankacılığı ilkeleri merkez bankalarının birincil piyasadan (Kamudan – Hazineden) menkul değer alımına izin vermemektedir. Merkez bankasının yapmış olduğu doğrudan alım işleminin sonucunda, bankalar kalıcı olarak piyasanın ihtiyaç duyduğu likiditeye kavuşur ve böylece bankaların veya aracı kurumların aynı zamanda piyasanın toplam rezervi artırılmış olacaktır.

Repo İşlemleri (Geri Satım Vaadiyle Alım): Merkez bankası, piyasadaki likiditenin geçici bir süre için (örneğin 45 gün) istenilen düzeyden az olduğunu sonra tekrar normal seviyelerine döneceğine karar verdiyse, eksik olan likiditeyi repo işlemleri ile piyasaya verir. Merkez bankası, repo işlemlerinde bankalardan veya aracı kurumlardan menkul değerleri belirli bir süre için (örneğin 45 gün) belirli bir fiyattan geri satmak vaadiyle satın alır ve karşılığında bankalara ve aracı kurumlara nakit aktarılmış olur. Repo işlemlerinde, ters repo işlemlerinde olduğu gibi iki anlaşma aynı anda yapılmaktadır.

Repo işlemleri, ikincil piyasanın tam manasıyla gelişmediği dönemlerde de kullanılabilmekte, menkul kıymetler piyasasını bozmamakta, güvenli, esnek, otomatik tersine çevrilebilen ve kısa dönemde geçici bir etki gösteren çok kullanışlı bir para politikası aracıdır.

Mevduat Alımı – Satımı: Bu tür işlemler bankalar arası işlemler olup, asıl olarak merkez bankalarının "likiditenin son merci" işlevleri gereği kullanırlar. Merkez bankaları genelde para piyasası gecelik vade faiz oranlarının belirli bir aralık içinde oluşmasını hedefler. Bu çerçevede, merkez bankaları, gecelik vadede para piyasasında faizler alt sınıra indiğinde, bankalardan mevduat alarak veya üst sınırına çıktığında bankalara teminat karşılığı likidite verirler ve bu sayede aşırı dalgalanmanın önüne geçilmiş olur.

Merkez Bankası Likidite Senedi İhraçları: Merkez bankası, likidite fazlasını doğrudan kendi ihraç edebilecekleri kısa vadeli "likidite senetleri" ile de çekebilmektedir.[93]

2.2.2.2. Döviz – Efektif İşlemleri

Tam dalgalı kur politikası uygulayamayan merkez bankaları, kur politikalarını döviz ve efektif alış ve satışları ile gerçekleştirmektedirler. Merkez bankasının yapmış olduğu döviz ve efektif alış – satışlarının hem kurlar üzerinde hem de piyasadaki yerli para likiditesi üzerinde doğrudan etki etmektedir. Örneğin, merkez bankası döviz ve efektif sattığında piyasadaki yerli para likiditesi azalırken; döviz ve efektif aldığında ise piyasadaki yerli para likiditesi artacaktır. Merkez bankasının yapmış olduğu döviz – efektif işlemleri her ne kadar piyasada etki oluştursa da döviz – efektif işlemleri standart para politikası araçları arasında gösterilmemektedir.[94]

2.2.2.3. Reeskont Penceresi İşlemleri

1936-1937 para krizi dönemlerinde ilk olarak İngiltere'de uygulanmaya başlayan, sonrasında ikinci dünya savaşından sonra ve özelliklede 1950 sonrası bir çok ülkede uygulanmaya başlayan reeskont işlemleri, en eski dolaylı para politikası araçlarından bir tanesidir.[95]

Reeskont yeniden iskonto etmek anlamına gelmektedir. Yani, bir bedel karşılığı iskonto edilmiş (el değiştirmiş) menkul kıymetlerin, bir bedel karşılığı yeniden iskonto edilmesini (el değiştirmesini) ifade eder.

Reeskont oranı ise bankaların geçici nakit ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla Merkez Bankası'ndan yaptıkları borçlanma için ödeyecekleri faiz oranıdır. Yani merkez bankasından yapılacak borçlanmanın maliyetine Reeskont oranı

---

[93] Timur Önder,*a.g.e.,* s. 70 – 72.
[94] *A.g.e.,* s. 79 – 80.
[95] Hasan Özyurt, *a.g.e.,* s. 244.

denmektedir. Diğer bir ifadeyle Reeskont oranı, merkez bankasının ticari senetleri iskonto etmek için ileri sürdüğü şartların tamamıdır diye de tanımlanabilir.[96]

Reeskont işlemleriinn temel amacı, para arzını kontrol altında tutmaktır. Yani nakit ihtiyacı içinde bulunan bankaların ihtiyaçlarını karşılayabilmek ve bankalarda meydana gelebilecek nakit sıkışıklığının büyük finansal krizlere dönüşmesini önleyebilmektir.[97]

Reeskont kredileri, likidite açığı veren bankaların en son likidite kaynağı olarak merkez bankasından bu açığın kapatılabilmesi amacıyla kredi temin edebilmesini sağlayan bir para politikası aracıdır.[98]

Merkez bankası, bankacılık kesiminin geçici likidite ihtiyaçlarını karşılamak için, menkul değer üzerinde

- Muteber saydığı en az üç imzanın bulunması
- Vadelerine en çok 120 gün kalmış olması
- Merkez bankasının kendi belirleyeceği esaslar dahilinde bankalar tarafından verilecek ticari senet ve vesikaları reeskonta kabul edebilir.[99]

Reeskont işleminin uygulanmasında temel düşünce, yüksek faizin borç almayı caydırması; düşük faizin ise teşvik etmesidir. Merkez bankası böylece piyasa üzerinde üç noktada etkin olmaktadır.

- Borç vermeyi kabul veya reddedebilir.
- Uygulanacak Reeskont oranını belirleyebilir.
- Reeskonta kabul edilecek menkul değerlerin türünü belirleyebilir.[100]

Reeskont işlemleri, Reeskont kredileri ve Reeskont avansları olmak üzere iki şekilde gerçekleşir.

Reeskont kredi işlemleri, ticari bankaların, ellerinde vadesi dolmamış iskonto edilmiş senetleri Merkez bankasına getirerek iskonto ettirmesiyle gerçekleşen

---

[96] Gös. Yer.
[97] Merih Paya, *Para Teorisi ve Para Politikası,* Filiz Kitabevi, İstanbul 1998, s. 148.
[98] Hurşit Güneş, *a.g.e.*, s. 10 – 13.
[99] Hasan Özyurt, *a.g.e.*, s. 245.
[100] Gös. Yer.

işlemdir. Senetlerin iskontosunda esas alınan oran merkez bankasının cari faiz oranıdır.

Reeskont işlemlerinin avans uygulaması ise iskonto işlemi yapılmadan belirli bir faiz oranı üzerinden bankalara kredi sağlamaktır. Maddi bir varlığın (menkul ya da gayrimenkul) rehin ve ipoteği karşılığında avans verilmesi gibi.[101]

Reeskont oranındaki değişmeler, piyasada borçlanma maliyetini etkileyerek, maliyet etkisi, değişmenin yönüne bağlı olarak piyasada farklı fon kaynaklarına yönelme ya da daha fazla Reeskont kredisi kullanılmasına neden olarak, ikame etkisi, değişikliğin para politikasında bir değişiklik olacağına yönelik bir sinyal olarak algılanmasıyla, beyan etkisi, para politikasında reeskont oranındaki değişmeden sonra yapılan değişiklik ve bu değişikliğin algılanmasına bağlı olarak da politika etlisi oluşturmaktadır.[102]

2.2.2.4. Zorunlu Karşılık Oranları

Değişik şekillerde (munzam karşılık, kanuni (yasal) karşılık vb.) ifade edilen zorunlu karşılıklar oranı ilk olarak 1936 yılında ABD'de Federal Rezerv Bank (FED) tarafından uygulanan bu para politikası aracı zamanımızda birçok ülke merkez bankası tarafından kullanılmaktadır.[103]

Zorunlu karşılıklar, bankaların pasiflerinde yer alan bazı yükümlülüklerin belli bir oranının genellikle nakit ve faizsiz olarak merkez bankasında bloke edilmesidir.[104]

Bu politika ile merkez bankası para arzı çarpanı üzerinde etkili olmaya çalışır. Şöyle ki zorunlu karşılık oranlarındaki artış, mevduat miktarını azaltarak para arzının daralmasına yol açacağı gibi zorunlu karşılıkların düşürülmesi durumunda da mevduat miktarını artırarak para arzının genişlemesine olanak sağlamaktadır.

---

[101] Osman Z. Orhan, Seyfettin Erdoğan, *a.g.e.,* s. 75 – 76.
[102] Memduh Aslan Akçay, *a.g.e.,* s. 18.
[103] Hasan Özyurt,*a.g.e.,* s. 239.
[104] Memduh Aslan Akçay, *a.g.e.,* s. 19.

Merkez bankasının piyasayı etkileyebildiği en önemli araçlardan biri olan zorunlu karşılık oranları ile merkez bankası, piyasadaki bütün bankalar üzerinde aynı oranda etkili olmaya çalışmaktadır. Çünkü zorunlu karşılık oranlarında küçük oynamalar bile para stokunda ve rezervlerinde önemli değişikliklere neden olabilmektedir. Böyle olduğundan dolayı merkez bankası zorunlu karşılık oranlarını sürekli değiştirmemektedir.

Örneğin, merkez bankasının zorunlu karşılık oranlarını düşürdüğünü kabul edersek ellerinde nakit paranın bollaştığı bankalar eliyle piyasa arz – talep dengesi değişecek, bu da faiz oranlarının dalgalanmalarına neden olabilecektir.[105]

Zorunlu karşılıklar politikasına bağlı olarak doğrudan bir fiyat etkisi olabilir. Bankaların yükümlülüklerini yerine getirmek amacıyla ellerindeki menkul kıymetleri satmaları nedeniyle fiyat etkisi oluşur. Diğer taraftan zorunlu karşılıklar politikasının bir maliyet etkisi de olabilir. Çünkü karşılık oranlarının artırılması ticari bankaların portföylerinde gelir getirmeyen aktiflerin miktarını artırarak kredi işlemlerinin karlılığını azaltıcı yönde etki yapar. Yani karşılıkların faizsiz olması nedeniyle bankaların fonlama maliyetini artırmak suretiyle maliyet etkisi oluşmaktadır.[106]

Zorunlu karşılık oranlarının en etkin olarak uygulanabilmesi için üç nokta önem arz etmektedir:

- Zorunlu karşılık oranı belirlenirken oran, mevduatın tamamını kapsamalı, yani istisnalar bulunmamalıdır.
- Merkez bankasınca bloke edilen zorunlu karşılıklar, hiçbir şekilde yeniden dolaşıma çıkarılmamalıdır.
- Karşılıklar gecikmeden, süresinde merkez bankasına yatırılmalıdır.[107]

2.2.2.4.1. Zorunlu Karşılıkların Beş Temel Fonksiyonu

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

---

[105] Merih Paya, *a.g.e.,* s. 158.
[106] İlker Parasız, *a.g.e.,* s. 302.
[107] Hasan Özyurt, *a.g.e.,* s. 241.

- Bankacılık sisteminin riskinin azaltılması
- Para arzını ayarlamak
- Kısa vadeli faiz oranlarının istikrarına yardımcı olmak
- Likidite yönetimini kolaylaştırmak
- Senyoraj geliri elde etmek.[108]

[108] Timur Önder, *a.g.e.*, s. 87.

Aşağıdaki tablo 3'de dolaylı para politikası araçlarından üç tanesi kısaca özetlenmiştir.

TABLO 3. Dolaylı Para Politikası Araçları

Araçlar	Avantajları	Dezavantajları	Yapısı ve Uygulaması	Değerlendirme
Zorunlu Karşılıklar	Para arzı üzerinde etkili kontrol sağlaması ve finansal sistemdeki her bankayı eşit olarak etkilemesidir. APİ kadar etkilidir.	Esnek bir politika aracı değildir. Mevduat çarpanı içinde yer aldığı için küçük bir değişiklik para arzını büyük oranda değiştirebilir. Bu oran sürekli değişirse bankalar için belirsizlik meydana gelir. Değişimlerin para arzı üzerindeki etkilerinin net olmaması dez avantajıdır.	Zorunlu karşılık, bankaların mevduatlarının belli bir kısmını merkez bankasındaki rezerv hesaplarında tutmasını ifade eder. Oran yüksek olursa bankaların verebileceği kredi miktarı düşer. Terside doğrudur.	Birçok ülkede en etkili araç olarak kullanılmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde yoğun olarak kullanılmaktadır. Sanayileşmiş ülkelerde ise değişik amaçlı politikalara uygun olarak önemli oranda düşürülmüştür.
Reeskont Oranları	Merkez bankasına en son kurtarıcı merci rolü verilmiş olmasıdır. Finansal kriz dönemlerinde bankaların likidite sıkışması ile karşılaşması durumlarında kullanışlı bir araçtır.	Merkez bankasının tam kontrolünde değildir. APİ kadar etkili ve hızlı değildir.	Reeskont bankalarca iskonto edilmiş bir senedin merkez bankalarınca tekrar iskonto edilmesidir. Merkez Bankası'nın bankalara verdiği krediler karşılığında aldığı faiz oranı reeskont orandır.	Birçok ülkede kullanılmakla beraber kullanımı azalmaktadır. Bu araca başvuru bankaların elinde olduğundan aracın kullanımı karmaşıklaştırmasına rağmen, aracın etkinliği başvuruyu düzenleyen kurallar tarafından karmaşıklığı büyük ölçüde giderilmektedir.
Açık Piyasa İşlemleri	Etkili bir para politikası aracıdır. Etkisi tam olarak ölçülebilir ve kontrol edilebilir. Tersine çevrilebilir. Küçük alım – satımlar yoluyla gerçekleştirilebildiği için para tabanı üzerinde küçük ayarlamalara izin verir. Hızlı bir politika aracıdır.	APİ'nin ilk etkisinin sermaye piyasasının yoğunlaştığı yerlerde olmasıdır. Dolayısıyla işlemin etkisinin tüm ekonomiye yayılışı zaman alabilmektedir.	Merkez Bankası'nın piyasadan menkul kıymetleri alması, para tabanının azalmasına neden olacak ve bu tür menkul kıymetleri satması ise para tabanını artıracaktır.	APİ piyasaya kendi içinde müdahale imkanı verdiğinden dolayı piyasa mekanizmasının işleyişini alternatif araçlara nazaran daha az etkilemektedir.

3. PARA POLİTİKASI VE PARA POLİTİKASI ARAÇLARININ TÜRKİYE UYGULAMASI (1980 –2012)

Merkez Bankacılığı her ülkede olduğu gibi bizim ülkemizde de sürekli bir değişim sürecinden geçmiş ve bu süreçte de merkez bankasının para politikası araçları sürekli olarak değişim göstermiştir.

Ülkemizdeki günümüz merkez bankacılığını anlamak ve seksen sonrasının detaylarına başlamadan önce Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)'nın tarihte nasıl bir süreçten geçtiğini özetle, seksen sonrasını ise dönemler itibarı ile ele alınarak incelenmesi gerekli görülmüştür.

Ülkemizde uygulanan para politikalarını ekonominin dışa kapalı olduğu 1980 öncesi ile dışa açılma hamlelerinin başladığı 1980 sonrası olarak ayırım yapabiliriz. Alınan 24 Ocak 1980 kararlarına kadar geçen süre içinde değişik dönemlerde farklı ekonomi politikaları gerçekleştirilmiştir. Bu dönemleri özet olarak inceleyerek 24 Ocak 1980 sonrası dönemleri detaylı bir şekilde ele alalım.

3.1. TCMB 1980 Öncesi Para Politikası Araçları

Aşağıda Merkez Bankasının 1980 öncesi uygulamış olduğu para politikaları dönemler itibari ile incelenecektir. Burada izlenecek dönemler, amaca göre farklı biçimde gruplandırılmaktadır.

3.1.1. Serbest Piyasa Dönemi (1923–1929)

17 Şubat 1923 günü İzmir İktisat Kongresi'nde alınan kararlar çerçevesinde Türkiye Cumhuriyeti serbest piyasa ekonomisini benimsemiştir. Ancak 1923 yılında banka ve kredi sistemimizin yabancı sermayenin denetimi altında bulunması ve merkez bankası görevini Fransız ve İngiliz ortaklığı olan Osmanlı Bankasının yürütüyor olması Türkiye Cumhuriyeti devletinin mali kurumlar ve uygulamalar itibariyle hareket alanını sınırlandırmıştır.[109]

[109] Hasan Özyurt, *a.g.e.,* s. 295.

Türkiye Cumhuriyeti'nin para çıkarmaya ilişkin ilk yasası 12 Şubat 1924 tarihinde Mecliste kabul edilen 411 sayılı yasadır.[110] Bu dönemde dolaşımda bulunan para altın olduğu için para hacmini, ticari işlemlere göre belirlenen madeni paralar ve Osmanlı Bankasınca çıkarılan banknotlar oluşturmuştur. Ancak, devralınan banknotlar ihtiyaçları karşılayacak esnekliği sağlayamadığı ve Devletin para mekanizmasıyla fazla oynayamadığından Türk parasının saygınlığı artmıştır. Başka bir ifadeyle de para arzı ekonominin parasal ihtiyacını karşılayamamış, para arzındaki nispi düşüklük nedeniyle Türk Lirası'nın dış değeri önemli ölçüde kararlılık göstermiştir. Bu istikrarı aniden bozan 1929 Dünya Ekonomik Krizi nedeniyle yeni tedbirler almaya zorlamış ve 25 Şubat 1930 tarih ve 1567 sayılı kanunu çıkarmıştır. Bu kanunla döviz, hisse senedi, tahvil alım-satımı, yurt dışına ihracının kısıtlanması ve Türk parasının kıymetini korunması hakkında köklü tedbirler alınmıştır. Bu dönemde bir merkez bankası kurulması fikri doğmuştur.[111]

3.1.2. Devletçilik Dönemi (1930–1938)

Bu dönemde, köklü ekonomik değişimlerin beraberinde çok önemli parasal kurumların kurulmasıyla beraber özgün politikalar uygulanmıştır.[112] Para politikası açısından bu dönemdeki en önemli gelişme 30 Haziran 1930 tarihinde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının kurulmasıdır. Merkez Bankasının kuruluşundan sonraki dikkate değer diğer olay da Türkiye'de bir süre için üç tür paranın dolaşımda bulunmuş olmasıdır. Dolaşımdaki paralar ise Osmanlı Bankası banknotları, Osmanlı imparatorluğunun çıkarmış olduğu kaimeler ve son olarak Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının piyasaya sürmüş olduğu Liralardan ibarettir.[113] Bu dönemde sanayileşme gayretlerinin arttığı, bir çok sınai tesisin devlet eliyle kurulduğu, kalkınmada devletin faal rol alması ekonomide planlı bir şekilde devletçilik prensiplerinin yerleştiğinin göstergesidir.[114] 11 Haziran 1930 tarih ve 1715 sayılı

[110] Osman Z. Orhan, Seyfettin Erdoğan, *a.g.e.,* s. 342.
[111] Hasan Özyurt, Gös. Yer.
[112] *A.g.e.,* s. 296.
[113] Muhammet Akdiş, *a.g.e.,* s. 350.
[114] Dündar Sağlam, *Türkiye Ekonomisi Yapısı ve Temel Sorunları,* Sanem Yayınevi, Ankara 1991, s. 82.

TCMB yasası çıkarılmış ve 30 Haziranda kurulan merkez bankasına şu görevler verilmiştir.[115]

İskonto oranını belirlemek, paranın dolaşımını düzenlemek, hazine işlemlerini yapmak ve hükümetle birlikte paranın istikrarına ilişkin gerekli tedbirleri almak.

Bu dönemdeki merkez bankasının en belirgin özelliği, Hükümetlerin bütçe açıklarından ve para arzını genişletmekten titizlikle kaçınmalarıdır.

Ancak 1938 yılında Hazine kefaletini taşıyan bonolarını iskonto etme veya karşılığında avans verme yetkisi tanındığından Merkez Bankasınca verilen kredilerin içinde devlet kesiminin oranı giderek artmıştır.[116]

3.1.3. Savaş ve Savaş Sonrası Yıllar (1939–1949)

1939 yılında başlayan İkinci Dünya Savaşı döneminde, Türkiye aktif olarak savaşa girmediği halde, seferberlik ilan edilmiştir. Seferberliğin getirmiş olduğu zararın önemli bir bölümü emisyona gidilerek karşılanmaya çalışılmıştır. [117] Dolayısıyla savaşın olağanüstü şartlarında, sıkı para politikası kısmen terk edilmiştir. Savaşa girmemesine rağmen Türkiye, ağır bir ekonomik bunalımla karşı karşıya kalmıştır.[118] Devlet ekonomik sıkıntılarını aşmak için emisyona başvurmuş ve 1932 yılında 149 milyon lira olan tedavüldeki banknot hacmi savaşın bittiği yıla gelindiğinde ise 937 milyon liraya yükselmiştir. Bu paranın da 496 milyon lirası reeskont karşılığı piyasaya sürülen sıcak paradır. Başka bir ifadeyle 14 yıl içinde döviz ve altın karşılığı olmayan para miktarı yaklaşık bir misli artmıştır.[119]

Hükümet ağır savunma harcamaları yapmak zorunda kalmış. Çalışma çağındaki büyük miktar genç nüfusun askerlik altında tutulması ve bunların beslenme zorunlulukları.

İthalat miktarı büyük ölçüde daralmış.

---

[115] Hasan Özyurt, *a.g.e.,* s. 296.
[116] Gös. Yer.
[117] Osman Z. Orhan, Seyfettin Erdoğan, *a.g.e.,* s. 343 – 344.
[118] Hasan Özyurt, *a.g.e.,* s. 296.
[119] *Türkiye'de Toplumsal ve Ekonomik Gelişmenin 50 yılı,* DİE Yayınları, Ankara 1973, s. 341.

Özel kesimin yatırımları kendilerinin daha çok kar edebilecek oldukları daha çok spekülatif alanlara yönelmişlerdir.

Devletin, hızla başlamış olduğu 1933 ve 1936 yıllarında Birinci ve İkinci Beş Yıllık Sanayi planları ile başlamış olan sanayi yatırımları karşısında bankacılık alanında yeterli seviyede bir gelişme olmamıştır.

Yukarıda Devletin ağır ekonomik bunalımlarından bazılarına değinilmiştir.

Uygulanan para politikaları şöyle özetlenebilir.

1938'de 219,5 milyon lira olan emisyon hacmi 1945 yılına gelindiğinde % 4,2 dolayında artarak 918,6 milyon liraya yükselmiştir. Savaş öncesinde hazinenin merkez bankasından kredi alımını kolaylaştırmak için merkez bankası kanununda değişiklik yapılmış ve hazinenin merkez bankasından kredi alması nispeten kolaylaştırılmıştır. Merkez Bankasının iskonto ettiği hazine kefaletine haiz bonolar 1938 yılında 30 milyon civarında iken 1945 yılında ise 614 milyona yükselmiştir. Yani sekiz yılda yaklaşık olarak 20,5 kat artış olmuştur.[120] Mevduat munzam karşılık oranı yükseltilerek, karşılıkların tamamının iç borçlanma senedine yatırılması öngörülmüştür. Sürekli biçimde dış ticaret fazlasının oluşması nedeniyle, altın ve döviz rezervleri artmıştır. Emisyon hacmi artmış ancak mal arzındaki yetersizlik nedeniyle Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) dört kat artmıştır. İç fiyatlardaki yükselmeler liranın değerlenmesi sonucunu doğurmuş 7 Eylül 1946 tarihinde yapılan devalüasyonla bir doların değeri 130 kuruştan 280 kuruşa yükseltilmiştir. %50 dolayındaki bu devalüasyon çok tartışılmıştır.[121]

Söz konusu bu dönemde merkez bankası reeskont oranlarında ve piyasa faiz oranlarında değişiklik yapılmamış, kamu kesiminin finansmanında kullanılmaya devam edilmiştir. Nitekim 1947 yılı sonrasında Truman Doktrini ve Marshall Planı çerçevesinde Türkiye'ye gelerek incelemelerde bulunan birçok Amerikalı uzmanın Devletçilikten vazgeçilmesi yönünde öğütleri olmuş ve Türkiye Cumhuriyeti devleti

[120] Muhammet Akdiş, *a.g.e.,* s.351 – 352.
[121] Hasan Özyurt, *a.g.e.,* s. 297.

olarak ta ilk dış yardım ve dış borçlanmalarla bu dönemde tanışmış ve 1946-49 döneminde Marshall planından yardım almaya başlamıştır.[122]

Savaş sonrası dönemi, gerek dünyanın yeni bir ekonomi politikası önerileriyle topladığı Breetton Woods sistemi ve bunun sonucunda ortaya çıkan IMF ve Dünya Bankası ikizlerinin tavsiyeleri ve gerekse 1936 yılından itibaren geçerlilik kazanmaya başlayan, talebin canlandırılması gereği üzerinde duran J.M. Keynes'in ekonomi felsefesinin oturmaya başladığı yıllar olarak vasıflandırabiliriz. [123]

3.1.4. Enflasyoncu ve Genişletici Para Politikası Dönemi (1950-1960)

İkinci Dünya savaşından sonra, gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi özelliklede Türkiye, kalkınma sorunlarına Keynesci yaklaşımlarla çözüm aramaya başlamıştır. Temel ekonomi politikası olarak, para arzı sürekli olarak artırılmış ve faiz oranları düşük düzeyde tutularak kaynakların harekete geçirilmesi sağlanmaya çalışılmıştır.[124]

1950-1960 döneminde, benimsenen iktisat politikalarına paralel olarak parasal genişleme stratejisinin uygulandığı gözlenmektedir. Bu dönemin en belirgin özelliklerinden biride liberal ekonomi politikalarının gündeme getirilmesi olmuştur. Genişletici para politikaları İkinci Dünya Savaşından sonra genel bir eğilim olarak ortaya çıkmıştır. Bu eğilimin doğal bir sonucu olarak 1951 yılında çıkarılan 5851 sayılı kanun ile ödünç verme işlemlerine ilişkin maksimum faiz oranı açık kredilerde %12'den %9'a, teminat karşılığı kredilerde ise %8,5'den %7'ye indirilmiştir.[125] Bu dönemde ucuz kredi politikasının yanı sıra, emisyon miktarı da artırılmıştır. 1950 yılında 1 milyar dolayında bulunan emisyon hacmi 1953'de 1,903 milyon liraya, 1958'de 4,424 milyon liraya, 1960'da ise 5 milyar liraya yükselmiştir. Emisyon hacmindeki bu artışa ucuz kredi politikaları eklenince, mal hizmetlere olan talep şiddetle artmış ve tam bir enflasyon sürecine girilmiştir. Şöyle ki 1948=100 itibariyle 1950=96 olan Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE), 1954'de 121'e 1958'de 225'e 1960'da

[122] Muhammet Akdiş, *a.g.e.,* s. 352.
[123] Gös. Yer.
[124] Hasan Özyurt, *a.g.e.,* s. 297.
[125] Timur Önder, *a.g.e.,* s. 115.

ise 2802'ye yükselmiştir.[126] Bütün bu olaylarla beraber ihracatın gerilemesi, ithalatın devam etmesi ve 1954 yılından itibaren ödenemeyen dış borç taksitleri hükümeti yeni bir istikrar programı hazırlamaya yöneltmiş ve 4 Ağustos 1958 tarihinde yeni bir takım kararlar alınarak yürürlüğe konulmuştur. Bu kararlar özetle şöyledir.

Yeniden değerlendirme yapılarak liranın dolar karşısındaki değeri belirlenmiş ve 1 dolar=2,81 TL'den 1 dolar=9,00 TL'ye yükseltilmiştir.

Birikmiş dış borçların konsolide edileceği ilan edilerek, yabancı mali kuruluşlardan, acil ihtiyaçlarda kullanılmak üzere dış kredi alınmıştır.

Para arzını kontrol altına alabilmek için Kamu İktisadi Teşekkülleri (K.İ.T)'nin Merkez Bankasından çekebilecekleri para miktarı sınırlandırılmıştır.

Kredi hacmini sınırlandırmak için Banka kredilerini tanzim komitesi kurulmuş ve komite Bankaların Plasman miktarını 30.08.1958 tarihindeki seviyesinde dondurulmasına karar vermiştir.

Türk parasının kıymetini korumak için TCMB'da Kambiyo Karşılık Fonu kurulması öngörülmüştür.

Görüldüğü üzere 1950 yılıyla başlayan bu dönemde ithalatın yükselmesi, döviz fiyatlarının artması, kamu açıkları için emisyona başvurulması ve kalkınma çabalarının devletin reel geliri ile finanse edilememesi ekonomiyi bir takım istikrar tedbirleri almaya zorlamıştır. Böyle olmasına rağmen bu dönemde uygulanan para politikaları da para ve kredi hacmini kontrol ederek ekonomik istikrarın sağlanmasında etkili olamamıştır.[127]

3.1.5. Denetimli ve Planlı Ekonomi Dönemi (1960–1970)

Ekonomik yönden birçok gerçeklerin tecrübe yoluyla öğrenilmesine imkân verdiği, ekonomik hayatın ancak bir plan dâhilinde yürütülmesinin daha faydalı olacağı kanaatinin oluştuğu dönem olarak nitelendirilebilir. 1960 öncesi dönemdeki tedbirlerin başarısızlığından dolayı, başlangıcında askeri müdahale devamında ise

[126] Muhammet Akdiş, *a.g.e,* s. 353.
[127] Muhammet Akdiş, *a.g.e.,* s. 353 – 354.

beş yıllık kalkınma planlarına sahip olunan bu dönemde ekonomiye, kalkınma planlarıyla müdahale edilerek reel ve parasal büyüklüklerin denetim altına alınmasına çalışılmıştır.[128]

Demokrat Parti iktidarının uyguladığı para politikalarını sona erdiren 27 Mayıs 1960 Devrimi sonrası istikrarlı bir para politikası izlenmeye başlanılmıştır. Öncelikle para ve kredi hacmindeki aşırı genişlemeye son verilmiş ve 4 Ağustos 1958 tarihli istikrar tedbirleri 22 Ağustos 1960'da hukuken tamamlanmıştır. Böylelikle 1960 yılında makro ekonomik dengeleri tam oturtabilmek için bazı tedbirler alınmıştır. Bunlardan bazıları da şöyledir.

Dış ticaret açıkları, yeni borçlarla kapatılmaya çalışılmıştır.

Zorunlu karşılık oranları için vadeli mevduatta %10 - %35; vadesiz mevduatta ise %20 - %45 bandı oluşturulmuştur.

Yatırım projelerinden bazıları iptal edilmiş, bankaların faiz oranları yükseltilmiştir. Ancak tarım ve ihracat kredilerine düşük faiz uygulanarak bu sektörlerin gelişmesine imkan sağlanmıştır.

Netice itibariyle para arzı kısılmış, ancak 1960-1961 yıllarında ekonomik durgunluk baş göstermiş ve bu durgunluğu giderebilmek için faiz oranları düşürülerek para arzı ve kredi hacmi genişletilmeye çalışılmıştır.[129]

1960 yılından itibaren ekonomik, sosyal ve kültürel kalkınmanın hız kazanması amacıyla politikalar arası uyumun sağlanması, toplumsal ve kültürel dönüşümün uyumlu yönlendirilmesi ve ekonomiye rasyonel müdahalelerin temini amacıyla kalkınma planları hazırlanıp uygulanması fikri ortaya atılmış ve 91 sayılı kanunla 30 Eylül 1960 tarihinde Başbakanlığa bağlı Devlet Planlama Teşkilatı kurulmuştur.[130]

Kurulan Devlet Planlama teşkilatı (DPT) ilk olarak 1962 yılı için geçici bir plan hazırlayarak para ve kredi sistemiyle ilgili bir takım tedbirler alınmıştır. 1963

[128] Muhammet Akdiş, *a.g.e.,* s. 354.
[129] Hasan Özyurt, *a.g.e.,* s. 300 – 301.
[130] Gös. Yer.

yılında Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı (BBYKP) ve 1967 yılında ise İkinci Beş Yıllık kalkınma Planı (İBYKP) hazırlayarak yürürlüğe koymuştur.

Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planının işlediği 1963 ile 1970 yılları arası Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) yılda ortalama %6,3 büyümüş, ortalama enflasyon oranı ise %5,3 olmuştur.

Bütün bunlara rağmen 1970 yılından itibaren fiyat istikrarı bozulmuş ve 1971 ile 1976 arasında fiyatlar ortalama yılda % 18,6 oranında artış olmuştur. Fiyatlardaki bu hızlı yükselme ve diğer ekonomik değişkenlerdeki bozulmalar 1970 yılında istikrar tedbiri uygulamasını zorunlu kılmıştır.[131]

3.1.6. 1970 – 1980 Döneminde Uygulanan Para Politikası

Bu yıllara gelindiğinde Türkiye döviz sorunu hafiflemiş olarak ekonomik büyüme hız kazanarak girmiştir.[132] İç finansta kamu kesiminin yeterli iyileşmeleri sağlayamaması ve kamu harcamalarının sağlam kaynaklara dayandırılamaması sonucuyla TCMB'nın rolü daha da etkin hale gelebilmiştir. Şöyle ki 14 Ocak 1970 tarihinde çıkarılan 1211 sayılı kanunla TCMB kanunu değişikliğe uğramış ve Hazine'nin Merkez Bankasındaki hissesi % 15'ten % 51'e yükseltilmiştir. Yapılan değişikleri özetleyelim.

TCMB'nın görevleri, yetkileri, araçları, işlemleri ve örgüt yapısı yeniden gözden geçirilmiştir.

Hükümetlerce belirlenen para ve kredi politikalarının, kalkınma plan ve programlarına uygun biçimde yürütülmesi kararlaştırılmıştır.

Değişik nedenlerle tanzim edilen kanun ve kararname hükümleri bir araya toplanılarak toplu metin hazırlanmıştır.

Bankanın örgüt şemasına çağdaş merkez bankacılığının sahip olduğu nitelikler kazandırılmaya çalışılmıştır.

---

[131] Gös. Yer.
[132] Haydar Kazgan – Murat Öztürk – Murat Koraltürk, *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası,* Ankara 2000, s. 175.

Kanun merkez bankasına para arzını ve ekonominin likiditesini düzeltmek amacıyla Açık piyasa işlemlerini (APİ) yapabilmesini sağlamıştır.

Kanun, bankalar tarafından sunulacak vadelerin en çok beş yıl kalmış vadelerin de reeskonta ve avansa kabul edilmesini öngörmüştür.[133]

1973 yılında uygulamaya konulan Üçüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı (ÜBYKP) 1973 Dünya Petrol kriziyle beraber gelen stagflasyon eğilimleri ve 1974 Kıbrıs Barış Harekatı gibi nedenlerle ve bu nedenlerle beraber Türkiye'ye uygulanan iç ve dış, siyasi ve ekonomik baskılardan dolayı ÜBYKP hedeflerine ulaşamamıştır.

Bu olumsuzluklar neticesinde 1971 – 1980 döneminde karşılaştığımız olumsuzlukları özetle şöyle sıralayabiliriz.

- İki haneli enflasyon ortaya çıkmıştır. Aynı zamanda da dış ödemeler dengesinde önemli sıkıntılar yaşanmıştır.
- 1970 yılında yapılan devalüasyon sonrası parasal genişleme kontrol edilemez hale gelmiştir.
- Uluslar arası rezervlerin artışı ve merkez bankalarının ticari bankalara açmış olduğu kredilerdeki artış sonrası ve bunlara bağlı olarak para arzı, iç talep artışı ve sürekli fiyat artışına neden olmuştur. Neticede, enflasyon kaçınılmaz son olmuştur.
- Kamu kesimine verilen kredilerde artış olmuş özelliklede kamu iktisadi teşekküllerinde (KİT) olmuştur.[134]

3.2. Dönemler İtibarıyla TCMB Para Politikası ve Araçları

Dönemler ve 1980 sonrası temel makro ekonomik göstergelerine başlamadan önce, para arzındaki aşırı genişlemeler ve ekonomideki diğer olumsuzluklar karşısında Türkiye'de alınan 24 Ocak 1980 Ekonomik İstikrar Tedbirleri uygulamaya konulmuştur. Alınan bu kararları özet olarak ifade edilmesi uygun görülmüştür.

[133] Hasan Özyurt, *a.g.e.,* s. 303 – 304.
[134] Gös. Yer.

24 Ocak 1980 kararlarının alınmasında etkili olan sorunlar

- İktisat politikası kararlarının alınmasında ve uygulanmasında süregelen hata, eksiklik ve gecikmeler.
- Yüksek oranlı kronik enflasyon.
- Petrol ve enerji yetersizliği, finansman yetersizliği vb. darboğazlar nedeniyle düşük kapasite kullanımı.
- Giderek durgunlaşan ihracat.
- İç tasarruf düzeyinin düşmesi .
- Dış borç yükünün artması.
- İşsizlik oranının yüksekliği.
- Vergi yükündeki adaletsizliğin artması.[135]

Anılan bu sorunlara karşılık olarak 24 Ocak 1980'de alınan kararlar özetle şöyledir.

- Fiyat denetimi kaldırılarak, fiyatların piyasa şartlarında belirlenmesine gidilmiştir.
- Türk Lirası, dolara göre % 48,6 oranında devalüe edilerek, gerçekçi ve esnek kur politikasına geçilmiştir. Bununla beraber katlı kur politikasına son verilmiştir.
- TCMB nezdinde Destekleme ve Fiyat İstikrar Fonu kurulmuştur. Böylece bankaların % 25 olan döviz tutma yetkileri % 80' çıkmıştır.
- Bazı malların ithalatından alınan vergiler azaltılmıştır.
- İhracat yapmak amaçlı ithalata kolaylıklar sağlanmıştır.
- İhracat kredileri kolaylaştırılarak maliyeti azaltılmıştır. Yani ihracat kredileri sigorta ve muamele vergisi ile damga vergisinden muaf tutulmuştur.
- Dış kaynaklı yatırımlara özendirici uygulamalar getirilmiştir. Bu teşvikin yapılabilmesi içinde Yabancı Sermayeyi Teşvik Dairesi kurulmuştur.
- Başta katma değer vergisi (KDV) olmak üzere reform düzeyinde vergi düzenlemeleri gerçekleştirilmiştir.
- Serbest faiz uygulamasına geçilmiştir.[136]

[135] *A.g.e.,* s. 307.
[136] *A.g.e.,* s. 308 – 309.

3.2.1. 1980 - 1986 Dönemi

Ülkemizde 1970'li yılların sonunda yaşanan ödemeler dengesi krizi ve hızlı enflasyon süreci artan kamu kesimi açıklarının parasal genişleme ile finanse edilmesinden kaynaklanmaktadır. Uygulanan genişletici maliye ve para politikalarıyla beraber düşük faiz ve kur politikaları ekonomide yaşanan dengesizliklerin daha da artmasına neden olmuştur. Ekonomik krizden çıkmak amacıyla alınan 24 Ocak 1980 kararları uzun dönemde sanayileşme ve büyüme sürecinde etkili olacak politika değişikliklerini gündeme getirmiştir.[137]

Alınan 24 Ocak kararlarının temel amacı ülkemizin ithal ikameci büyüme modelinden dışa açık bir büyüme modeline geçmeyi istemesidir. Yani devletin fonksiyonlarını azaltarak, bütçe açığının daraltılması ve özel sektörün genişlemesine yardımcı olmak.

Tarihe 24 Ocak kararları olarak geçen ekonomik istikrar tedbirlerin başında; fiyatların piyasa mekanizması çerçevesinde oluşması amacıyla fiyat kontrollerinin kaldırılması, ithal ikameci dış ticaret politikalarından dışa açık dış ticaret politikasına geçiş, diğer bir ifadeyle, dış ticaretin liberalleşmesi, esnek kur rejimine geçiş ve finansal sistemin liberalleşmesi, daha açık bir ifadeyle tasarruf eğiliminin artırılması amacıyla eski reel faiz politikasından vazgeçilerek bankacılık sistemi mevduat ve kredi faizlerinin serbest bırakılması gelmektedir. 24 – 25 Ocak 1980 Kararlarının temel amaçları:

1- Ekonomide tüketim harcamalarını kısarak tasarrufları artırmak,
2- Enflasyonun kontrol altına alınabilmesi için sıkı para ve kredi politikası titizlikle uygulanarak, kamu sektörünün finansman açığı zamanla ortadan kaldırılması ve Hazine'nin TCMB'den borçlanmasının sınırlandırılması,
3- Tasarrufların artırılması ve bankacılık sisteminin de toplanmasını sağlamak içinde gerçekçi bir faiz politikası uygulanması,

[137] Süreyya Serdengeçti, *"Türkiye'de Enflasyon ve Büyüme İlişkisi: Genel Bir Değerlendirme"* İMKB Dergisi, Ekim/Kasım/Aralık 1999, http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/2000/enflasyon.html, (14/02/2013).

4- Bir yandan bankaların ödünç verilebilir fonlarını genişleterek, diğer yandan yüksek faiz politikası ile kredi istemini daraltarak fon arz talep dengesinin kurulması,
5- Finansman açığının kapatılması ve yatırımların istihdam artırıcı şekilde yeniden hızlandırılması bakımından özel ve yabancı sermayenin teşvik edilmesi,
6- İhracatın hızla artırılması için gerçekçi ve esnek bir kur politikası uygulanması,
7- Fonların özendirilen sektörlere akmasının hızlandırılması.
olarak sıralayabiliriz.[138] Esnek kur politikasına geçilmiş ve Türk Lirası'nın değeri %48,6 oranında devalüe edilerek 47 liradan, 70 liraya çıkarılmıştır ve katlı kur uygulamasına son verilmiştir.

Alınan kararlar doğrultusunda Temmuz 1980'de mevduat faiz oranları serbest bırakılmıştır. O zamanki konjonktüre bağlı olarak belirlenen kur politikasıyla beraber uygulanacak pozitif reel faiz politikasının, bir taraftan para talebini yükselterek fiyat istikrarının sağlanmasına yardımcı olacağı, diğer taraftan da kaynak dağılımındaki bozuklukları düzelterek ekonomik büyümeye katkıda bulunacağı düşünülmüştür. 1981 yılında reel faiz oranları pozitif düzeye çıkmış, 1981 ve 1982 yılında toplam mevduatta önemli oranda artış gözlenmiştir. Paranın dolanım hızı da büyük ölçüde yavaşlamıştır. Mevduat faiz oranlarını belirleme yetkisi merkez bankasına verilmiş ve ekonomik gelişmeler göz önüne alınarak üç ayda bir faiz oranları gözden geçirilmiş, kredi faiz oranlarının belirlenmesi ise bankalara bırakılmıştır.[139]

1984 yılına gelindiğinde faiz oranları bir kaç kez yükseltilmiştir buna karşın reel faiz oranları pozitif kalmakla birlikte yılın büyük bölümünde düşük düzeylerde seyretmiştir. 1985 yılının Temmuz ayında uzun vadeli mevduat faiz oranları daha yüksek tutulmuştur. [140]

1984 yılında yurt içinde ikamet edenlerin döviz taşımaları, ticari bankalarda döviz cinsinden hesap açtırmaları, nakit döviz çekmeleri ve yurtdışına transfer etme olanağı sağlanmıştır. Döviz tevdiat hesaplarına uygulanacak faiz oranı konusunda

[138] Timur Önder, *a.g.e.,* s. 147 – 148.
[139] Mehtap Kesriyeli, *1980'li Yıllardan Günümüze para Politikası Gelişmeleri,* TCMB Yayınları, Ankara 1997, s. 5.
[140] Gös. Yer.

banka ve müşteri arasında pazarlık yapılabilmesi, fakat uygulanacak oranların Euro piyasasında oluşan faizlerin üzerine çıkmasına izin verilmemesi kararı alınmıştır. Böyle bir uygulama başlatılarak bankacılık sisteminin kaynaklarını artırmak, bankaların yurtdışında bulunan döviz rezervlerini yurtiçine çekmek ve sermaye çıkışını durdurmaktır. Yapılan bu uygulamanın enflasyonist bir ortamda yapılması halinde TL'nin daha güçlü bir para ile ikame edilmesi sonucunu oluşturmuştur. 1984 Ağustos ayında ve 1985 Haziran ayında uygulanan mevduat faiz oranlarının artırılmasının nedeni TL varlıklarının getirisini artırmak olacaktır.[141]

Mevduat munzam karşılık oranlarında yapılan değişikliklerle 1985 yılına gelindiğinde karşılık oranlarının yüksek olması nedeniyle bankalar yükümlülüklerini yerine getiremez bir hal almışlardır. Diğer taraftan da karşılıkların yatırılma sürecinin uzun olması nedeniyle değişikliğin etkisi ancak altı hafta sonra görülebilecektir. Merkez bankasının elini güçlü kılabilmek adına zorunlu karşılıklara ödenen faiz oranları yüksek tutulmuştur.

Zorunlu karşılıklar sisteminde 1985 yılında köklü değişikliğe gidilerek zorunlu karşılıkları daha etkin ve esnek bir para politikası aracı haline getirmiştir. 1985 yılının Nisan ayından başlayarak, ihracat ve yatırım kredilerine tahsis edilecek mevduata uygulanan tercihli karşılık oranları kaldırılmış, karşılıkların yatırılma süresi altı haftadan iki haftaya indirilmiş ve oran % 25'den yıl sonunda % 19'a , 1986 yılı başında ise % 15'e düşürülmüştür. Zorunlu karşılıklara ödenen faiz oranı da 1985 yılı boyunca azaltılarak yılsonunda tamamen kaldırılmıştır.[142]

Bu dönemde faiz oranlarında ve zorunlu karşılık oranlarındaki değişmelere bağlı olarak parasal büyüklüklerde de bir takım değişiklikler olmuştur. Şöyle ki 24 Ocak kararlarını takip eden ilk üç yıl boyunca sıkı iktisat politikaları tercih edilmiş. Kamu kesimi finansman ihtiyacının azaltılması, reel faiz oranlarının pozitif değerlere ulaşması ve bunlarla beraber Türk Lirasının yabancı paralar karşısında reel olarak hızlı değer kaybı, para talebinde artışa yol açmıştır.

---

[141] Şükrü Binay – Kürşat Kunter, "Mali Liberalleşmede Merkez Bankasının Rolü 1980 – 1987", Ankara 1998, *http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/teblig/98/gece2.html*, (01/03/2013).
[142] Kesriyeli, *a.g.e.*, s. 6.

1983 yılında parasal genişleme eğilimi ortaya çıkmış, uygulanan para ve maliye politikaları büyük ölçüde gevşetilmiştir. 1984 yılında, ödemeler dengesini iyileştirmek ve enflasyon hızını yavaşlatmak amacıyla sıkı para politikası uygulamaya çalışılmış, bu doğrultuda nominal faiz oranları önemli ölçüde yükselmiştir. Ancak, dış ticaret ve ödemeler sisteminde yaşanan liberalleşme sonucu merkez bankasının dış varlıkları beklenenden hızlı artış göstermiş ve parasal genişleme göstermiştir. 1980 – 1984 döneminde daraltılmış olan merkez bankası kredileri 1984'ten sonra yeniden artış sürecine girmiş ve böylece 1980 yılında toplam kredilerdeki artış % 66,6 düzeyinde gerçekleşirken, 1982 yılında % 29,6'ya gerilemiş, 1984 yılında ise düşüş eğilimi yerini yükseliş eğilimine bırakmış, merkez bankası doğrudan kredilerinde % 96 düzeyinde bir artış yaşanmıştır.[143]

1983 – 1984 yıllarından itibaren sürekli artış eğilimi gösteren parasal genişleme süreci, esas itibariyle bütçe açıklarından kaynaklanmıştır. Hızlı bir kalkınma süreci için artırılmaya çalışılan kamu sabit sermaye yatırımları vergi gelirleri ile yeterli ölçüde finanse edilemeyince kamu kesimi borçlanma gereksinimini tırmandırmıştır. Bu durum karşısında merkez bankası da doğrudan kredilerini ve dolayısıyla para arzını artırmıştır.[144]

1985 yılı içinde, ilk defa, para arzı ve diğer bazı parasal büyüklüklerin bir sonraki yıl içerisindeki gelişimini tahmin eden bir parasal program hazırlanmıştır. Bu parasal programda, Yıllık Program'ın öngördüğü enflasyon ve büyüme hedefleriyle tutarlı olan M_2 para arzı artışı belirlenmiş ve bu artış ile reel faiz, reel kur gibi bir dizi makroekonomik değişkenler ilişkilendirilmiştir. Programlanan M_2 ve diğer parasal büyüklüklerdeki gelişmelerle uyumlu rezerv para artışı Merkez bankası bilançosunun aktif kalemleri olan kamu kesimine krediler, bankacılık kesimine krediler ve net dış varlıklardaki artışlar arasında paylaştırılmıştır. Bu paylaşım sırasında bankacılık kesimine verilecek krediler ve net dış varlıklardaki muhtemel gelişmeler planlanmış ve geriye kalan bölüm kamu kesimine verilecek kredilerin üst sınırı olarak belirlenmiştir. Yani 1986 yılı parasal programı, belli bir M_2 artışı hedef olarak

[143] Hurşit Güneş, *a.g.e.*, s. 18 – 19.
[144] Gös. Yer.

alındığında, bunu gerçekleştirecek rezerv para artışının ve dolayısıyla da merkez bankası net iç ve dış varlıkların programlanmasına dayanmıştır.[145]

3.2.2. 1986 - 1994 Dönemi

1986 yılı para politikası uygulamaları açısından bir geçiş döneminin başlangıcı olmuştur. 1986 yılından itibaren Türkiye'de merkez bankacılığında da önemli değişimler yaşanmaya başlamıştır. Bu dönem öncesi para otoriteleri doğrudan müdahalelerle kamu ve özel sektörün harcama ve portföy yapılarını kontrol etmekteydi ancak kamusal açıkların finansmanında öncelikli olarak merkez bankası kaynakları tercih edilmekteydi. Bu durum para politikasını maliye politikasına bağımlı hale getirmiştir.

Bu dönemden itibaren modern merkez bankacılığı işlevlerini yerine getirebilmek ve para politikalarını etkin şekilde piyasa mekanizmaları çerçevesinde uygulayabilmek amacıyla dolaylı para politikası araçlarının kullanılmasına ilişkin alt yapı çalışmaları hız kazanmıştır. Bu çalışmayla, hem faiz oranı politikasının etkinliği artırılmaya çalışılmış, hem de bankacılık sektörünün TL cinsinden rezervleri kontrol edilerek para arzı dolaylı bir şekilde yönlendirilmeye çalışılmıştır. 1986 yılı merkez bankası bünyesinde piyasaları oluşturulmaya başlandığı yıl olmuştur.

1986 Mart ayında Bankalar arası Para Piyasası, 1987 Şubat ayında Açık Piyasa İşlemleri, 1988 yılının Ağustos ayında Döviz – Efektif Piyasası, 1989 Nisan ayında ise Altın Piyasası kurularak başka bir döneme geçildiğinin göstergesi olmuştur.[146]

1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) açılmış ve piyasalar aracılığı ile birçok yeni finansal enstrüman kullanılabilecek olmasına rağmen, sermaye piyasalarının sığ olması nedeniyle sadece hazine bonoları ve devlet tahvilleri kullanılmıştır. Merkez bankası açık piyasa işlemleri ile piyasadaki likiditeyi repo, ters repo, doğrudan alım ve doğrudan satım işlemleri yaparak kontrol etmeye başlamıştır. Merkez bankasınca yürütülen APİ ile para piyasasında gerçekleşen

[145] Timur Önder, *a.g.e.,* s. 158.
[146] Şükrü Binay – Kürşat Kunter, "Mali Liberalleşmede Merkez Bankasının Rolü 1980 – 1987", Ankara 1998, *http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/teblig/98/gece2.html*, (01/03/2013).

işlemler sayesinde piyasadaki rezerv hareketleri günlük olarak ayarlanabilmiştir. Böylece kısa dönem nakit fazlası olan bankalar ile kısa dönem nakit gereksinimi olan bankalar merkez bankası aracılığıyla nakit ihtiyaçlarını giderebilmişlerdir.

1988 yılında mevduat faiz oranları en çok değişime uğrayan değişkenlerden birisi olmuştur. 4 Şubat 1988'de yapılan mevduat faiz oranındaki ilk önemli değişiklik ile vadeli ve vadesiz resmi mevduat faiz oranı azami % 10 olarak belirlenerek bankalar arası mevduat faiz oranı ise serbest bırakılmıştır. 4 Şubat 1988 öncesi dövize olan talebin çok canlı olması nedeniyle Türk Lirasının cazip hale getirilmesi amaçlanmıştır. 12 Ekim 1988 tarihinde faizlerdeki ikinci önemli değişiklik ile resmi mevduat dışındaki mevduat türlerine uygulanacak faiz oranları bankalar tarafından belirlenmek üzere serbest bırakılmıştır.[147]

1989 yılında ekonomide üç önemli gelişme gözlenmiştir:

1- 12 Eylül hükümetleri ve Birinci Özal Hükümeti döneminde bastırılmış ve reel olarak aşınmış olan ücretlerde ani bir sıçrama olmasıdır. Bu da artmakta olan kamu açıklarına önemli ölçüde katkıda bulunmuştur.

2- Kamu açıklarının finansmanında ağırlığın merkez bankası kaynaklarından iç borçlanmaya doğru çevrilmesidir. İç borçlanmanın yapılabilmesi için faizlerin yükseltilmesi gerekmektedir. Sonuç itibariyle hem borç yükü artmaya hem de vade yapısı kısalmaya başlamıştır.

3- 32 sayılı Kararla birlikte sermaye hareketlerinin serbestleşmesidir.

Birinci ve ikinci gelişme birbiri ile iç içedir. Yani, reel ücretlerin artması kamu açıklarının artmasına katkıda bulunmuştur. Burada önemli olan, faizlerin yükselmesi ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi arasındaki ilişkidir. Bu ilişki, faiz – kur makasının, Türkiye'ye kısa vadeli sermaye girişindeki artışın, bankaların açık pozisyonlarını büyütmeye yönelmelerinin, kısacası 1994 yılı başlarında yaşanan krizin altında yatan nedendir.[148]

1989 yılında reeskont kredilerinin orta vadeli kredi olarak verilmesi uygulamasına son verilmiş, bankaların likidite ihtiyacını gidermek üzere kısa vadeli

[147] Mehtap Kesriyeli, *a.g.e.,* s. 16.
[148] Timur Önder, *a.g.e.,* s. 172.

olması uygun görülmüştür.[149] Bu yıldaki en önemli ekonomik gelişme Türk Lirası'nın konvertibl hale gelmesi ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesidir. Çünkü bu yolla Türkiye'ye büyük oranlarda sermaye girişi olmuş ve TCMB rezervlerinde artışlar olmuştur. Sermaye girişleri TCMB'nin faizler ve kur üzerindeki kontrolünü zayıflatarak Türk Lirası'nın değer kazanmasına yol açmıştır.[150]

11 Ağustos 1989 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanarak uygulamaya konulan 32 sayılı Kararname'ye ilişkin bazı maddeler şunlardır.

1- Bankalar, yetkili müesseseler ve özel finans kurumlarınca Türkiye'de yerleşik kişilere 3000 ABD Doları veya eşitine kadar döviz satılabilecektir.
2- Vadeli döviz alım ve satımına ilişkin şartlar basitleştirilmiştir.
3- İhracat işlemlerinde bankaların yaptığı işleri özel finans kurumlarının da yapabileceği açıklanmıştır.
4- Fiili ihraç tarihinden itibaren 90 gün içinde ihracat bedellerinin en az % 70'inin yurda getirilerek bankalar ve özel finans kurumlarına satılması halinde, kalan % 30 ihracatçıların serbest tasarrufuna bırakılmıştır.
5- İthalat bedelleri bankaların yanı sıra özel finans kurumlarının kendi kaynaklarında da ödenebilecektir.
6- 32 sayılı kararın 11. Maddesi gereğince Türkiye'de yerleşik kişilerin, dışarıda yerleşik kişiler için veya bunlar adına yurtiçinde veya dışında yapmış oldukları tüm hizmetler karşılığında elde ettikleri dövizleri serbestçe tasarruf edebilmeleri sağlanmıştır. Yani, diğer ifadeyle de yurda getirilmeleri zorunlu değildir.
7- Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nın iznine tabi olarak Türkiye'den gidecek yerli sermaye limiti 3 milyondan 25 milyon ABD dolarına yükseltilmiştir.
8- Türkiye'de yerleşik kişilerin, bankalar ve özel finans kurumları aracılığı ile yabancı borsalarda kota edilmiş menkul kıymetleri satın almaları ve bu kıymetlerin alış bedellerini yurtdışına transfer ettirmeleri serbest bırakılmıştır.
9- Dışarıda yerleşik kişilerin Borsa'da kota edilmiş her türlü Türk menkul kıymetlerini TL ödeyerek satın almaları mümkün kılınmıştır.

---

[149] Gazi Erçel, "Türkiye'de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri", Ankara 1996, *http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/1996/kitap6.html,* (15/03/2013), s. 3.
[150] *A.g.m.*, s. 4.

10- Gayri menkuller ile bunlara bağlı ayni hakların dışarıda yerleşiklerce döviz bozdurmaksızın satın alınması halinde, satış bedellerinin blokajı şartı kaldırılarak bu bedellerin, yurtdışına transfer edilmemek kaydıyla, Türkiye'de serbestçe kullanılabilmesi esası getirilmiştir.

11- Dışarıda yerleşik kişilere ait blokaj yükümlülüğü tümüyle kaldırılmıştır.[151]

Bu uygulama ile:

1- Daha liberal bir döviz sistemi oluşturularak AB ve diğer mali piyasalar ile bütünleşmeyi kolaylaştırmak,

2- Menkul kıymetlerin yurtiçi ve yurtdışında alım ve satımının önündeki engelleri kaldırarak sermaye piyasalarının gelişimine yardımcı olmak,

3- Sermaye hareketlerini serbestleştirerek, bankaların yurtdışından kredi bulmasına imkan sağlamak, arzu edilmiştir.[152]

1990 yılı TCMB açısından parasal programlama döneminin başlangıcı sayılmaktadır. Merkez bankası 1986, 1987 ve 1989 yıllarında da parasal programlar hazırlanmış ancak merkez bankası kamuoyuna ilan etmemiştir. Bu nedenle parasal programlar döneminin başlangıcı olarak 1990 yılı kabul edilmiştir.

16 Ocak 1990 tarihinde açıklanan Para Programı'nın 1990 yılı için öngörülen hedefleri 1989 yılı sonuna göre aşağıdaki şekilde tespit edilmiştir.

1- TCMB'nin bilanço büyüklüğünü 1990 yılında % 12 - % 22'lik bir artışla 55 – 60 trilyon TL arasında tutmak.

2- TCMB'nin toplam iç yükümlülükleri % 15 - %25'lik bir artışla 32,5 – 35,5 trilyon TL arasında tutmak.

3- TCMB bilançosunun aktifinde yer alan iç varlıkları 1990 yılı içinde % 6- % 16'lık bir artışla 33 – 36 trilyon TL arasında tutmak.

4- TCMB bilanço toplamı içinde Merkez Bankası Parası'nın (MBP) yüzdesini zamanla artırmak, bu çerçevede MBP'nı % 35 - %48 arasında bir artışla 25 – 27,5 trilyon TL arasında tutmak.

---

[151] B.k.z., *www.tcmb.gov.tr/yeni/mevzuat/BANKACILIK/**32sayilikarar**.htm*

[152] Muhammet Akdiş, *a.g.e.*, s. 363 – 364.

5- TCMB bilanço yapısını düzeltme hedefi çerçevesinde ağırlığı dış varlık artışına vermek.

6- Parasal göstergelerle ilgili hedefler belirlenirken yıllık % 54 ortalama enflasyon ve % 5,7 büyüme hızı esas alınmıştır.

7- İnterbank faiz oranının, TCMB'nin günlük olarak saptayacağı 10 puanlık aralık içinde oluşması öngörülmüştür.[153]

Alınan 1990 yılı parasal programı kararları ile Merkez bankası, toplam bilanço büyüklüğü, toplam iç büyüklükler, toplam iç varlıklar ve merkez bankası parası üzerine hedefler koyarak bunları denetim altına almak istemiştir. Bu amaçla merkez bankası iç kredilerin genişlemesini sınırlandırmıştır. 1990 yılında uygulanan parasal program büyük ölçüde başarılı olmuş ve para piyasalarında büyük ölçüde istikrar sağlanmıştır. Para politikası yanında uygulanan etkin maliye politikası sayesinde enflasyon oranı % 63,6'ya gerilemiştir. Yapılan programın hedeflerinden sadece toplam iç yükümlülükler ve toplam iç varlıklar hedefi tutturulmuş, toplam bilanço büyüklüğü ve merkez bankası parası hedeflerinden ise çok küçük sapmalar olmuştur.[154]

1991 yılı para politikası uygulamaları açısından oldukça zor bir yıl olmuştur. Bunu yurtiçi ve yurtdışı etkileri olmak üzere iki kısma ayırabilmekteyiz. Yurtdışında şoklar açısından en önemli gelişme Ağustos 1990'da başlayan Körfez Krizi'nin, Ocak 1991'de Körfez Savaşı'na dönüşerek bankacılık sektörü üzerinde büyük bir baskı ve belirsizlik oluşturması olmuştur. Yurtiçindeki en önemli gelişme ise, 1991 yılı Ekim ayında yapılan seçimlerin oluşturduğu belirsizlikler ve peşinden gelen hükümet değişikliği olmuştur. Bu yurtiçi ve yurtdışı şoklar nedeniyle 1991 yılında bir para programı uygulamaya konulamamış, fiyat istikrarından ziyade finansal piyasalarda istikrar sağlanmasına çalışılmıştır. Türk Lira'sı ve döviz mevduatlarından büyük çekilişler olmuş, bu durum kurları ve faizleri yükseltip, rezervleri azaltmıştır. Döviz kurları 1989 ve 1990 yıllarının aksine enflasyondan daha hızlı artış göstermiş ve Türk Lirası değer kaybetmiştir. Sonuç olarak; 1991 yılındaki para politikası,

---

[153] Timur Önder, *a.g.e.,* s. 179 – 180.

[154] Bülent Usta, *Enflasyon Hedeflemesi: Gelişmekte Olan Ülkelere Uygulanabilirliği ve Türkiye Örneği,* (TCMB Basılmamış Uzmanlık Tezi), Ankara, 2003, s. 46.

rezervlerde büyük kayba yol açmadan kurlar üzerinde baskı oluşturmasını önlemeye çalışmak olmuştur.[155]

1992 yılının ilk aylarında iç borçlanmanın bütçeye getirdiği faiz yükünü hafifletmek amacıyla, kamu kesimi finansman gereksinimini kısa vadeli avans kullanarak karşılama politikası benimsenmiştir. Böylece, hazine yılın daha ilk aylarında TCMB'den kullanabileceği kaynakların neredeyse sınırına gelmiş, bunun sonucunda da para programındaki hedeflerde yılın ilk üç ayından itibaren sapmalar başlamıştır. Kamu kesimine verilen kredilerdeki artış nedeniyle para programı hedeflerine ulaşmak imkansızlaşmış, bu nedenle parasal genişlemenin kontrolü yerine döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmaların giderilmesine çalışılmıştır. Sonuç olarak ta 1992 yılı para programı daha başlamadan ilk aylarında hedeflerini tutturamamış ve başarısız olmuştur.[156]

1993 yılında Körfez Savaşı'nın etkileri ve kamu açıklarının denetim altına alınamamasının parasal büyüklüklerin kontrolünü zorlaştırması nedeniyle herhangi bir parasal program açıklanamamıştır. Finansal piyasalarda istikrarın korunması ön planda tutularak, kur ve faizlerin istikrarlı hareketi amaçlanmıştır. 1993 yılında ihracat artış oranı sabit kalmasına karşın ithalatta büyük oranda artışlar yaşanmış ve dış ticaret açığı ikiye katlanmıştır. Türkiye ekonomisi bu dönemde ciddi boyutta bütçe açığı ile karşı karşıya kalmıştır.[157]

Bütçe açıklarının ve dış ticaret açığının büyümesi ve bütçe açıkları ile yüksek reel faizler yani kamu borçlarının, özellikle iç borcun katlanarak artması, 1994 yılında ülkemizi krize sürükleyen en önemli etkenlerden olmuştur. Ülkede bulunan sıcak paranın kısa sürede çıkması ile gecelik borçlanma oranları % 1000'in üzerine çıkmıştır. Türk Lirası'nın 27 Ocak 1994 tarihinde % 13,6 oranında devalüe edilmesinden sonra bile TCMB rezervleri 4 Milyar dolar azalmıştır. Ticari bankalar mevduat faiz oranlarını % 15 civarında yükseltirken 3 aylık hazine bonolarında ise faizler % 90 seviyelerine çıkmıştır. Türk Lirası'nın aşırı değer kaybı, TÜFE enflasyonu 1994 yılı sonunda % 110,7'ye çıkarmıştır.

---

[155] Şükrü Binay – Kürşat Kunter, *a.g.e.,* s. 19.
[156] *A.g.e.,* s. 103.
[157] Gös. Yer.

3.2.3. 1994 -2001 Dönemi

Merkez bankası 1994 yılını 5 Nisan öncesi ve sonrası olmak üzere iki dönemde incelemektedir. Merkez bankası, kamu kredilerindeki büyümenin piyasalara olan etkisini azaltmak için yılın ilk üç ayında ağırlıklı olarak açık piyasa işlemleri yoluyla yaptığı borçlanmalarla para arzını kontrol altına almaya çalışırken diğer taraftan da döviz piyasalarına yaptığı doğrudan satışlarla kurlarda görülen yüksek artışları önlemeye çalışmıştır. Yılın geri kalan bölümünde ise, 5 Nisan kararları çerçevesinde uygulamaya konan önlemler ile mali piyasalarda istikrarın sağlanmasını ve döviz rezervlerinin artırılmasını hedeflemiştir.[158]

Ekonomiyi hızla istikrara kavuşturmak ve bu ekonomik istikrarı sürekli kılacak yapısal reformları başlatmak amacıyla 5 Nisan 1994 tarihinde Ekonomik Önlemler Uygulama Planı yürürlüğe konulmuştur. Bu plan çerçevesinde:

KİT'lerin satışına veya kapatılmasına,

Bir defa alınacak vergilere ve ilave vergilere,

Memur maaş zamlarının sınırlandırılmasına, ek zamlara,

Bazı ürünler hariç tarımsal desteğin kaldırılmasına,

Kamu harcamalarında kısıntı yapılmasına,

Kamu gelirlerinin artırılmasına,

Yatırımların yavaşlatılmasına dayanan yöntemlerle, bütçe açığını azaltmayı ve iç borç kısır döngüsünü kırmayı hedeflemiştir.

Bu amaçlara ulaşmak için alınan önlemler doğrultusunda:

Türk Lirası'nın değeri önemli ölçüde düşürülmüş,

Sermaye hareketlerinin serbest oluşu,

---

[158] Mehtap Kesriyeli, *a.g.e.,* s. 25.

Bankaların açık pozisyonlarının yüksek olması, merkez bankasının rezervlerinin hızla erimesini beraberinde getirmiştir.

Bu gelişmeler piyasalarda dalgalanmalara yol açmış, gelişmeler yüksek oranlı kur ayarlaması ve IMF ile Stand – By anlaşması ile neticelenmiştir.[159]

Her ne kadar 1994 yılında yaşanan olumsuzluklara rağmen 1995 yılının ilk yarısında para politikası belli ölçüde başarılı olmuş ve enflasyon düşme eğilimine girmiştir. Ancak 1995 yılı sonunda erken genel seçim yaşanması, gümrük birliğine girilmesi, yıl içinde yaşanan hükümet değişiklikleri ve IMF ile yapılan stand – by anlaşmasının sona erdirilmesi gibi nedenler ekonomideki belirsizlikleri artırmış ve enflasyon yine yükselme eğilimine girmiştir.

1996 yılında uygulanan para politikasının temelini finansal piyasalarda istikrarın sağlanması ve korunmasına yönelik uygulamalar oluşturmaktadır. TCMB'nin 1996 yılındaki temel öncelikleri, para programının ara hedeflerinden olan rezerv parayı program limitleri içinde tutmak, bu programı uygularken de döviz kurundaki dalgalanmaları en aza indirmek ve aynı zamanda piyasanın ihtiyacı olan likidite miktarını, piyasadaki istikrarı bozmayacak şekilde ayarlamak olmuştur. Merkez bankası bu amacına ulaşmak için bankalararası para piyasasını, açık piyasa işlemlerini, döviz piyasalarını ve fiyat göstergelerindeki istikrarı bozmayacak şekilde, zaman zaman ayrı ayrı, zaman zaman da birlikte kullanarak gerçekleştirmiştir.[160]

1997 yılında uygulanan para politikasında da 1996 yılında olduğu gibi öncelik finansal piyasalarda istikrarın sağlanması olmuştur. Finansal piyasalardaki istikrarın sağlanmasıyla hedeflenen unsurlar, TL ve döviz piyasalarında ortaya çıkabilecek olan kısa süreli, hızlı veya değişken fiyat hareketlerinin önlenebilmesi ve piyasalardaki belirsizliklerin azaltılabilmesi olmuştur.

TCMB 1998 yılında hem mali piyasalarda istikrarı sağlamayı hem de enflasyon ile mücadelede daha kararlı tutum sergilemeyi amaçlamıştır. Bu yılın en

---

[159] Gazi Erçel, *a.g.k.*, s. 5.

[160] TCMB Yıllık Rapor, "*Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler ve Para Politikası",* www.tcmb.gov.tr, (25/04/2013), 1996, s. 1.

önemli özelliği, yılın ortalarına gelindiğinde 1995 yılından beri devam eden hızlı büyüme sürecinin yavaş yavaş ortadan kalkıyor olmasıdır. Bu duruma yol açan başlıca etkenleri aşağıdaki şekilde özetlemek mümkündür.

1- 1998 yılı başında % 50 enflasyon hedefi çerçevesinde alınan para ve maliye politikası önlemleri,

2- Rusya Federasyonu'nda Ağustos ayında başlayan mali kriz nedeniyle Türkiye'nin de etkilenebileceği gerekçesiyle meydana gelen sermaye çıkışının reel sektörü de etkilemesi,

3- Güneydoğu Asya'da 1997 yılında yaşanan ekonomik krizle başlayan ve gelişmekte olan ülkelerin hemen hepsinde gözlenen sermaye çıkışı sonucunda dünya ekonomisinde yaşanan talep daralması,

4- Reel sektörde, 1996 yılında Gümrük Birliği'ne geçiş gerekçesiyle yapılan yatırımların oluşturduğu aşırı kapasitelerin, iç ve dış talep daralması sonucunda ortaya çıkan finansman sorunudur.[161]

1998 yılının ilk altı aylık döneminde enflasyonla mücadele ve parasal büyüklüklerdeki hareketliliği kontrol altında tutmak amacıyla hedef büyüklük olarak rezerv para seçilmiştir. İkinci altı aylık dönemde ise rezerv para yerini net iç varlıklara bırakmıştır. TCMB 1998 yılı para politikası ile enflasyon mücadelesi ve istikrar hedeflerinin gerçekleştirilmesi kapsamında yılın ilk üç ayı, ikinci üç ayı ve ikinci altı ayı için ayrı ayrı para programları açıklamıştır. Bu programlarda içsel ve dışsal ekonomik değişkenler dikkate alınarak, bu değişkenlerdeki gelişmelere paralel olarak uygulanacak para programında hedef ve öncelikler değiştirilmiştir. 1998 yılının ilk üç ayı için rezerv paranın Aralık 1997 tarihine göre % 18 - % 20 aralığında büyümesi öngörülmüş fakat rezerv para 31 Mart 1998 tarihinde % 17,3 oranında artış göstererek belirlenen hedefin altında kalmıştır. Nisan ayı başında açıklanan ikinci üç aylık para programı ilk program ile benzerlikler göstermiştir. Bu programda rezerv para artış oranı % 14 - % 16 aralığında hedeflenmiştir. Rezerv para artış kaynağı olarak ilkinde olduğu gibi dış varlıklardaki büyümeler amaçlanmıştır. Rezerv para,

[161] TCMB Yıllık Rapor, "*Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler ve Para Politikası",* www.tcmb.gov.tr, (25/04/2013), 1998, s. 1.

30 Haziran 1998 tarihinde Mart ayı sonuna kadar % 13,1 oranında büyüme göstererek yine hedef aralığının altında gerçekleşmiştir.[162]

Ülkemiz, Uluslararası Para Fonu (IMF) ile 26 Haziran 1998 tarihinde bir "yakın izleme anlaşması" imzalamıştır. Merkez bankası ekonomik dengeleri yeniden kurmak ve enflasyonu kalıcı bir şekilde aşağı çekmek için 3 yıllık bir program uygulamaya konulmuştur. Bu programa göre enflasyon hedefi 98 yılı için % 50, 99 yılı için % 20, 2000 yılı için ise tek haneli rakam olarak öngörülmüştür.[163]

1999 yılında uygulanan para politikası, bir önceki yılda olduğu gibi mali piyasalarda istikrarı sağlama enflasyonun kontrol altında tutulması hedefleriyle uyumlu olarak belirlenmiştir. 98 yılında Rusya'da yaşanan kriz, 99 yılında yapılan seçimler ve Bolu depremi 1999 yılı para politikasını diğerlerinden farklı kılmıştır.

Programın hedefleri açısından 2000 yılında da bir değişiklik kaydedilmezken Kasım 2000 krizinin ardından para politikasının güvenilirliği sarsılmıştır. Bununla beraber programdan taviz verilmeden uygulamaya devam edilmesi Şubat 2001'de daha büyük bir krizin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Yaşanan hem ekonomik hem de siyasi krizlerin sonucunda kur çapasına dayalı programın devam ettirilmesine yönelik güven önemli ölçüde azalmış, yerli yatırımcılar bile TCMB'den döviz talep eder hal almıştır. Döviz talebinin alınan tüm önlemlere rağmen devam etmesi sonucunda döviz rezerv kaybını önlemek amacıyla para piyasası faiz oranları çok yüksek seviyelere çıkmıştır. 21 Şubat 2001'de gecelik faiz oranları % 5000 seviyelerine kadar ulaşmıştır. 22 Şubat günü, hükümetin mevcut programı terk ettiğini ve dalgalı kur rejimine geçildiğini açıklamasıyla beraber TL % 30 değer kaybına uğramıştır.

Şubat 2001 yılında yaşanan krizle beraber, ülkemizde bankacılık ve ödeme sistemlerinde bir çöküş yaşanmıştır. Ancak bu kriz yeniden yapılanma döneminin de başlangıcını oluşturmuştur. Merkez bankacılığı ve makroekonomik alanlarda kalıcı yapısal değişikliklerin gerekli olduğu bilinci toplumun tüm kesimlerinde kabul

[162] Gazi Erçel, "Merkez Bankası 1998 Yılı İlk Altı Aylık Para Programı Gerçekleşmesi ve İkinci Altı Aylık Para Politikası Uygulaması", *http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/1998/k9.html*, (26/04/2013), s. 1.
[163] TCMB Yıllık Rapor, *a.g.k.*, s. 2.

görmeye başlamış, yapısal reformlar hızla gerçekleştirilmeye başlanmıştır. Kasım 2000 ve Şubat 2001'de yaşanan mali krizlerin ardından Mayıs 2001'de "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" uygulanmaya konulmuştur. Bu yeni programın temel amacı kur rejiminin terk edilmesi nedeniyle ortaya çıkan güven bunalımı ve istikrarsızlığı süratle ortadan kaldırmak ve eş zamanlı olarak bu duruma bir daha geri dönülmeyecek şekilde kamu yönetiminin ve ekonominin yeniden yapılandırılmasına yönelik altyapıyı oluşturmaktır.[164]

3.2.4. 2001 - 2012 Dönemi

2001 Krizi Nedenleri

Ülkemizde yaşanan Kasım 2000 krizi, temelinde döviz kuru çapasının olduğu program yüksek bir maliyetle geçiştirilmeye çalışılmış. Yani, Kasım 2000'de dövize yönelen yoğun spekülatif saldırıyı, çok yüksek faiz, önemli döviz rezervi kayıpları ve IMF'nin piyasalara uygulanmakta olan programın desteğinin sürdüğü mesajını veren 10,5 milyar dolar büyüklüğündeki ek kredi ile engellenebilmiştir.[165]

Kasım 2000 krizi sonrasından Şubat 2001 krizine kadar geçen dönemde enflasyonu düşürme amacı doğrultusunda, kamu kesimi ve konsolide bütçe temel fazlasının elde edilmesi amacıyla daraltıcı maliye politikaları, sıkı döviz taahhüdüne dayalı para politikası ve buna uygun gelirler politikası sürdürülmüştür. Aynı zamanda da yeni düzenlemeler de yapılarak özelleştirmeler hızlandırılmaya çalışılmıştır. 2001 yılı için GSMH artışı % 4,5, GSMH deflatörü % 18, yıl sonu itibariyle Toptan eşya fiyat endeksi (TEFE) % 10, TÜFE % 12, yıllık ortalama dolar kuru 715 bin TL, cari işlemlerin GSMH'ye oranı ise % 3,1 olarak belirlenmiştir. Maliye politikalarının açıkça gözlendiği yaklaşık 48,4 katrilyon TL olarak belirlenen ve GSMH'ye oranı % 20,7 olarak öngörülmüştür. Faiz dışı fazlanın yüksek tutulması nedeniyle reel harcamaların düşük düzeyde belirlendiği 2001 yılı bütçesinde faiz ödemeleri bir başka çapa olmuştur. Bütçenin finansmanı ise 43,1

---

[164] TCMB Yıllık Rapor, "*Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı*", www.tcmb.gov.tr, (25/04/2013), 2001, s. 12.

[165] Hülya Ardıç, *1994 ve 2001 Yılı Ekonomik Krizlerinin Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosunda Yarattığı Hareketlerin İncelenmesi,* (TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara 2004, s. 180.

katrilyon TL tutarındaki kısmı vergi ve özelleştirmeden elde edilecek gelirle, 4,8 katrilyon TL'lik kısmı iç borçlanmayla, 0,4 katrilyonluk kısmının da dış borçlanmayla sağlanacağı belirtilmiştir.[166]

Yabancı sermaye çok kısa bir vade ararken, yurtiçinde borç verenlerin de buna paralel olarak daha kısa vadeler ve giderek yükselen risk primleri talep etmeye başlamaları ve Şubat ortalarına gelindiğinde faizlerin yeniden % 70'lere çıkması, iç borç çevriminin sürdürülebilirliğine ilişkin şüphelerin hem sebebi hem de yansıması olarak yaşanmaya başlamıştır. Bunlarla beraber iç borç stokunun artmaya devam etmesi, enflasyon oranının düşürülememesi ve TL'nin değerlenmeye devam etmesi IMF programın sürdürülebilirliği hakkındaki kuşkuların iyice artmasına yol açmıştır. Bu sayılanlarla beraber krizin gerçekleşmesi bir kıvılcıma bağlıydı. Nitekim bu kıvılcım da Cumhurbaşkanı ve Başbakan arasında yaşanan tartışma ile oluşacaktır.[167]

Bu kıvılcımla beraber koalisyon hükümeti içinde yaşanan gerilimler ve ana muhalefet partisinin kapatma davası gibi gerilimlerin yaşandığı ortamlar programın kredibilitesinin bitmesi sonucunu doğurmuş ve dövize olan talebi hızla artırmıştır. Gecelik faiz oranlarının % 5000 gibi çok yüksek rakamlara ulaşması bile, TL'den kaçış ve dövize saldırıyı durduramamış ve ciddi boyutlarda bir likidite krizi oluşmuştur.[168]

21 Şubat'ta bankalararası para piyasasında gecelik faiz ortalaması % 4018,6, en yüksek değer ise % 6200 olarak gerçekleşmiştir. TCMB döviz rezervleri ise 16 Şubat'ta 27,94 milyar dolar iken, 5,36 milyar dolar kayıp ile 23 Şubat'ta 22,58 milyar dolara düşmüştür. Şubat 2001'in Kasım 2000'den farkı açık pozisyonları kapatmak isteyen yerli bankaların oluşturduğu bir döviz talebi söz konusu olmuştur. Rezerv azalışları ve faiz oranlarının ulaştığı yüksek seviyeler Merkez Bankası'nın kur çapasını terk ederek, kuru serbest dalgalanmaya bırakmasına neden olmuştur. Döviz kuruna şöyle bir baktığımızda: 19 Şubat'ta 1 doların piyasa satış kuru 686,500

---

[166] Mustafa Sönmez, *İşte Eseriniz: 100 Göstergede Kuruluştan Çöküşe Türkiye Ekonomisi,* İletişim Yayınları, İstanbul 2003, s. 18.
[167] Korkut Boratav – Yılmaz Akyüz, "Türkiye'de Finansal Krizin Oluşumu", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi,* Ağustos 2002, s. 34.
[168] Hülya Ardıç, *a.g.e.,* s. 182.

TL iken on gün içinde % 40'a ulaşan değer kaybıyla 28 Şubat'ta 960,000 TL'ye yükselmiştir.[169]

Kısaca 2001 krizinin nedenleri: bankacılık sektörünün kırılganlığı ve uygulanmakta olan istikrar programıdır. Bunlarla beraber bu kırılganlığın oluşmasına yol açan, kamu açıkları, bu açıkların finansman şekli, enflasyon ve herhangi bir kısıtlama söz konusu olmaksızın sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi olarak sıralayabilmemiz mümkündür.

2008 Krizi Nedenleri

2000 yılı sonlarından itibaren gelişmiş ülke merkez bankaları ekonomilerindeki yavaşlama belirtilerine yönelik olarak sıkı para politikasından vazgeçerek gevşek para politikası uygulamaya başlamışlardır. Başta ABD olmak üzere düşük faiz ortamı, finansal kuruluşların bu faiz oranlarından borçlanarak ipotekli konut kredisi plasmanlarını artırmalarına neden olmuştur. Genişleyen konut kredi hacmi ise konut fiyatlarında artışa yol açmıştır. Yine başta ABD olmak üzere gelişmiş ülkelerde uygulanan gevşek para politikası stratejilerinin doğal bir sonucu olarak küresel likidite artışı, gerek gelişmiş ülkelerde gerekse de Yüksek Piyasa Ekonomisi (YPE) kredi hacimlerinde muazzam artışlar yaşanmasına yol açmıştır.[170]

2004 yılından itibaren ekonomik konjonktürün tersine dönmesi ve ABD Merkez Bankasının para politikasında sıkılaştırmaya gitmesi, konut piyasasında brikmiş olan sorunların açığa çıkmasına neden olmuştur. ABD'de yüksek riskli konut kredilerinden kaynaklanan sorunlara ilişkin endişelerin artmasıyla, 2007 yılı Ağustos ayında finansal piyasalarda yaşanan dalgalanmayla birlikte uluslararası piyasalardaki belirsizlikler artmış ve kredi piyasalarından kaynaklanan risk algılamaları bozulmuştur.[171]

2007 yılı Ağustos ayında ABD emlak piyasasında başlayan "Global Finansal Kriz", 2008 yılı Eylül ayında başta ABD'de olmak üzere büyük mali kuruluşların

[169] Gös. Yer.
[170] Ali Can Dağgeçen, *Küresel Finansal Kriz Öncesi ve Sonrasında Gelişmekte Olan Ülke Döviz Kurları Arasındaki İlişki*, (TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara 2012, s.15.
[171] Bkz.: TCMB Enflasyon Raporu 2008 – 1.

iflas etmesi sonucunda gittikçe derinleşmiş ve yaygınlaşmıştır. 2008 yılı ikinci yarısında, krizin etkilerini hafifletmek amacıyla sanayileşmiş ülkeler para politikalarını hızla gevşetmişler, ekonomiyi canlandırma politikalarını devreye sokmuşlardır. Ancak 2008 yılı son çeyreğinde ve 2009 yılı ilk çeyreğinde, dünya genelinde, özellikle imalat sanayi üretimi ve dış ticareti büyük ölçüde gerilemiş, istihdam daralmış ve temel mal fiyatları hızla düşmüştür. Gevşek para ve maliye politikaları uygulanmasına rağmen, 2007 yılında % 5,2 olan dünya hasılası büyüme hızı 2008 yılında % 3,2'ye düşmüştür. 2009 yılında ise dünya hasılasının % 1,3 oranında gerileyeceği tahmin edilmiştir. Global finansal kriz, dünya ticaret hacmini büyük ölçüde daraltırken, işsizlik oranları da hızlı bir şekilde yükselmiştir. Bu kriz döneminde, talep yetersizliği ve temel mal fiyatlarındaki düşüş, sanayileşmiş ülkelerde tüketici fiyatlarında gerilemeyi de beraberinde getirmiştir.[172]

2008 yılı krizini diğer krizlerden ayıran özellikleri:

1- 2008 krizinde kredi arzındaki sıkılaşma çok daha belirgin olduğu dikkati çekmektedir

2- 2008 krizi sonrasında hane halklarının kredi talepleri çok daha keskin biçimde azalma görülmüştür. En keskin azalış KOBİ'lere verilen kredilerde görülmüştür

3- 2008 yılının ikinci yarısında sabit yatırımlardan kaynaklı kredi talebi belirgin bir şekilde azaldığı görülmüştür.[173]

Bütün bu krizlerden (1994, 2000, 2001 ve 2008 vb.) sonra anlaşılan ve bununla beraber 2002 – 2010 yılı arası istikrarlı hükümet anlayışıyla birlikte;

1- Kriz sonrası merkez bankacılığında değişen anlayış (Finansal istikrara yönelik farkındalığın artması ve Krizi önlemek temizlemekten daha az maliyetli olması)

2- Konjonktürel etkiler (Olağanüstü bol likidite, dalgalı risk iştahı ve sermaye akımlarında oynaklık artışı)

---

[172] Zafer Yükseler, "Türkiye'de Kriz Dönemlerinde Ekonomik Gelişmeler ve Ödemeler Dengesi Uyumu", *http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/Krizler_Yukseler.pdf,* (04/042013), s. 8.

[173] Defne MUTLUER KURUL – Koray ALPER, "Küresel Kriz ve Kredi Eğilimleri", *http://www.tcmb.gov.tr/research/ekonominotlari/2010/tr/EN1002.pdf,* (23/04/2013), s. 3 – 5.

3- Türkiye'ye özgü yapısal nedenler (Açık ekonomi, düşük tasarruf oranı, yapısal cari açık ve sermaye akımlarındaki oynaklığa duyarlılık)'den dolayı

TCMB 14 Nisan 2010 tarihinde Para Politikası Çıkış Stratejisi yayınlama ihtiyacı duymuş ve kendisine yeni para politikası stratejileri ve yeni para politikası araçları belirlemeye yönelmiştir.[174]

2010 yılında iç talep ağırlıklı çok hızlı büyüyen Türkiye Ekonomisi'nin temelinde müthiş bir sermaye girişi ve içeride uygulanan gevşek para – maliye politikalarının önemli rolü olmuştur. Şöyle ki, 2010 yılındaki maliye politikalarına bakıldığında 2009'a göre görünürde bir iyileşme gösterdiği ancak bakıldığında oldukça gevşek bir maliye politikası ortaya çıkmaktadır. Örneğin, 2010 yılı bütçesine bakıldığında yaklaşık 17 milyar lira daha fazla gelir elde edildi ancak, bunun sadece 2 milyar lira kadarı faiz dışı dengeye (FDD) yansıdığı yani, 2010'da 15 milyar lira gibi bir ek gelir'in borç azaltmakta kullanılmak yerine, harcandığı görülmektedir.[175]

[174] Hakan Kara, "Para Politikasını Anlamak", *http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/H.Kara_BETAM.pdf*, (02/05/2013), s. 6.
[175] Murat Üçer, "Son Para Politikası Uygulamaları Üstüne Gözlemler", *İktisat İşletme ve Finans,* C:26, Sayı 302, Ankara 2011, s. 47.

TABLO 4. TCMB'nin 2010 Yılı Yeni Para Politikası Stratejileri

	ESKİ YAKLAŞIM	YENİ YAKLAŞIM
AMAÇLAR	FİYAT İSTİKRARI	FİYAT İSTİKRARI FİNANSAL İSTİKRAR
ARAÇLAR	POLİTİKA FAİZİ	POLİTİKA FAİZİ LİKİDİTE YÖNETİMİ FAİZ KORİDORU ZORUNLU KARŞILIKLAR DİĞER YAPISAL ARAÇLAR

Kaynak: http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/H.Kara_BETAM.pdf, (02/05/2013)

Yukarıda ki, tablo'dan da anlaşılacağı üzere 2010 yılının sonlarından itibaren TCMB yeni para politikası stratejisi uygulamaya başlanılmıştır. Enflasyon hedeflemesi rejimi geliştirilerek finansal istikrara yapılan vurgu artırılmıştır. Bununla birlikte tablodan görüldüğü üzere çok amaçlı, çok araçlı ve esnek bir politika stratejisi tasarlanarak uygulanmaya başlanılmıştır.

2010'un ikinci yarısından itibaren yeni bir para politikası oluşturan merkez bankası, oluşturduğu bu yeni politikayı Kasım 2010'dan itibaren uygulamaya başlamıştır. 2002 – 2005 arasında örtük biçimde, 2006 yılından itibaren de açık bir şekilde uygulamaya konulan enflasyon hedeflemesi rejiminden farklı bir çerçevede yeni politikayla karşımıza çıkmıştır. Yukarıdaki tablodan anlaşılacağı üzere yeni çerçevede amaç olarak fiyat istikrarını sağlamak aynı şekilde korunurken, bununla beraber finansal istikrarı sağlamak amacı, fiyat istikrarını sağlamak amacıyla aynı düzeye getirilmektedir. Hatta merkez bankasının basın duyurularına ve diğer yayınlarına bakıldığında finansal istikrar amacının fiyat istikrarı amacının önüne geçtiğini söylemek mümkündür. Merkez bankasının finansal hedefe ulaşabilmesi için

iki de ara hedefe ihtiyacı vardır. Bunlar: Kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmak ve kredi genişlemesini yavaşlatmak. Bu durumun doğal sonucu olarak ta kullanılacak olan para politikası araçlarının da artışı olacaktır. Yani kısa vadeli faiz haddi (politika faizi) ile beraber zorunlu karşılık oranları, likidite yönetimi, faiz koridoru ve diğer araçlar da kullanılmaktadır.[176]

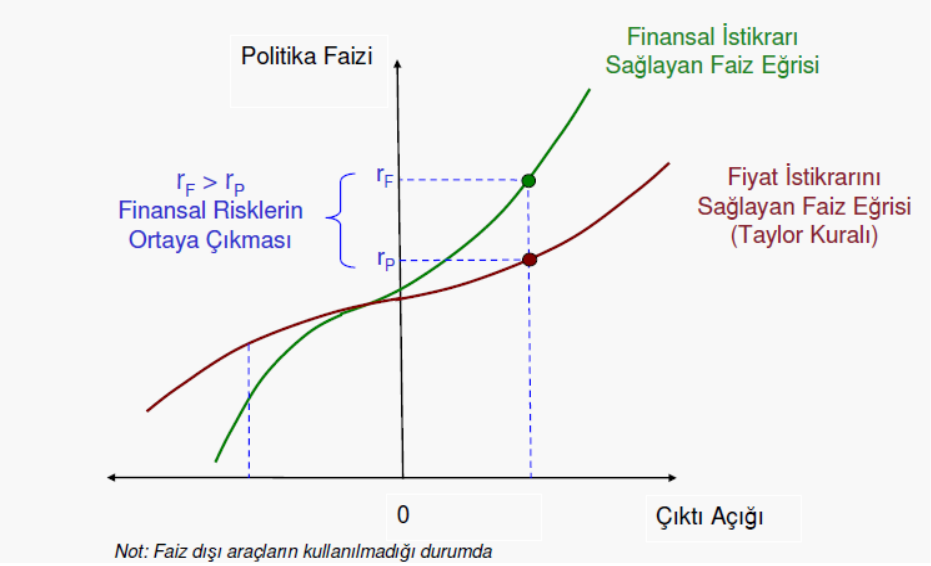
Merkez bankasının daha önce uygulamış olduğu klasik enflasyon hedeflemesi rejiminin dışına çıkarak fiyat istikrarına yönelten temel neden olarak gelişmiş ülkelerin para politikalarının gelişmekte olan ülkelerde (örneğin: Türkiye) oluşturduğu sorunları görmekteyiz. Bu sorunlar: gelişmiş ülkelerin para arzlarını keskin biçimde azaltmaları ve faiz hadlerini son derece düşük düzeylerde tutmaları sonucunda gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları hızlanmaktadır. Bu sermaye, özellikle kısa vadeli olarak gelişmekte olan ülkelere kaymaktadır. Sonuçta cari işlemler hesabı hızla bozuluyor ve (ülkemiz için lira) iktisadi temellerden kopuk bir biçimde değerleniyor. Aynı koşullar altında bankacılık sektörünün açtığı krediler de hızla artıyor. Kredi genişlemesi iç talebi canlandırıyor. Böylelikle, ara malı ve tüketim malı ithalatı hızlanıyor; cari dengedeki bozulma da artıyor.[177] Tüm bu gelişmeler makro finansal istikrarı tehdit eden unsurlar olarak görülmektedir.

TCMB Fiyat istikrarıyla beraber kriz ortamında finansal istikrara özel bir önem verilmesi gerektiğini düşünmektedir. Finansal hedefe ulaşabilmek için kendisine iki ara hedef tayin etmektedir. Ara hedeflerden ilki, finansal istikrar ile kredi artış hızı arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu düşünen merkez bankası, hızlı kredi genişlemesinin önüne geçmesi gerektiğini düşünmektedir. Para politikası araçlarını kullanarak kredi artış hızını frenleyebildiği takdirde varlık fiyatlarında ileride oluşabilecek balonları engelleyebileceğini düşünmektedir. Böylece cari işlemler hesabındaki bozulmaları da önleyebileceği kanısındadır. İkinci olarak ta, kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmayı amaçlamaktadır.[178]

---

[176] Fatih ÖZATAY, "Merkez Bankası'nın Yeni Para Politikası: İki Hedef – Üç Ara Hedef – Üç Araç", *İktisat İşletme ve Finans,* C:26, Sayı 302, Ankara 2011, s. 28.
[177] *A.g.m.,* s. 28 – 29.
[178] Gös. Yer.

ŞEKİL 1. TCMB ve Finansal İstikrar

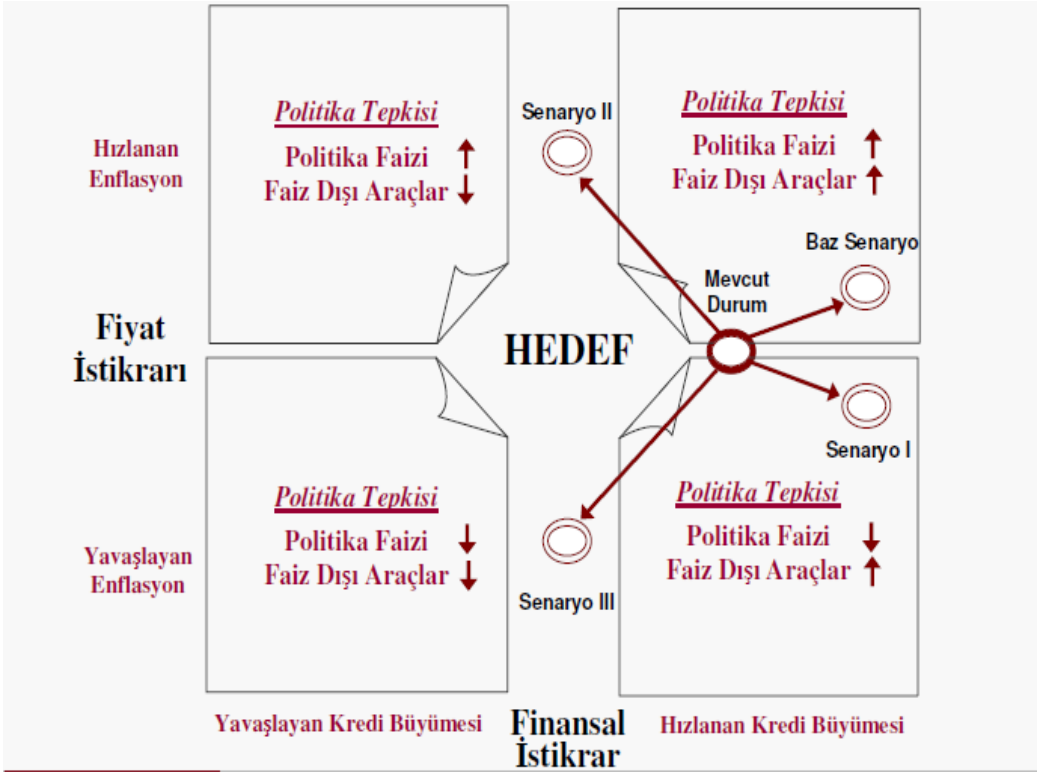


Kaynak: Erdem, Başçı, Merkez Bankası ve Finansal İstikrar, Ankara 2010.

Yukarıdaki şekilde görüldüğü üzere yatay eksende çıktı açığı, dikey eksende ise politika faizi yer almaktadır. Bu düzlemde, finansal istikrarı sağlayan politika faizi eğrisi ile fiyat istikrarını sağlayan politika faizi eğrisi yer almaktadır. Görüldüğü üzere eğrilerin eğimi pozitif işaretli olup: üretim düzeyi arttıkça (çıktı açığı yükseldikçe) hem fiyat istikrarını hem de finansal istikrarı sağlayan faiz haddi artmaktadır. Grafikte dikkati çeken iki önemli nokta vardır. Birinci olarak, politika faizi ile çıktı açığı arasındaki ilişki doğrusal değildir. Örneğin; üretim düzeyi potansiyel düzeyinin üzerinde iken (çıktı açığı artı değerler alıyorken), çıktı açığı arttıkça istikrar için daha keskin bir politika tepkisi (daha fazla miktarda faiz artırımı) gerekmektedir. İkinci olarak ta çıktı açığının artı değerler aldığı bölgede, finansal istikrar için gerekli olan faiz haddinin, fiyat istikrarı için gerekenden daha yüksek olduğunu görülmektedir.[179]

[179] *A.g.m.*, s. 30.

TABLO 5. Günümüzdeki Ekonomi Politikası



Kaynak: TCMB Finansal İstikrar Raporu Aralık 2010.

Yeni politikanın anlatıldığı bir diğer tablo da yukarıdaki gibidir. Tablo da yatay eksende finansal istikrar, dikey eksende ise fiyat istikrarı vardır. Fiyat istikrarı ekseni ikiye ayırmaktadır: Enflasyonun hızlandığı bölge ile enflasyonun yavaşladığı bölge. Aynı şekilde finansal istikrar da ekseni ikiye bölmektedir: Kredi genişlemesinin hızlanması ve yavaşlaması olmak üzeredir.

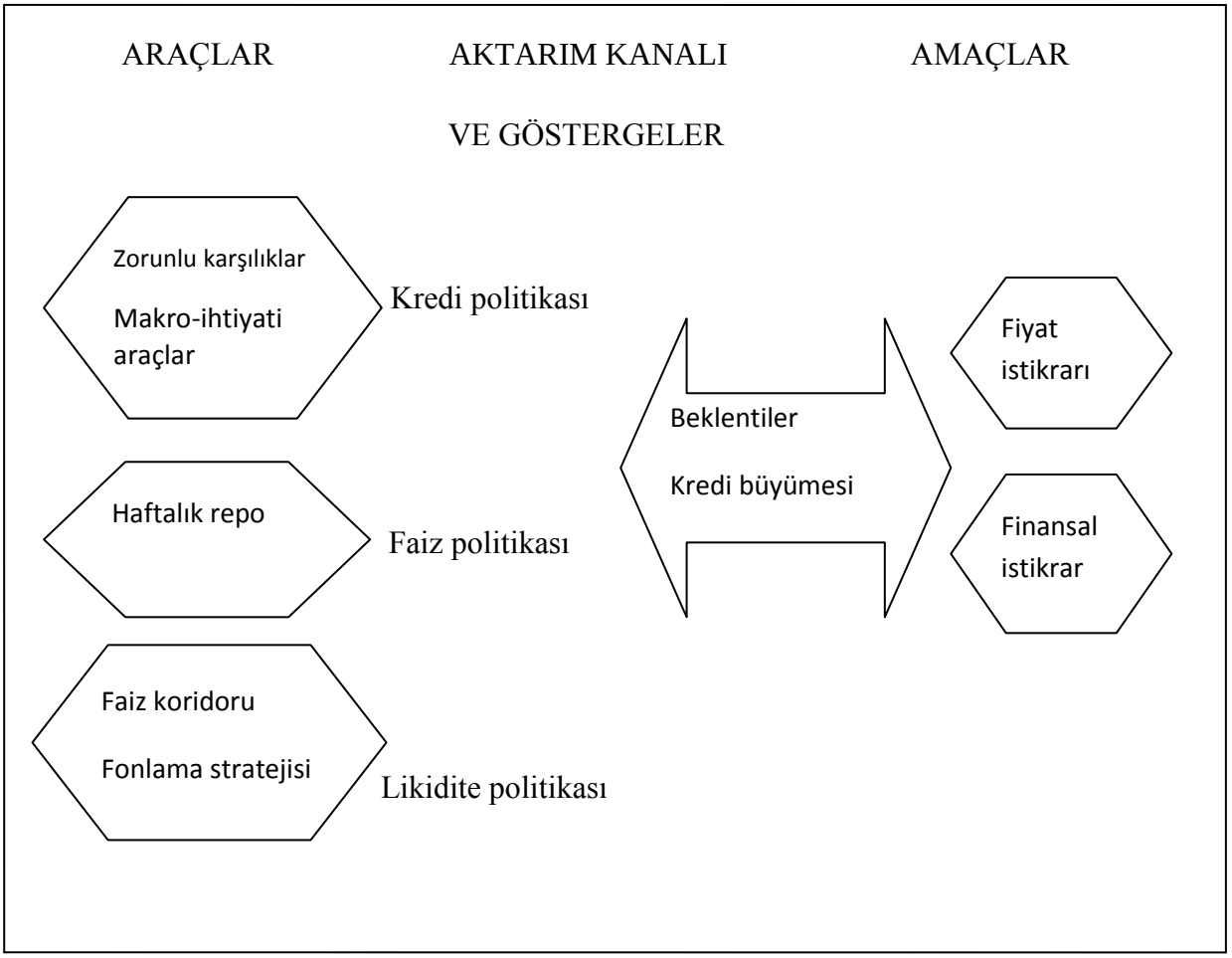
Dolayısıyla, dört tane bölge ortaya çıkmaktadır. Ek olarak ta dört bölgenin tam ortasında birde hedef bölgesi yer almaktadır. Ekonominin bu bölgelerden hangisinde olduğuna göre iki para politikası aracının nasıl kullanılacağı açıklanmaktadır. Hızlı kredi genişlemesinin olduğu iki bölgeyi ele alalım. Bu durumda zorunlu karşılık oranlarının artırılacağı belirtilmektedir. Kredi genişlemesi hızlı iken enflasyon yükseliyorsa politika faizi yükseliyor, enflasyon düşüyorsa politika faizi indiriliyor. Kredi genişlemesinin yavaşladığı bölgelerde ise zorunlu karşılık oranı düşürülüyor. Enflasyon düşme eğiliminde ise ek olarak politika faizi de

düşürülüyor. Enflasyon yükselme eğiliminde ise politika faizi de yükseltilmektedir. Bakıldığında, fiyat istikrarının amacı, enflasyonu, enflasyon hedefine yaklaştırmak; finansal istikrarın amacı da, kredi genişlemesini makul bir düzeye çekmek olarak görülmektedir.

Finansal sektör politikaları sıkılaştırılırken kısa vadeli faizlerde yapılacak ölçülü indirimin net etkisi sıkılaştırıcı yönde olduğu sürece Senaryo I baz senaryo olarak ele alınıp incelenir. Küresel enflasyonun başlaması (Senaryo II) halinde ölçülü faiz artırımlarının. Küresel deflasyonun başlaması (Senaryo III) halinde ise ölçülü faiz indirimlerinin gündeme geleceği unutulmamalıdır.

Yeni politikanın basitleştirilmiş olarak aktarım mekanizması aşağıdadır.

TABLO 6. TCMB'nin Basitleştirilmiş Yeni Aktarım Mekanizması



Kaynak: http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/H.Kara_BETAM.pdf, (05/05/2013).

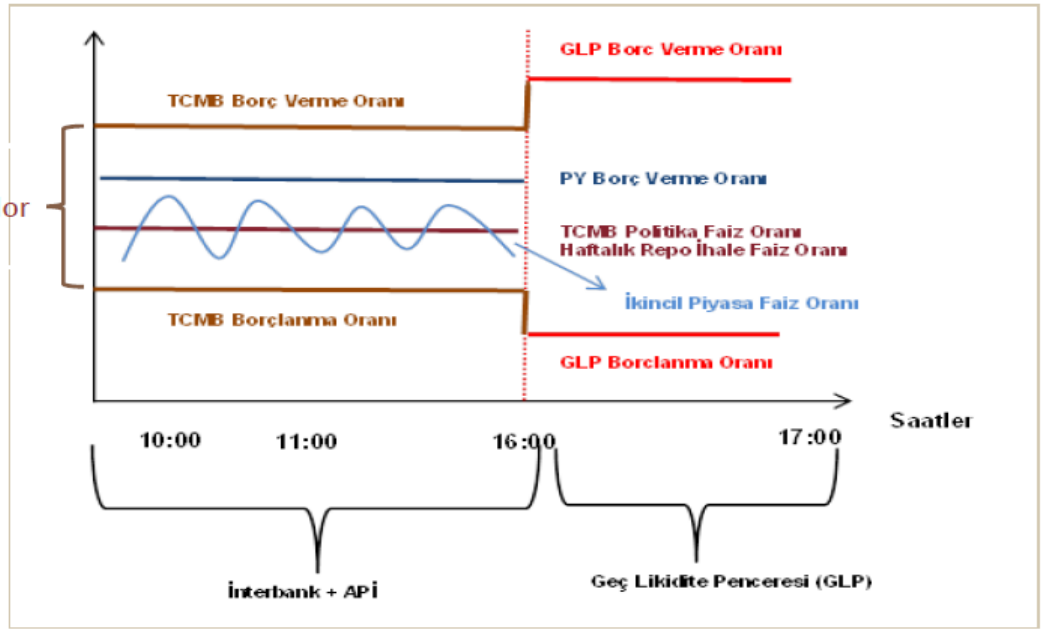
Fiyat istikrarı ve finansal istikrar birbirini tamamlayıcı amaçlardır. Krediler ve döviz kurundaki aşırı hareketlerin sınırlanması hem finansal istikrara hem de fiyat istikrarına katkıda bulunmaktadır. Son iki yıldır uygulanan politikalar da orta vadede fiyat istikrarından ödün vermeden ekonominin dengelenmesine önemli katkıda bulunarak finansal ve makro ekonomik riskleri azaltmıştır.

Geleneksel enflasyon hedeflemesinde, merkez bankaları esas olarak enflasyonu, hedefle uyumlu seviyelerde tutmayı amaçlamakta ve bunu yaparken de genelde tek bir araç (kısa vadeli faiz oranı) kullanmaktadır. TCMB yeni politika tasarımına giderken hem hedefini çeşitlendirmekte hem de politika araçlarını çeşitlendirmektedir.

Yeni politika çerçevesinde kullanılan temel araçlar ve aktarım mekanizması yukarıdaki tablo 6'da olduğu gibidir. Tablo'nun solunda politika araçları yer almaktadır. TCMB, bu araçlarla nihai amaç olarak fiyat istikrarını ve finansal istikrarı etkilemeyi amaçlamaktadır. Bütün bu süreçte, krediler ve döviz kuru kanalı ise araçlarla nihai amaçlar arasında köprü niteliğini taşımaktadır.

TCMB, piyasa faizlerini ve likiditesini etkilemek için çeşitli araçlar kullanmaktadır. Bu araçlarla piyasada ihtiyacı olanlara kısa vadeli (günlük veya haftalık) likidite sağlanabildiği gibi, fon fazlası olanlardan gecelik vadede borç alınabilmektedir. TCMB'nin bankalardan gecelik vadede borçlanabileceği ve borç verebileceği faiz seviyelerinin arasında kalan alan ise faiz koridoru olarak adlandırılmaktadır. Standart enflasyon hedeflemesinde operasyonel çerçeve aşağıdaki şekilde olduğu gibidir.

ŞEKİL 2. Standart Enflasyon Hedeflemesinde Operasyonel Çerçeve



Kaynak: Hakan KARA, TCMB, Para Politikasını Anlamak, İstanbul 2012.

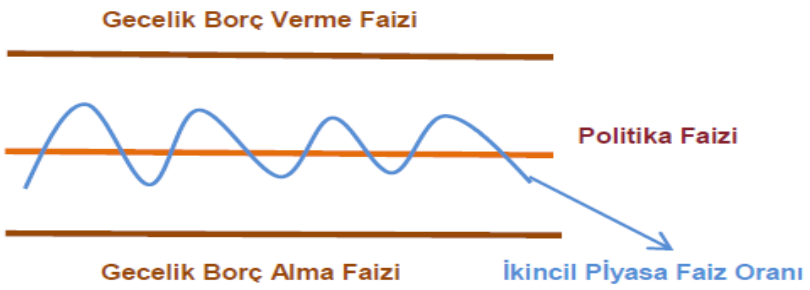
Diğer taraftan TCMB bir hafta vadeli repo aracılığıyla da bankalara fonlama yapabilmektedir. Miktar ihalesiyle yapılan bir haftalık reponun faiz oranı ve faiz koridoru her ay Para Politikası Kurulu toplantısında gözden geçirilerek kamuoyuna bildirilmektedir.

Koridor sistemini enflasyon hedeflemesi uygulayan birçok merkez bankası uygulamaktadır. Sistem aşağıdaki şekillerdeki gibi çalışmaktadır: Merkez bankası kısa vadeli faiz oranına ilişkin kararını açıklarken bir borç verme faiz oranı, bir de borç alma faiz oranı açıklamaktadır. Merkez bankasının borç verme faiz oranı, geçici likidite sıkışıklığına düşen bir bankanın merkez bankasından kısa vadeli borçlanmak için ödemeyi kabul ettiği faiz oranı olmaktadır. Merkez bankasının borç alma faiz oranı ise, geçici likidite fazlası olan bir bankanın, bu fonunu değerlendirerek, bir faiz getirisi sağlamak için merkez bankasına bu fonu mevduat şeklinde yatırması halinde almayı kabul ettiği faiz oranına denmektedir. Yapılan açıklamalardan anlaşılacağı üzere, borç verme faiz oranının ($İ_v$), borç alma faiz oranından ($İ_a$) yüksek olması gerekmektedir.

Geleneksel enflasyon hedeflemesi uygulayan birçok merkez bankası faiz koridorunu kullanmaktadır. Ancak, geleneksel yapıda faiz koridoru genelde kendi başına bir araç olmaktan ziyade piyasa faizlerinin politika faizinden belirgin şekilde sapmasını engellemek amacıyla kullanılmaktadır. Bu doğrultuda faiz koridoru politika faizi etrafında simetrik ve (genelde değişmeyen) dar bir bant olarak tanımlanmakta, diğer bir ifadeyle pasif bir rol üstlenmektedir. Ancak merkez bankasının mevcut sisteminde faiz koridoru aktif bir araç olarak kullanılmaktadır. Yani, TCMB gerekli gördüğünde faiz koridorunun genişliğini ayarlayabilmekte, aynı zamanda koridoru politika faizi etrafında asimetrik bir şekilde oluşturabilmektedir. Tasarlanan bu yapıda faiz koridoru, hem kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklığa karşı daha hızlı ve esnek tepki verilebilmesini sağlamakta, hem de gerektiğinde kredi büyümesi üzerinde etkili bir araç olarak kullanılabilmektedir.[180]

Standart enflasyon hedeflemesinde operayonel çerçevenin basitleştirilmiş hali de aşağıdaki şekilde olduğu gibidir.

ŞEKİL 3. Standart Enf. Hedeflemesinde Oper. Çerçeve (Basitleştirilmiş)

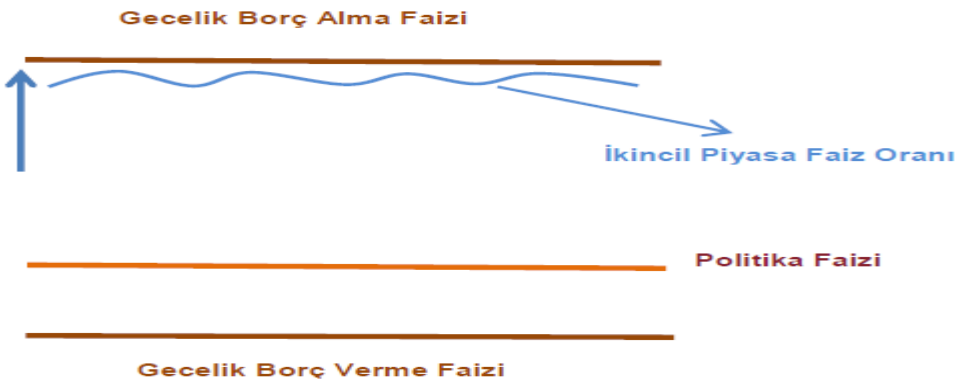


Kaynak: Hakan KARA, TCMB, Para Politikasını Anlamak, İstanbul 2012.

[180] Bkz. 2013 Yılı Para ve Kur Politikası, s. 4.

Asimetrik koridor sistemi: Risk iştahında bozulma olduğunda aşağıdaki gibidir.

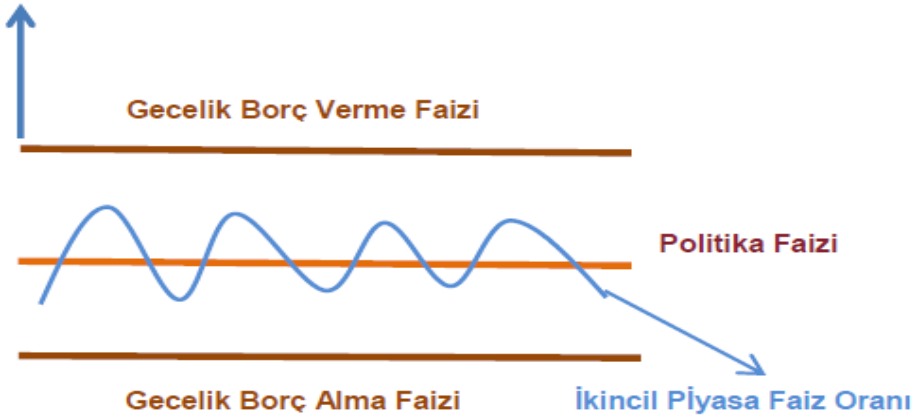
ŞEKİL 4. Asimetrik Koridor Sistemi: Risk İştahında Bozulma



Kaynak: Hakan KARA, TCMB, Para Politikasını Anlamak, İstanbul 2012.

Asimetrik koridor sistemi: Risk iştahında bozulma olduğunda aşağıdaki gibidir.

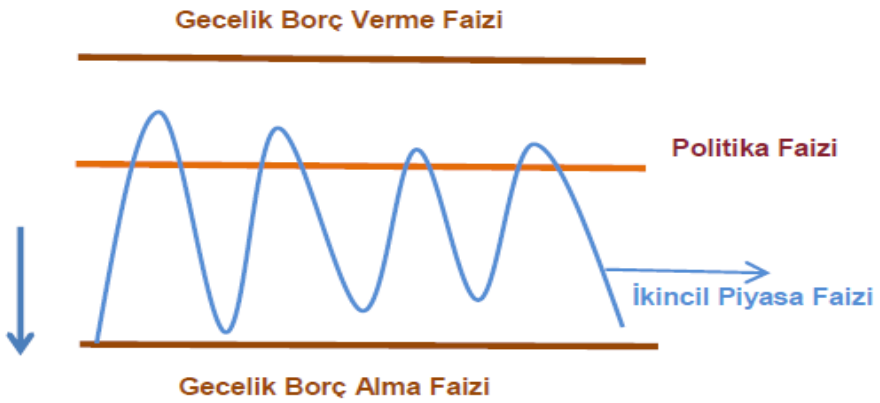
ŞEKİL 5. Asimetrik Koridor Sistemi: Risk İştahında Bozulma



Kaynak: Hakan KARA, TCMB, Para Politikasını Anlamak, İstanbul 2012.

Risk iştahında artış ve sermaye girişleri de aşağıdaki gibidir.

ŞEKİL 6. Risk İştahında Artış ve Sermaye Girişleri



Kaynak: Hakan KARA, TCMB, Para Politikasını Anlamak, İstanbul 2012.

Sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın makroekonomik ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmayı hedefleyen merkez bankasının son dönemlerde geliştirmiş olduğu bir diğer araç olan Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM)'dır. Bu mekanizma, bankaların Türk Lirası zorunlu karşılıklarının bir bölümünü döviz ve altın cinsinden tutmalarına izin vermek suretiyle gönüllü olarak ek döviz ve altın rezervleri bulundurmalarını sağlamaktadır. Bankaların özellikle bu şekilde merkez bankasında tuttukları döviz rezervlerini dış finansman koşullarındaki değişimlere göre ayarlayabilmesinin, sermaye akımlarının döviz kuru ve krediler üzerinde oluşturduğu oynaklığı azaltması beklenmektedir. Bununla beraber Rezerv Opsiyonu Mekanizması (ROM) uygulaması yastık altı altının ekonomiye kazandırılmasına da katkıda bulunmaktadır.[181]

Merkez Bankası, ROM'u temelde "otomatik dengeleyici" olarak (bankaların rezerv opsiyonu kullanım oranlarını dış şoklar karşısında içsel olarak ayarlayacağı şekilde) kullanmak üzere tasarlamıştır. Bu çerçevenin her bankaya kendi kısıtları doğrultusunda en uygun tercihi yapabilme olanağı tanıması, ROM'u döviz likiditesi yönetiminde kullanılan diğer araçlara kıyasla ekonomik açıdan daha etkin kılmaktadır. Bununla beraber, gerekli görüldüğünde sistemin parametreleri iç ve dış

[181] Bkz. 2013 Yılı Para ve Kur Politikası, s. 5.

finansman koşullarındaki kalıcı değişimlere uyum sağlamak için konjonktürel bir araç olarak da kullanılabilecektir.

Sermaye hareketlerinin eskiye nazaran çok daha fazla ve esnek bir biçimde olması küreselleşen ekonomilerde büyük bir sistem değişikliğine neden olmuştur. Bu değişime teorik altyapı da sistem altyapısı da hazır olmadığı için bazı boşluklar oluşmuştur. Oluşan bu boşlukları doldurabilmek için hızlı ve etkin politika uygulamalarına ihtiyaç duyulmaktadır. 1929 büyük buhran döneminde de benzer boşluklar oluşmuş, oluşan bu boşlukları o dönemde Maliye veya Hazine Bakanlıkları öncülüğünde uygulanan Keynesyen genişletici maliye politikası uygulamaları doldurmuştur. Ancak günümüz ekonomilerine gelindiğinde Küresel krizin oluşturduğu değişimle ortaya çıkan bu boşlukları, merkez bankaları ve merkez bankalarının uygulamış olduğu yeni para politikası yaklaşımları boşlukları doldurmaktadır. Diğer bir ifadeyle, eskiden krizlerin çözümüne öncülük eden maliye politikası (Hazine ve Maliye Bakanlıkları) iken, günümüze gelindiğinde ise çözüme öncülük eden para politikası (Merkez Bankası) olmuştur.[182]

Önceleri faiz, zorunlu karşılıklar ve Açık Piyasa İşlemleri (APİ) gibi araçların klasik ve esnek olmayan uygulamaları ile biçimlenen para politikası uygulamaları günümüze gelindiğinde bu uygulamaların çeşitlenmesine ve gelişmesine sahne olunmaktadır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), para politikasını bir süre önce enflasyon hedeflemesine dayalı olarak fiyat istikrarı odaklı uyguladıktan sonra fiyat istikrarının yanına finansal istikrarı ekleyerek çeşitlendirmiştir.

Birçok ülkede olduğu gibi ülkemizde de küresel finans krizi sonrasında fiyat istikrarına ilave olarak finansal istikrarı da dikkate almaya başlamışlardır. Sorumluluk kapsamını bu yaklaşımla genişleten merkez bankası geleneksel para politikası araçlarına ilave olarak makro riskleri azaltıcı araçları da yaygın şekilde kullanmaya başlamıştır. Bu yeni yapı çerçevesinde birden fazla amaca yönelik olarak uygulanan para politikasının gerektirdiği araç çeşitliliğini sağlamak amacıyla, politika faizinin yanı sıra gecelik borç alma ve borç verme faizleri arasında oluşan

[182] Mahfi Eğilmez, "TCMB'nin 2013 Yılı Para Politikası", *http://www.mahfiegilmez.com/2012/12/tcmbnin-2013-yl-para-politikas.html,* (02/05/2013).

faiz koridorunun ve zorunlu karşılıkların bir arada kullanıldığı bir politika bileşimi tasarlanmıştır.[183]

2010 yılında kredilerin hızlı büyüme eğilimine girmesi, Türk Lirasının aşırı değerlenmesi ve cari dengenin bozulma eğilimine girmesi üzerine merkez bankası makro finansal risklerin azaltılması üzerine odaklanmaktadır. Merkez bankası cari dengedeki bozulmayı kontrol altına almak ve ekonomiyi daha sağlıklı bir büyümeye kavuşturmak için kredi büyümesinin yavaşlatılması ve liranın iktisadi temellerle daha uyumlu hale getirilmesi amaçlanmaktadır. Zorunlu karşılık oranları, likidite politikası, aktif risk ağırlıkları, genel provizyonlar ve kredi oranı gibi politika araçları ile kredilerin yavaşlatılması hususunda ortaklaşa hareket edilmektedir.[184]

Türk Lirası'nın aşırı değerlenmesini giderebilmek içinse politika faiz oranları düşürülerek ve faiz koridoru aşağı yönlü genişletilerek kısa vadeli piyasa faizlerinin oynak seyretmesine izin verilmektedir.

[183] Bkz. 2012 Yılı Para ve Kur Politikası, s. 4.
[184] Bkz. 2013 Yılı Para ve Kur Politikası, s. 5.

Aşağıdaki tablo 7'de yeni para politikası araçlarından üç tanesi kısaca özetlenmiştir.

TABLO 7. Yeni Para Politikası Araçları

Araçlar	Avantajları	Dezavantajları	Yapısı ve Uygulaması	Değerlendirme
Faiz koridoru	Standart faiz koridoru uygulaması pasif olarak rol almaktadır. Ancak 2010 yılı başlarında ülkemizde uygulanan faiz koridoru aktif rol oynamıştır. Yani, hem kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklığa karşı daha hızlı ve esnek tepki verilebilmesini sağlamakta, hem de gerektiğinde kredi – mevduat faiz farkını etkileyerek bankaların kredi verme davranışını değiştirebilmektedir.	Faiz koridoru genelde kendi başına bir araç olmaktan ziyade piyasa faizlerinin politika faizinden belirgin şekilde sapmasını engellemek amacıyla kullanılmaktadır. Bu doğrultuda simetrik yani genelde değişmeyen dar bir bant olarak tanımlanmakta, yani pasif rol almaktadır. Ancak, TCMB faiz koridorunu aktif olarak kullanmakta genişliğini istediği şekilde ayarlayabilmekte, yani faiz koridoru politika faiz etrafında asimetrik bir şekilde oluşmaktadır.	TCMB 2010 yılının sonlarından itibaren faiz koridorunu aktif bir politika aracı olarak kullanmaya başlamıştır. İlk planda döviz kurunun iktisadi temeller ile daha uyumlu hareket etmesi amacıyla kullanılmıştır. Ancak yurt içi ve yurt dışı gözlenen dengesizliklerin finansal istikrarı tehdit etmesi ile beraber kısa vadeli sermaye akımlarını caydırmak amacıyla kullanılmıştır.	Faiz koridoru teknik olarak MB'sının borç verme ve borç alma faizinin arasında kalan bölüm olarak tanımlayabiliriz.
Politika Faizi	TCMB bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının temel politika faiz oranı olarak kullanmaktadır. Politika faiz oranının hangi değerde olacağı PPK karar vermektedir.	Politika faizinin gelecekte izleyeceği seyre dair belirsizliğin yüksek olması durumunda, bankaların kısa vadeli fonlamalarını artırmaları durumunda maruz kaldıkları faiz riski daha da belirgin hale gelmektedir.	TCMB, enflasyonun artacağı endişesini taşıyorsa, politika faizini artırır. Ekonomide durgunluk tehlikesi görüyorsa, politika faizini düşürerek toplam talebi canlandırmaya çalışır. Politika faizi + ise (yatırımlar, toplam harcamalar ve toplam talep düşer) ve dolayısıyla enflasyon azalır.	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.

Rezerv Opsiyon Mekanizması	Kısa vadeli sermaye akımlarının oluşturabileceği oynaklığı azaltmaktadır. TCMB brüt döviz rezervlerini güçlendirmektedir. Bankalara likidite yönetiminde esneklik sağlamaktadır. Kredilerin sermaye hareketlerine olan duyarlılığını azaltmaktadır. Her bankaya kendi likidite optimasyonunu yapabilme olanağı sağlamaktadır. Diğer politika araçlarına duyulan ihtiyacı azaltmaktadır. Ayrıca ROM uygulaması yastık altında bulunan altının ekonomiye kazandırılmasına katkıda bulunmuştur.	TCMB rezerv opsiyonu katsayılarını değiştirerek piyasadaki fonlama kaynaklarının maliyetlerini etkileyebilmektedir. Örneğin, TCMB ROK'leri düşük seviyelerde tutarak bankaları öncelikle bu imkanı kullanmaya teşvik etmekte ve bankaların diğer fon kaynaklarına olan talebini düşürerek piyasadaki faizlerini etkileyebilmektedir. ROM ile TCMB brüt döviz rezervleri artış göstermektedir. Ancak ROM kapsamında tutulan döviz ve altının TCMB tarafından satın alınmaması ve bankalara ait olmasından dolayı imkan TCMB'nin net döviz pozisyonunu etkilemeyip sadece brüt döviz rezervlerini artırmaktadır.	Sermaye hareketlerindeki oynaklığın artmasının makro ekonomik ve finansal istikrar üzerindeki azaltmayı hedefleyen bir politika aracıdır. Bu araç ile bankaların TL zorunlu karşılıkların bir bölümünü döviz ve altın cinsinden tutmalarına izin verilmek suretiyle gönüllü olarak ek döviz ve altın rezervleri bulundurmaları sağlanmaktadır.	Rezerv opsiyonu mekanizması, bankaların kendi rezerv opsiyonu kullanım oranlarını dış şoklar karşısında içsel olarak ayarlayacağı şekilde tasarlanmıştır. Dolayısıyla bir tür otomatik dengeleyici olarak düşünülebilecek bu mekanizma her bankaya kendi kısıtları doğrultusunda en uygun tercihi yapabilme olanağı tanımaktadır.

SONUÇ

Bu çalışmada Türkiye'de merkez bankacılığının doğuşunu, merkez bankacılığındaki gelişimleri ile beraber Osmanlı döneminde merkez bankacılık faaliyetlerinin nasıl ve ne şekilde yerine getirildiği incelenerek Cumhuriyet döneminde TCMB'nin kuruluş aşamaları ele alınmıştır. TCMB'nin temel görev ve yetkileri incelendikten sonra TCMB'nin amaç ve araç yönüyle bağımsız olması gerektiğine değinilerek şeffaflık, hesap verilebilirlik ve şeffaflık kriterleri incelenmeye çalışılmıştır.

Para politikası aktarım mekanizması, önce miktar teorisi yoluyla incelenip sonra hem faiz oranı yoluyla hem de kurları içeren aktarım mekanizmasının nasıl olduğuna ve ne şekilde işlediği incelenmeye çalışılmıştır.

Para politikası stratejisinin nasıl belirlendiğine değinildikten sonra para politikası stratejisinin ara hedeflerinden olan parasal hedefleme, döviz kuru hedeflemesi ve merkez bankası bilançosunu hedeflemeleri detaylı bir şekilde incelenerek, bu ara hedeflemelerinin güçlü ve zayıf yönleri ele alınmıştır. Merkez bankasının bir diğer para politikası stratejisi olan doğrudan enflasyon hedeflemesi rejiminin nasıl belirlenip kamuoyuna ne yolla açıklandığına değinildikten sonra enflasyon hedeflemesi rejiminin de güçlü ve zayıf yönleri incelenmiştir.

Ekonominin içinde bulunduğu duruma göre para politikası araçları tek başına ya da diğer para politikası araçlarıyla beraber uygulanabilmektedir. Para politikasının ekonomilerdeki önemi gün geçtikçe artması Merkez Bankaları'nın ekonomi içindeki etkinliğini göreceli olarak artırmıştır. Yapılan bu çalışmada da para politikası araçları doğrudan para politikası araçları ve dolaylı para politikası araçları olmak üzere iki başlık altında ele alınmıştır. Doğrudan para politikası araçlarının avantajlarına ve dezavantajlarına değinildikten sonra doğrudan para politikası araçlarının ne şekilde ve nasıl işlediğine kısaca değinilmiştir. Çalışmanın devamında ise dolaylı para politikası araçlarının artan önemine değinilerek dolaylı para politikası araçlarının merkez bankasınca işleyişinin nasıl olduğuna değinildikten sonra dolaylı para politikası araçlarının da güçlü ve zayıf yönleri incelenmiştir.

TCMB'nin işleyişi 1980 öncesi ve 1980 sonrası olarak ele alınmıştır. 1980 öncesi dönemlerin ilki 17 Şubat 1923 yıllı İzmir İktisat Kongresi ile beraber serbest piyasa ekonomisi ile başlamıştır. Merkez bankasının görevlerini yabancı bankaların görmesi, özel sektörün tam olarak gelişememesi ile beraber 1929 Dünya ekonomik buhranından sonra Devletçilik dönemi başlamıştır. Bu dönemde TCMB kurulmuş ve bazı gelişmeler kat edilmiş ancak başlayan savaş yılları ile beraber bu kazanımlar kaybedilmeye başlanmıştır. 1960 yıllarında başlayan planlı ekonomiye geçiş aşaması başlamış ve BBYKP ile İBYKP uygulansa da devamı getirilememiştir.

24 Ocak 1980 tarihinde açıklanan istikrar programıyla beraber merkez bankasında yapılan yapısal reformlar ile ithal ikameci büyüme modelinden dışa açık bir büyüme modeline geçiş amaçlanmıştır. Yani, 1980'de kur politikası uygulaması ve faiz oranlarının belirlenmesi Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)'na bırakılmış, 1987'de dolaylı para politikası araçları ağırlık kazanarak kullanılmaya başlanmış ve Merkez Bankası bünyesinde piyasalar oluşturulmuştur. 1989 yılında alınan karar (32 sayılı karar) ile sermaye hareketleri serbestleştirilerek daha liberal bir ekonomi amaçlanmıştır. Türkiye ekonomisi için uzun yıllar sorun olarak karşımıza çıkan enflasyonu düşürmek odaklı 1990 yıllarında para politikası uygulanmaya başlanılmıştır. Türkiye ekonomisinde yaşanan krizler sonucunda, özellikle 1994 krizi sonrasında bir takım yapısal reformları beraberinde getirmiş ve IMF ile yapılan Stand – by anlaşması ile beraber uygulanan politikalar başarıya ulaşsa bile erken genel seçim, gümrük birliği antlaşması ve hükümet değişiklikleri ile ekonomideki belirsizlikler artmış ve enflasyon yükselme eğilimine girmiştir. Hazine'nin TCMB'den kısa vadeli avans kullanımı aşamalı olarak sınırlandırılmıştır. Son olarak ta yaşanan 2000 ve 2001 krizi sonrası 2001 yılındaki Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'ndaki yapılan yapısal reformla, TCMB – Kamu kredi ilişkisine son verilerek TCMB tam olarak araç bağımsızlığına kavuşturulduğu vurgulanmış, 2002 – 2005 arası örtük şekilde uygulanan enflasyon hedeflemesi artık 2006 yılından itibaren açık şekilde uygulanmaya başlanılmıştır. 2001 ve 2008 krizlerinin nedenleri irdelenerek 2008 krizini diğer krizlerden ayıran temel özellikler incelenmiştir. Bütün bu krizlerden sonra merkez bankacılığında ki değişen anlayış, konjonktürel etkiler ve Türkiye'ye özgü yapısal nedenler açıklandıktan sonra TCMB'nin 14 Nisan 2010

tarihinde yayınlamış olduğu Para Politikası Çıkış Stratejisi ile beraber yeni politikalardan olan politika faizi, faiz koridoru ve rezerv opsiyonlu mekanizma hakkında detaylı bilgi verilerek bu yeni politikaların avantajları, dezavantajları ve işleyişleri özet tablo halinde belirtilmiştir.

Sonuç olarak, günümüzde TCMB modern merkez bankacılığı ile uyumlu yasal düzenlemelerle, para politikası araçlarına ve araç bağımsızlığına sahip olmuştur. Diğer taraftan, günümüz ekonomilerinde dolaylı para politikası araçlarının kullanılabilmesinin ve bununla beraber para politikasının etkin ve etkili olarak yürütülebilmesinin bazı şartları vardır. Bunlar;

1- Mali baskınlığın bulunmaması,
2- Merkez bankalarının bilançolarına hakim olabilmesi,
3- Etkin çalışan bir para piyasasının bulunmasıdır.

Türkiye'de para piyasaları merkez bankasının 1987'den bu yana katkıları ile beraber gerek teknik alt yapı ve gerekse işleyiş açısından gelişmiş ülkelerle karşılaştırılabilir düzeye gelmiştir. 2000 ve 2001 krizi sonrası yapılan yapısal reformlarla ve 2010 yılında ilan edilen çıkış stratejisi ile beraber Türkiye'deki finansal alt yapının, dolaylı para politikası araçlarının etkin olarak kullanımına uygun olduğunu güvenli bir şekilde söyleyebiliriz. Ayrıca yapılan son değişikliklerle TCMB'nin para politikası araçları ve likidite yönetiminin gelişmiş ülke uygulamaları ile aynı teknik özelliklere sahip olduğunu görebilmekteyiz. Yapılan bu çalışmadan da anlaşılacağı üzere geçmişte olduğu gibi gelecekte de makro ekonomik istikrar ve para politikalarının başarısı bütçe disiplinine ve yapısal reform sürecine bağlı olacaktır. Bu nedenle, hükümetlerin Türkiye'deki merkez bankacılığının geçmişte yaşadığı acı tecrübeleri her zaman göz önünde bulundurması, tekrar yaşanmaması adına faydalı olacaktır.

KAYNAKÇA

AKÇAY, Memduh Aslan, *Para Politikası Araçları Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar*,(DPT Basılmamış Uzmanlık Tezi), 1997.

AKDİŞ, Muhammet, *Para Teorisi ve Politikası*, İstanbul 2001.

ARDIÇ, Hülya, *1994 ve 2001 Yılı Ekonomik Krizlerinin, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosunda Yarattığı Hareketlerin İncelenmesi,* (TCMB Basılmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara 2004.

BAŞÇI, Erdem, "Merkez Bankası ve Finansal İstikrar", *http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/ErdemBasci_tek.pdf,* (30/05/2013), Ankara 2010.

BİNAY, Şükrü, KUNTER, Kürşat, "Mali Liberalleşmede Merkez Bankasının Rolü 1980 – 1987*", http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/teblig/98/gece2.html*, (01/03/2013), Ankara 1998.

BORATAV, Korkut, AKYÜZ, Yılmaz, "Türkiye'de Finansal Krizin Oluşumu", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi,* C. 17, Sayı.197, Ankara Ağustos 2002.

CESUR, Fatma, *Para ve Para teorileri,* İstanbul 2010.

CROCE, Enzo, KHAN, Mohsin S., "Monetary Regimes And Inflation Targeting", *Finance and Development,* 2000.

ÇAVUŞOĞLU, Fazilet, *Para Politikası Faiz Oranlarından Mevduat ve Kredi Faiz Oranlarına Geçişkenlik: Türkiye Örneği,* (TCMB Basılmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara 2010.

ÇOLAK, Ömer Faruk, *Finansal Piyasalar ve Para Politikası,* Ankara 2007.

DAĞGEÇEN, Ali Can, *Küresel Finansal Kriz Öncesi ve Sonrasında Gelişmekte Olan Ülke Döviz Kurları Arasındaki İlişki,* (TCMB Basılmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara 2012.

EĞİLMEZ, Mahfi, "TCMB'nin 2013 Yılı Para Politikası", *http://www.mahfiegilmez.com/2012/12/tcmbnin-2013-yl-para-politikas.html,* (02/05/2013).

ERÇEL, Gazi, "Türkiye'de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri", *http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/1996/kitap6.html,* (15/03/2013), Ankara 1996.

ERÇEL, Gazi, "Merkez Bankası 1998 Yılı İlk Altı Aylık Para Programı Gerçekleşmesi ve İkinci Altı Aylık Para Politikası Uygulaması", *http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/1998/k9.html,* Ankara 1998.

GÜNEŞ, Hurşit, *Türkiye'de Para Arzını Kontrol Araçlarının Etkinliği,* İstanbul 1990.

KARA, Hakan, "Para Politikasını Anlamak", *http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/H.Kara_BETAM.pdf,* (02/05/2013), İstanbul 2012.

KAZGAN, Haydar, ÖZTÜRK, Murat, KORALTÜRK, Murat, *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası,* Ankara 2000.

KESRİYELİ, Mehtap, *1980'li Yıllardan Günümüze para Politikası Gelişmeleri,* Ankara 1997.

KEYDER, Nur, *Para Teori – Politika – Uygulama,* Ankara 1996.

MUTLUER KURUL, Defne, ALPER, Koray, "Küresel Kriz ve Kredi Eğilimleri", *http://www.tcmb.gov.tr/research/ekonominotlari/2010/tr/EN1002.pdf,* Sayı. 10 – 02, (23/04/2013), Ankara 2010

ORHAN, Osman Z., ERDOĞAN, Seyfettin, *Para Politikası,* Ankara 2007.

ÖNDER, Timur, *Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması,* (TCMB Basılmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara 2005.

PARASIZ, M. İlker, *Para Banka ve Finansal Piyasalar,* Bursa 1994.

PARASIZ, İlker, ÖZER, Mustafa, *Bugünkü İktisadın Temelleri,* İstanbul 2005.

PAYA, Merih, *Para Teorisi ve Para Politikası,* İstanbul 1998.

SAĞLAM, Dündar, *Türkiye Ekonomisi Yapısı ve Temel Sorunları,* Ankara 1991.

SEKMEN, Fuat, *Para Teorisi Kavram – Kuram – Modeller,* Ankara 2012.

SERDENGEÇTİ, Süreyya, "Türkiye'de Enflasyon ve Büyüme İlişkisi: Genel Bir Değerlendirme", *İMKB Dergisi,* 3. Cilt, Ekim/Kasım/Aralık 1999, http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/2000/enflasyon.html.

SÖNMEZ, Mustafa, *İşte Eseriniz: 100 Göstergede Kuruluştan Çöküşe Türkiye Ekonomisi,* İstanbul 2003.

TELATAR, Erdinç, *Fiyat İstikrarı Ne? Nasıl? Kimin İçin?,* Ankara 2002.

USTA, Bülent, *Enflasyon Hedeflemesi: Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanabilirliği ve Türkiye Örneği,* (TCMB Basılmamış Uzmanlık Yeterlilik Tezi), Ankara 2003.

ÜÇER, Murat, "Son Para Politikası Uygulamaları Üstüne Gözlemler", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi,* C. 26, Sayı 302, Ankara 2011.

YÜKSELER, Zafer, "Türkiye'de Kriz Dönemlerinde Ekonomik Gelişmeler ve Ödemeler Dengesi Uyumu", *http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/Krizler_Yukseler.pdf,* (0404/2013), Ankara 2009.

"Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Ön Koşulları", *Enflasyon Hedeflemesi Rejimi,* 2006.

" Osmanlı Dönemi ve Cumhuriyetin İlk Yıllarında Merkez Bankası kurma Çabaları", *Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası,* 2008.

"The Monatary Policy of the ECB", *European Central Bank,* Frankfurt 2001.

"Türkiye'de Toplumsal ve Ekonomik Gelişmenin 50 Yılı", *DİE Yayınları,* Ankara 1973.

"Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı", *TCMB Yıllık Rapor,* http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/eko_program/program.pdf, (25/04/2013), Ankara 2011.

"Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler ve Para Politikası", *TCMB Yıllık Rapor,* http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/99turkce/rapor99_2.html, (25/04/2013), Ankara 1998.

"Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler ve Para Politikası", *TCMB Yıllık Rapor,* http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/96turkce/yrapor2.html, (25/04/2013), Ankara 1996.

www.tcmb.gov.tr, "TCMB Enflasyon Raporu2008 - 1"

www.tcmb.gov.tr, "2012 Yılı Para ve Kur Politikası"

www.tcmb.gov.tr, "2013 Yılı Para ve Kur Politikası"