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

PARA POLİTİKASI ARAÇLARININ EKONOMİ ÜZERİNDEKİ ROLÜ VE TÜRKİYE UYGULAMASI

GÖKÇEN ÇINAR MUTAFOĞLU

TEZ DANIŞMANI
DR. ÖĞRETİM ÜYESİ FATMA CESUR

EDİRNE 2019

T.C.

TRAKYA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

.....İKTİSAT..... ANABİLİM DALI

.....İKTİSAT.....PROGRAMI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

...Gökgen...Cinar...MUTAFOĞLU tarafından hazırlanan Para...Politikası...Araçlarının...Ekonomi...Üzerindeki...Rolü...ve...Türkiye Uygulaması

Konulu **Yüksek Lisans** tezinin Sınavı, Trakya Üniversitesi Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 19-6 maddeleri uyarınca 19.Ağustos.2019.Pazartesi günü saat .....10:00..... 'da yapılmış olup, yüksek lisans tezinin *.....kabul edilmesine..... **OYBİRLİĞİ/~~OYÇOKLUĞU~~** ile karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYELERİ	KANAAT	İMZA
Dr. Öğr. Üyesi Fatma CESUR	Kabul Edilmesine	
Dr. Öğr. Üyesi Levent ÖZKAN	Kabul Edilmesine	
Doç. Dr. Öğretim Üyesi Serdar ARPACI	Kabul Edilmesine	

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

TRAKYA ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
DOĞRULUK BEYANI

Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, tez yazım kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmasında, tüm verilerin bilimsel ve akademik kurallar çerçevesinde elde edildiğini, kullanılan verilerde tahrifat yapılmadığını, tezin akademik ve etik kurallara uygun olarak yazıldığını, kullanılan tüm literatür bilgilerinin bilimsel normlara uygun bir şekilde kaynak gösterilerek ilgili tezde yer aldığını ve bu tezin tamamı ya da herhangi bir bölümünün daha önceden Trakya Üniversitesi ya da farklı bir üniversitede tez çalışması olarak sunulmadığını beyan ederim.

13 / 09 /2019

Gökçen ÇINAR MUTAFOĞLU



Tezin Adı: Para Politikası Araçlarının Ekonomi Üzerindeki Rolü Ve Türkiye Uygulaması

Hazırlayan: Gökçen ÇINAR MUTAFOĞLU

ÖZET

Bu çalışmanın ortaya çıkarılmasındaki temel amaç, para politikası araçlarının Türkiye'de uygulanan ekonomi politikaları içerisindeki önemini, değişim ve gelişim sürecini ele almaktadır. Küreselleşmenin finansal piyasalar üzerinde yarattığı etki, ulusal para politikalarında yeni düzenleme yapılma zorunluluğunu ortaya çıkarmıştır.

Türkiye'de de bu gelişmeler ışığında para politikalarında önemli düzenlemeler yapılması zorunluluğu ortaya çıkmış ve yapılan düzenlemeler ile finansal sistemin sağlıklı bir yapıya kavuşması sağlanmıştır. Bu noktada TCMB öncelikli hedef olarak fiyat istikrarını sağlamayı belirlemiştir. Yaşanan Küresel Finansal Kriz sonrasında TCMB 2010 yılında fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da sağlamayı hedef olarak belirlemiştir. TCMB bunun sonucu olarak Faiz Koridoru ve Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) adı verilen iki yeni politika aracını geliştirip uygulamaya koymuştur. Küresel ekonomik gelişmelere paralel olarak ROM'u etkin bir şekilde kullanan TCMB rezervlerini makul seviyelerde tutmuştur. Geliştirilen yeni para politikası araçlarının da yardımı ile uygulanan para politikalarının esnekliği arttırılmış, böylelikle küresel finansal şoklar karşısında kırılganlığı da azaltılmıştır.

Anahtar Sözcükler: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), Para Politikası, Fiyat İstikrarı, Finansal İstikrar, Faiz Koridoru, Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM), Rezerv Opsiyon Katsayısı (ROK)

Title of the thesis: Para Politikası Araçlarının Ekonomi Üzerindeki Rolü Ve Türkiye Uygulaması

Prepared by: Gökçen ÇINAR MUTAFOĞLU

ABSTRACT

The reason of revealing this study is to deal with the importance, development and change of monetary policy tools in the economic policy which is practised in Turkey. The influence which the globalisation has on the financial markets, has brought out the obligation of new regulations on monetary policies. In parallel with these developments,

Turkey has had to make necessary changes in monetary policies and consequently, the financial system has regained its health. At this point, TCMB firstly defined the price stability as a priority target. After the Global Financial Crisis, TCMB has also tried to create the financial stability as a target. So, TCMB has developed and put the two new policy tools , which are named as Interest Corridor and Reserve Option Mechanism , into practice.

TCMB which has been using the ROM effectively, has kept its reserves at reasonable level in paralel with global economic developments. With the help of newly developed monetary policy tools, flexibility of monetary policies have been increased and thus, their fragility has been decreased against global financial shocks.

Keywords: The Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT), monetary policy, price stability, financial stability, interest corridor, reserve option mechanism (ROM), reserve option coefficient (ROC).

ÖNSÖZ

Hayata adım attığım ilk günden bu yana üzerimde sonsuz emeği ve desteği olan annem Gülseren Çınar ve babam Nurettin Çınar'a, her ihtiyacım olduğunda yanımda olduğunu bildiğim kardeşim Mehmet Giray Çınar'a, Yüksek Lisans çalışmamın başından bu yana bana her zaman sevgi, ilgi ve bilgisiyle destek olan, kızım Zeynep Doğa ve oğlum Emir Çınar'ın babası, sevgili eşim Mustafa MUTAFOĞLU'na ve tabi bu süreçte farkında olmasalar da anneleri ile birlikte geçireceği zamandan fedakarlık ederek en büyük desteği veren canım yavrularım Zeynep Doğa ve Emir Çınar'a tüm kalbimle teşekkür ederim.

Tez konum için ilham veren, her konuda çekinmeden danıştığım tezimin içeriği ile ilgili olarak bilgi ve tecrübesini benden esirgemeyen, en zor konularda yardımları, bilgisi, kişiliğiyle benim için itici güç olan ve tezimin tamamlanmasını olanaklı kılan değerli Hocam Dr. Öğretim Üyesi Fatma CESUR'a teşekkürlerimi sunmayı bir borç bilirim.

İÇİNDEKİLER

ÖZET ..... **i**
ABSTRACT ..... **ii**
ÖNSÖZ ..... **iii**
İÇİNDEKİLER ..... **iv**
KISALTMALAR ..... **viii**
GİRİŞ **1**

1. PARA VE PARA POLİTİKASINA GENEL BİR BAKIŞ **3**
1.1. Paranın Tanımı ve İşlevleri 3
1.1.1. Para Tanımı 3
1.1.2. Paranın İşlevleri 4
1.1.2.1. Paranın Mübadele Aracı Olması 4
1.1.2.2. Paranın Ortak Değer Ölçüsü Olması 4
1.1.2.3. Paranın Tasarruf Aracı Olması 5
1.1.2.4. Paranın İktisat Politikası Aracı Olması 5
1.2. Para Standartları (Para Sistemleri) 5
1.2.1. Madeni Para Sistemi 6
1.2.2. Kağıt Para Sistemi 7
1.2.3. Banka Para Sistemi 7
1.2.4.Temsili Para Sistemi 8
1.3. Para Arzı Tanımları 8
1.4. Merkez Bankacılığı 9
1.4.1. Merkez Bankalarının Temel İlkeleri 10
1.4.2. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası 10

2. PARA PİYASASI **12**
2.1. Para Talebi Teorisi 12
2.2. Para Arzı Teorisi 13
2.2.1. Klasik Yaklaşım 13
2.2.2. Chicago Yaklaşımı 14

2.2.3. Alternatif Likidite Yaklaşımları 14
2.2.3.1.Gurley Shaw Yaklaşımı 14
2.2.3.2. Radcliffe Yaklaşımı 14
2.2.3.3. Holdrop Yaklaşımı 15
2.3. Para Arzının Ekonomi Üzerindeki Önemi 15
2.3.1 Klasik (Geleneksel) Görüşe Göre Para Arzı 15
2.3.2. Keynesyen Görüşe Göre Para Arzı 16
2.3.3. Monetarist Görüşe Göre Para Arzı 17
2.4. Faiz Teorileri 17
2.4.1.Böhm-Bawerk Faiz Teorisi 18
2.4.2.Fisher' in Faiz Teorisi 19
2.4.3. Keynes Faiz Teorisi 19

3. PARA POLİTİKASINDA YAŞANAN GECİKMELER 21
3.1. Finansal Gelişmeler 21
3.2. Asimetrik Bilgi ve Para Politikasının Başarısızlığı 22
3.3. Mali Baskınlık Sorunu 22
3.4. Siyasi Etkileşim 23
3.5. Zaman Tutarsızlığı ve Gecikme Sorunu 23
3.6. Güvenilirlik Sorunu 24

4. PARA POLİTİKASININ AMAÇLARI 25
4.1.Fiyat İstikrarı 25
4.2.Ekonomik Büyüme 26
4.3.Faiz İstikrarı 27
4.4. İstihdam Artışı 28
4.5. Finansal Piyasa İstikrarı 29
4.6.Döviz Kuru İstikrarı 31
4.7. Uygun Ödemeler Dengesi Pozisyonu 33

5. PARA POLİTİKASI AMAÇLARI VE ARAÇLARININ AMAÇLARI ARASINDAKİ ÇATIŞMALAR 37
5.1. Fiyat İstikrarı ve Tam İstihdam Çatışması 37

5.2. Üretim Artışı - Fiyat İstikrarı Çatışması 38
5.3. Üretim Artışı – Ödemeler Bilançosu Denkliği Çatışması 39

6. PARA POLİTİKASI ARAÇLARI 40
6.1. Para Politikasının Doğrudan (Direkt) Araçları 42
6.1.1. Faiz Oranı Kontrolleri 44
6.1.2. Kredi Tavanı Kontrolleri 44
6.1.3. Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları 45
6.1.4. Disponibilite Uygulaması 45
6.1.5. Finansal Aracıların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi 46
6.1.6. Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü 46
6.1.7. üketici Kredilerinin Kontrolü 46
6.1.8. Özel Mevduatlar 47
6.1.9. Merkez Bankasının Moral Takviyesi 47
6.1.10. Reklam ve Resmi Olmayan Öğütler 47
6.2. Para Politikasının Dolaylı (Endirekt) Araçları 47
6.2.1. Açık Piyasa işlemleri 52
6.2.1.1. Depo 53
6.2.1.2. Repo 53
6.2.1.3. Ters Repo 54
6.2.1.4. Doğrudan Alım 54
6.2.1.5. Doğrudan Satım 55
6.2.1.6. Likidite Senedi İhracı 55
6.2.1.7. Türk Lirası Depo İhalesi İşlemleri 56
6.2.2. Döviz Efektif İşlemleri 57
6.2.3. Reeskont Penceresi İşlemleri 57
6.2.4. Zorunlu Karşılık Oranları 59
Zorunlu Karşılıkların Temel Fonksiyonları: 59

7. PARA POLİTİKASI ARAÇLARININ EKONOMİ ÜZERİNDEKİ ROLÜ VE TÜRKİYE UYGULAMASI 60
7.1. Yeni Para Politikası Araçları, Faiz Koridoru ve Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) 63

7.1.1. Faiz Koridoru 65
7.1.2. Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) 71

8. TCMB'NİN 2010 YILI SONRASI PARA POLİTİKALARI UYGULAMALARI 73
8.1. 2010 Yılı Uygulanan Para Politikası 73
8.2. 2011 Yılında Uygulan Para Politikası 75
8.3. 2012 Yılında Uygulanan Para Politikası 78
8.4. 2013 Yılında Uygulanan Para Politikası 80
8.5. 2014 Yılında Uygulanan Para Politikası 82
8.6. 2015 Yılında Uygulanan Para Politikası 83
8.7. 2016 Yılında Uygulanan Para Politikası 85
8.8. 2017 Yılında Uygulanan Para Politikası 88
8.9. 2018 Yılında Uygulanan Para Politikaları 91
8.10. 2019 Yılında Uygulanan / Uygulanacak olan Para Politikası Hedefleri 93

SONUÇ 100
KAYNAKÇA 104
İNTERNET KAYNAKLARI 106

KISALTMALAR

ABD : Amerika Birleşik Devletleri

BDDK : Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu

BIST : Borsa İstanbul

DİBS : Devlet İç Borçlanma Senedi

GLP : Geç Likidite Penceresi

HMVKŞ : Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketi

ROK **:** Rezerv Opsiyon Katsayısı

ROM : Rezerv Opsiyon Mekanizması

TCMB : Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası

TL : Türk Lirası

GİRİŞ

Küreselleşmenin bir sonucu olarak devletlerin ekonomiye etkileri sorgulanmış, bunun sonucu olarak da ülkelerin ekonomi politikalarında yeni düzenlemelere gidilmesine ihtiyaç duyulmuştur. Küreselleşmenin olumsuz etkilerinden olabildiğince kaçınabilmek adına, öncelikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin yoğun izlendiği ekonomilerde ağırlıklı olarak para politikalarında düzenlemelere ihtiyaç duyulmuştur.

Küresel ekonomilerde para politikası araç ve amaçları iktisadi gelişmeler ışığında doğan ihtiyaçlara göre şekillenmiş ve değişmiştir. Genel olarak bakıldığında para politikasında amaçlar; potansiyel büyüme hızını doğal seviyesine yaklaştırmak, finansal istikrarı gözetmek ve en önemlisi de fiyat istikrarını sağlamak ve mümkün olan en iyi düzeyde korumak olarak sayılabilir.

Ellerindeki para politikası araçlarını kullanarak, para politikalarını yöneten kurumlar Merkez Bankalarıdır ve sadece paranın bulunduğu bir ortam içerisinde para arzını denetleyerek para politikalarını yönetebilmektedirler. Buna rağmen ekonomideki birtakım gelişmeler Merkez bankasının para arzını denetleyebilmesi hususunda politikaların etkinliği yönünden yetersiz kalmasına sebep olmuştur. Bu nedenle Merkez bankaları kredi hacmini denetlemelerini sağlayacak birtakım araçları da kullanmak zorunda kalmışlardır. Para politikası araçlarını direkt ve endirekt araçlar olarak ikiye ayırmak mümkündür. Direkt para politikası araçları, fiyat veya miktar üzerinden belirli bir limit koymak gibi doğrudan müdahale uygulanan araçlar olup faiz denetimi ve kredi tavan uygulaması şeklinde bölümlendirilebilir. Endirekt para politikası araçları ise, Açık Piyasa İşlemleri, reeskont politikası, para basma ve kur politikasıdır. (Eğilmez, 2012, 29 Eylül).

Türkiye'de uygulamada olan para amaçlar ve bu amaçlara ulaşabilmek adına kullanılan araçlar zaman içerisinde küresel ekonomik değişimler ve genel ekonomik yapıya göre değişime uğramışlardır.

Para politikalarında finansal istikrarın da fiyat istikrarının yanında önem kazanmaya başladığının da altını çizersek, TCMB'nin 2010 yılı başlarında uygulamaya koyduğu faiz koridoru ve 2011 yılı sonlarında uygulamaya koyduğu Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM) aracı ile para politikasına müdahale edebilmektedir. Ülke ekonomisi için yeni olduğunu söyleyebileceğimiz bu iki aracın, konjonktürdeki değişimlerin kısa dönemli olması durumunda hızlı ve olumlu hamleler yapabileceğini söylemek mümkündür.

TCMB'nin para politikası üzerinde gerçekleştirdiği müdahalelerinde özellikle ROM'un esneklik kazandırdığı ve döviz rezervlerinde güçlenme sağladığı yapılan inceleme sonucunda ortaya çıkmaktadır.

Bu çalışmada 2010 ve 2019 yılları arasında TCMB'nin faiz koridoru ve ROM araçlarını kullanarak uyguladığı para politikaları ve bu uygulamalar sonucunda ortaya konan tablo incelenmekte ve 2019 yılı para politikası hedeflerine yer verilmektedir.

1. PARA VE PARA POLİTİKASINA GENEL BİR BAKIŞ

1.1. Paranın Tanımı ve İşlevleri

1.1.1. Para Tanımı

Paranın tanımı hakkında çeşitli görüşler olsa da en geçerli tanımı, herkes tarafından kabul görülen mübadele aracıdır. Para, ekonomide alım-satım işlerinde kullanılan ve herkes tarafından kabul gören mübadele aracıdır (Dinler, 2012: 421). Para, aynı zamanda bir hesap birimi ve bir servet saklama aracı olarak da kullanılır. (Pamuk, 2018: 3).

Para, kullanıldığı zamana göre çok farklı şekiller alarak işlem görmüştür. Savaş zamanlarında ya da yüksek enflasyon zamanlarında şekerin, yağın, tütünün ve birçok malın paranın yerine geçtiği görülmüştür. Fakat bunlar paranın, para olarak değerlendirilmesi için gereken özellikleri tam olarak taşımamaktadır. Paranın trampa aracı olmaktan çıkıp para olarak değerlendirilebilmesi için gereken özellikler;

- Kabul edilebilirlik; paranın değişim aracı olarak genel kabul görmesi.
- Dayanıklılık; paranın kullanılabilmesi için gerekli süre zarfında saklanabilmesi ve sağlam kalması gerekmektedir. Eğer servet için biriktirilecekse çok daha sağlam olmalıdır.
- Uygunluk; kullanımı kolay olmalıdır, kolay taşınabilmelidir. Elden ele değişeceği için küçük ve hafif olmalıdır.
- Bölünebilirlik; paranın bölünebilir olması küçük ödemelerin kolaylıkla yapılabilmesi açısından oldukça önemlidir. Bu nedenle eski dönemlerde mübadele aracı olarak sıklıkla kullanılan bir hayvan ya da bölünmez bir eşyanın kullanılması oldukça sorun olmaktadır.

1.1.2. Paranın İşlevleri

Paranın işlevleri, mübadele aracı olması, ortak değer ölçüsü olması, tasarruf aracı olması ve iktisat politikası aracı olması şeklinde ayırabiliriz. Paranın mübadele işlevi miktar ve dolaşım hızı düşüncesinde algılanır. Para hacmi fazla olduğu, başka bir değişle kıt olmadığı zaman mübadelenin artması paranın da dolaşım hızını arttırmaktadır. Paranın miktarına ve dolaşım hızına göre paranın dolaşımı gerçekleşir. Para miktarının işlemlerin gerçekleşmesi için yeterli olmadığı takdirde paranın dolanım hızı bu açığı kapatmış olur. Bu sebeple aranın dolaşım hızı göz önüne alarak para miktarını ekonominin ihtiyaçlarını karşılayacak seviyede tutmamak gereklidir (Çolak, 2007: 500).

1.1.2.1. Paranın Mübadele Aracı Olması

Paranın bulunmasından önceki zamanlarda, insanlar elinde gerektiğinden fazla bulunan malları, daha çok gerekli olan mallarla değiştiriyorlardı. Takas, trampa ya da değiş-tokuş denilen bu işlem, birçok zorluk barındırıyordu. Bu zorlukları kaldırmak için herkes tarafından kabul edilen bir mal para olarak kullanılmaya başlanmıştır. Bunun akabinde toplumlarda iş bölümü ve uzmanlaşmayı hızlandırmıştır. Ancak paranın herkes tarafından kabul görmesi, kolay taklit edilmemesi için değerli madenler kullanılmaya başlanmıştır (Dinler, 2012: 422).

1.1.2.2. Paranın Ortak Değer Ölçüsü Olması

Toplumlarda ortak mübadele aracı olarak kabul edilen para, mübadeleyi kolay hale getirirken diğer yandan ortak değer ölçüsü olma işlevini yerine getirmektedir. Ortak değer ölçüsü, bir malın ya da hizmetin ne kadar para ile el değiştireceğini gösterir, bu da mal ya da hizmetin fiyatıdır. Burada para, malların alınıp satılma değeri olan fiyatın oluşmasını da sağlamış (Dinler, 2012: 423).

1.1.2.3. Paranın Tasarruf Aracı Olması

Para mübadele aracı olarak kullanılmaya başlandıktan sonra, paranın yeni bir işlevi daha ortaya çıkmıştır. Mallarını para ile değiştirenler, aldıkları paraları harcamayıp saklamayı tercih etmeye başladılar. Böylece ellerinde bulunan paraları biriktirerek, paranın tasarruf aracı olması sağlanmıştır. Bu şekilde paranın hemen harcamaya hazır olması da tasarruf aracı olarak tercih edilmesini sağlamıştır. Para yerine malların tasarruf aracı olarak saklanması her an harcanama yapılabilmesi oldukça güç olacaktır. Paranın tasarruf aracı olarak işlevini yerine getirmesi için değerini kaybetmemesi gereklidir (Dinler, 2012: 23).

1.1.2.4. Paranın İktisat Politikası Aracı Olması

Büyük Buhrandan sonra, Keynes ile beraber, devletin para arzı üzerinde değişiklikler yaparak birikim ve yatırımları etkileyebileceği ve böylelikle işsizlik ve milli gelir düzeyinin değişeceği olasılığı ortaya atılmıştır. Paranın bu şekilde bir işlev içerisinde kullanılması, devletin para politikası ile ekonomiye yön vermesi sağlanmıştır (Dinler, 2012: 424).

1.2. Para Standartları (Para Sistemleri)

Para sistemi, paranın miktarı ve paranın niteliğini etkileyen sıralı yasaları, uygulamaları ve miktarı içine alır. Para standardı, para sistemi içerisinde farklı para şekillerinin miktarının belirlenmesindeki kurumsal düzenlemeleri içerir (Gülşen, 2009: 8)

1.2.1. Madeni Para Sistemi

Değerli madenlerin paranın birim değerinin madenlere bağlanarak tespit edilmesine denilmektedir (Dinler 2012: 430). Paranın birim değeri tek maden dikkate alınarak yapılıyorsa tek maden sistemi, farklı bir maden ile birlikte yapılmasına da çift maden sistemi denilmektedir (Parasız, 2009: 316).

Altın Standardı

Değer ölçütün sadece ve sadece altın olduğu bir sistemdir. Altın standardında dolaşımda ki gümüşler önemli miktarda yer almaktadır. Fakat gümüş standardında ise altın dolaşımı oldukça azdır. 1850'lerden sonra ülkeler altın standardı uygulamasına geçmişlerdir. Bu ülkelerin merkez bankaları altın karşılığı para basmaya başlamışlardır. Burada ki amaç merkez bankalarının paranın altına dönüştürebilme garantisini vermek istemeleridir. Bu sistem birinci dünya savaşından sonra etkisini yitirmiştir. Sistemin tekrardan aktif edilmesi için çabalar olsa da 1929'da yaşanılan Büyük Buhran' ın yaşanması ve hemen ardından ikinci dünya savaşının başlamasıyla altın standardının geri gelmesi imkansızlaşmıştır (Gülşen, 2009: 14).

Altın para sisteminde paranın değerini altın türünden sabitlemek için bazı özel gerekli koşullar vardır. Bunlar para biriminin değeri bir miktar altın olarak tanımlanmış olması, belirlenen değer üzerinden, altının paraya paranın altına çevrilmesinin serbest olması ve altının ithal ve ihracının serbest olması gerekmektedir (Parasız, 2000: 317).

Gümüş Para Standardı

Değer ölçütünün sadece gümüşe dayandırıldığı sistemdir. İşleyiş bakımından altın standardıyla neredeyse aynıdır. Gümüş para standardı önemini çok önce yitirmiştir. Bunun sebebi gümüş miktarının hızla artmasıdır. Zengin gümüş

madenlerinin keşfedilmesi gümüşün bir para standardı olmasını zorlaştırmış ve hatta sona ermesine sebebiyet vermiştir (Parasız, 2000: 318).

1.2.2. Kağıt Para Sistemi

İktisat tarihçileri kağıt paranın çıkışını ortaçağa dayandırmaktadırlar. Tüccarlar, yanlarında altın veya gümüş gibi madenleri taşımak yerine, taşıması ve riski az olan kağıt senetler taşıyarak ilk adımları atmışlardır. Zamanla bu süreçte ellerinde olan madenden fazla senet yapmaya başlamışlardır. Daha sonra bu durumun önü alınamadığından hükümetlerce sınırlamalar getirilmiştir (Parasız, 2000: 320).

Altın para sisteminde ki ülkelerin ellerinde bulunan altından daha fazla para basmaları sonucunda bu sistemden vazgeçmek durumunda kalmışlardır. Bu şekilde karşılığı olmayan kağıt haline gelmelerine neden olmuştur. Kıymetli bir madene bağlı olmayan, kamu otoritelerince, üzerinde nominal değeri yazılı olarak tedavüle çıkarılan kağıt paraların oluşturduğu sisteme Kağıt Para Sistemi denilmektedir. Devletler ikinci dünya savaşı sonrası kendilerine bağlı merkez bankalarına para basma yetkisini vermişlerdir. Değeri tamamen siyasi iktidarların olan bir sisteme dönülmüştür. Sistemde herhangi bir emisyon hacmini belirleyen bir karşılık bulunmamaktadır. Devlet adına merkez bankalarının, para miktarının ihtiyaç duyulanın üzerinde ya da altında birikmesi, enflasyon ya da deflasyona neden olmaktadır (Dinler, 2012: 434).

1.2.3. Banka Para Sistemi

Banka para sistemini paranın kullanılmaya başlamadan ortaya çıkmıştır. Mallarını risklere karşı korumak için insanlar tapınaklara emanet etmişlerdir. Din adamları da bu emanetleri ödünç vermişlerdir. Tarihte ilk banka tapınaklar ilk bankacılarında din adamları olduğu görülmektedir (Yetiz, 2016: 109).

Banka para, bankalarda ki vadesiz mevduatlara denir. Bankalarda ki mevduat hesaplarında ki hareketlerin neticesinde dolaşır. Çeke tabi olan mevduatlar para özelliği taşıyabilir. Para özelliği paraya çevrilme güçlüğü olmayan mevduatların para özelliği olduğu sistemlerdir (Parasız, 2000: 320).

1.2.4.Temsili Para Sistemi

Para yerine geçmese de geçici müddetle para yerine geçen varlıkların bulunduğu sistemdir. En önemlisi kredi kartlarıdır. Kredi kartı ile nakit ya da çek kullanılmaksızın alış-veriş yapılabilir. Kısa dönemde olsa ödeme aracı olarak para yerine geçerler. Bunun devam etmesi için hesabın kapatılması gerekmektedir (Parasız, 2000: 321).

1.3. Para Arzı Tanımları

Piyasada dolanımda bulunan madeni ve kağıt paraların miktarına para arzı denilmektedir. Üç farklı çeşidi vardır. M1, M2 ve M3 olarak adlandırılır (Tunca, 2015: 157).

Para arzı sürecinde dört oyuncu yer alır. Bunlar;

1. Merkez Bankası: Bankacılık sisteminin denetiminden ve para politikasının yürütülmesinden sorumlu olan kamu kurumu

2. Bankalar: Kişi ve kurumlardan mevduat toplayan kurumlar

3. Mevduat Sahipleri: Bankalarda mevduatı bulunan kişi ve kurumlar

4. Bankalardan Kredi Kullananlar: Mevduat toplayan kurumlardan borçlanan kişi ve kurumlar (Mıshkın, 2000: 23).

M1 Para Arzı, Merkez bankası dışında ki kağıt ve madeni paralardır (Soloman, 2004: 188).

M1=Nakit + Vadesiz Mevduat + Diğer Çek Yazılabilir Mevduat

M1 para arzı, merkez bankalarınca basılan kağıt ve madeni paraların toplamı olan nakit, istenildiği zaman paraya çevrilecek olan yerli ya da yabancı para olan vadesiz mevduat gibi istenildiğinde paraya çevrilecek diğer çek yazılabilir mevduat toplamına M1 para arzı denir. M1 para arzı, günlük işlerimizde harcadığımız para olarak da adlandırılabilir. M1 para arzı son derece likittir (Bocutcuoğlu, 2011: 144).

M2 Para arzı, merkez bankası dışındaki kağıt ve madeni paralar ve bankaların merkez bankalarında bulunan operasyonel mevduatlarıdır (Soloman, 2004: 188).

M2=M1 + Para Benzerleri

İnsanların faiz geliri elde etmek için belirli gün sonucunda bankaya yatırdıkları hesaplara vadeli mevduat denir. Likidite özelliği belli bir kaybı göze alarak geçerlidir. Vadeli mevduata göre daha az likittir. Vadeli mevduat ve daha az likit olan varlıklara para benzerleri denilmektedir. M2 para arzı, M1 para arzı ve para benzerlerinin toplamından oluşur (Bocutcuoğlu, 2011: 145).

M3 Para arzı, dolaşımda ki nakit artı perakende ve toplam banka ve inşaat dernekleri mevduatları olarak adlandırılır (Soloman, 2004: 188).

M3= M2 + Repo + Para Piyasası Fonları

Avrupa Merkez Banka istatistik mevduatına göre düzenlenen en geniş kapsamlı para arzıdır (Bocutcuoğlu, 2011: 145).

1.4. Merkez Bankacılığı

Merkez bankaları, ticari bankaların kurulmasından sonra, ülkelerin iktisadi büyümelerinin sonucu olarak ortaya çıkmıştır (Çolak, 2007: 513). Dünya üzerinde yaşanılan ekonomik sıkıntılar artan finansal araç çeşitliliği ve likidite krizleri merkez bankalarından yeni görevler almasına neden olmaktadır (Barışık, 2004). Merkez

bankalarının hareketleri, faizleri, kredi miktarını ve para arzını etkiler; bu değişkenlerin hepsi sadece finansal piyasaları değil toplam üretim ve fiyatları da etkiler (Mishkin, 2000: 1).

Merkez bankalarının bağımsızlığı, siyasilerin seçim kaygıları nedeniyle merkez bankalarına daha iyi sonuçlar elde etmek için kullanmasına neden olmuştur. Merkez bankalarını bağımsız olmaları ekonomik performansı olumlu yönde etkilemektedir. Merkez bankalarının bağımsızlığı ne kadar yüksek olursa o derece enflasyon performansları da iyi olduğu görülmüştür. Son yıllarda merkez bankacılığı uygulaması büyük mesafe kat etmiştir (Mishkın, 2014: 23).

1.4.1. Merkez Bankalarının Temel İlkeleri

Para ekonomisinde ki son teoriler para politikalarında başarılı olunması açısından merkez bankalarına yedi temel ilke oluşturmuştur. Bunlar;

1. Fiyat istikrarı büyük fayda sağlar.
2. Maliye politikası para politikasına destek olmalıdır.
3. Zamansal tutarsızlık kaçınılması gereken önemli bir sorundur.
4. Para politikası ileriye dönük olmalıdır.
5. Hesap verebilirlik demokrasinin temel prensibidir.
6. Para politikası fiyat dalgalanmaları kadar çıktığı ile ilgili olmalıdır.
7. En önemli ekonomik daralmalar finansal istikrarsızlık ile ilişkilidir (Mishkın, 2014: 42).

1.4.2. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

1923 yılında Türkiye İktisat Kongresinde ulusal bir devlet bankası kurulması ele alınmıştır. 1924 yılında Osmanlı bankasını bir devlet bankasına dönüştürmek için uğraşılsa da zamanın mali koşulları bun uygunluk göstermemiştir. 11 Haziran 1930

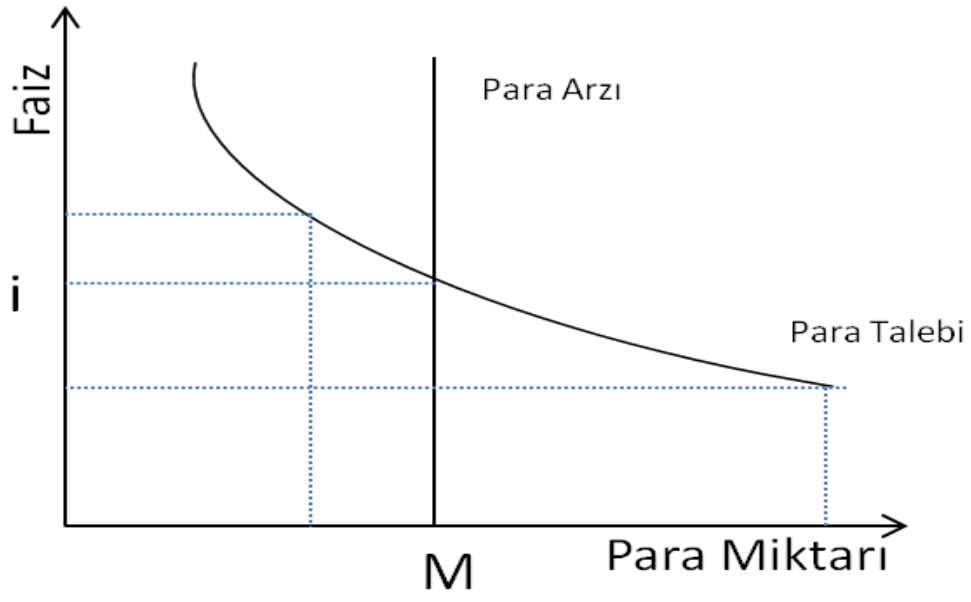
tarihinde 1715 sayılı Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu kabul edildi. Merkez bankasının temel amacı ülkenin kalkınmasına yardımcı olmaktır. Türk parasının değerinin korunması için hükümet ile ortak önlemler alacaktır (Uzunoğlu, 2014: 89).

Bankanın temel görevleri; açık piyasa işlemleri yapmak, hükümetle Türk Lirasının değerini korumak, bankalar arası usul ve esasları belirlemek, piyasaya kredi aktarmak, ülkenin rezervlerini yönetmek, Türk lirasının hacim ve dolaşımını düzenlemek, finansal sistemde düzenleyici önlemler almak, mali piyasaları izlemek, özel finans kurumlarında ki katılma hesaplarının vadelerini belirlemektir (Uzunoğlu, 2014: 89).

2. PARA PİYASASI

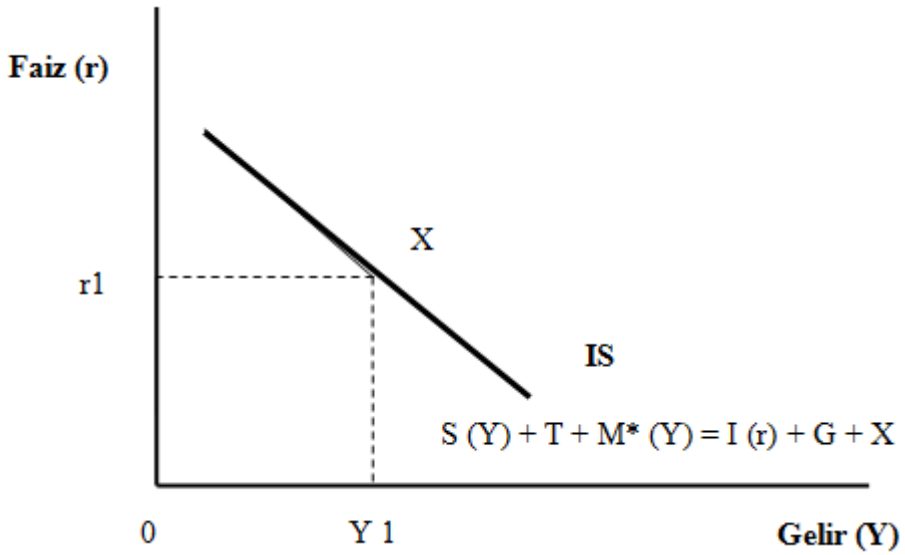
2.1. Para Talebi Teorisi

1929 Dünya ekonomik buhranı öncesi iktisadi düşünceye hakim olan klasikler diye bilinen iktisadi görüş, fiyatların esnek olması sonucu ekonominin her zaman tam istihdam düzeyinde üretim ve gelir sağlayacağını bu nedenle para miktarında değişmenin gelir düzeyini etkilemeyeceğini, fiyat düzeyini değiştireceğini kabul etmişlerdir. Kısacası ekonominin tam istihdam seviyesinde dengede olduğunda para sadece değişimleri kolaylaştıran bir araç olarak görülmüştür (Çolak, 2007: 545). Klasik İktisat Teorisi paranın iki farklı neden ile talep edildiğini savunmaktadır. Bunlardan birincisi, günlük işlemlerin yapılabilmesi için 'işlem güdüsü' para talebidir. İkincisi ise gelecek günlerin beklenmeyen olaylarına karşı ihtiyatlı ve hazırlıklı olmak için 'ihtiyat güdüsü' para talebidir. Miktar Teorisinde para talebi gelirin fonksiyonu olup yalnızca işlem ve ihtiyat güdüsünü belirtmektedir (Parasız, 2000: 335).



Şekil 1: Keynes Likidite Talebi Grafiği

Keynes'e göre ise para üç farklı neden ile talep edilmektedir. Bu görüşe göre işlem ve ihtiyat güdüsü yanı sıra para 'Spekülasyon güdüsü' ile de talep edilmektedir. Spekülasyon güdüsü ile para talebi ise faiz hadlerinin fonksiyonudur. Faiz oranları ile tahvil fiyatları ters orantılıdır. Tahvillerin üzerinde yazılı faizler değişmez olduğuna göre, tahvil fiyatları arttığında faiz oranı düşüyor, tam tersine tahvil fiyatları düştüğünde faiz oranı yükseliyor demektir (Tunca, 2015: 212).



Şekil 2: Mal Piyasası (IS) Denge Grafiği

2.2. Para Arzı Teorisi

2.2.1. Klasik Yaklaşım

Bu yaklaşıma göre para arzı, dolaşımdaki ödeme araçlarının nominal değerleri toplamı olarak tanımlanmakta ve (M) ile gösterilmektedir. Bu tanımlama ekonomi literatürüne dar anlamda para arzı tanımı olarak geçmektedir (Gülşen, 2009: 42).

2.2.2. Chicago Yaklaşımı

Bu yaklaşıma Monetarist yaklaşım da denir. Para arzı dolaşımdaki para, çek mevduatı, vadesiz mevduat ve vadeli mevduat olarak tanımlanmaktadır. (M2 para tanımı) Milton Friedman' a göre, para arzı tedavüldeki banknot ve ufaklık madeni paradan oluşan nakit para ile konsolide vadesiz ve vadeli mevduat toplamına eşittir. Bu görüşün savunucuları, para arzı ile milli gelir arasında bir korelasyon bulunduğunu ve gelirdeki artışların para arzındaki artışlarla açıklanabileceğini savunurlar (Akgönül, 1992: 545).

2.2.3. Alternatif Likidite Yaklaşımları

2.2.3.1.Gurley Shaw Yaklaşımı

Halkın kullandığı tüm ödeme araçlarını ve paranın yakın ikamelerini para tanımına sokmaktadır. Para arzı kapsamına, para ve para yerine geçen tüm likit varlıklar yani nakit, vadesiz mevduat, vadeli mevduat ve menkul değerleri alınmaktadır. Bu yaklaşımda adı geçen varlıkların ikame dereceleri ölçülmektedir Ölçümleme yaparken para ve çek mevduatına (vadesiz ticari ve vadesiz tasarruf mevduatı) "1", ikame gücü zayıf olanlara "0" diğerlerine ise bu iki değer arasında bir değer verilmek suretiyle para arzı "M" bu değerlerin ağırlıklı toplamı olarak hesaplanmaktadır (Akgönül, 1992: 29).

2.2.3.2. Radcliffe Yaklaşımı

Para arzı tanımı yerine daha çok daha geniş bir tanım olan likidite arzı tanımını benimsemektedir. Radcliffe Yaklaşımı ile Gurley- Shaw yaklaşımı birbirlerine çok yakındır.

2.2.3.3. Holdrop Yaklaşımı

Birincil likidite (para) ve ikincil likidite (para ve ikincil likidite, para benzerleri) şeklinde para arzı tanımını benimsemektedir.

2.3. Para Arzının Ekonomi Üzerindeki Önemi

Günümüzde, parasal işlemlerin ekonomik faaliyet üzerindeki etkilerinin ölçülmesinde ele alınan değişkenlerin başında para tabanı, para arzı, toplam banka kredileri ve banka rezervleri gelmektedir. Ancak hangi parasal unsurun daha etkin olduğu ve para politikasının belirlenmesinde hangisinin değişken olarak ele almanın daha doğru olacağı konusu kesinlik kazanmamıştır. Tüm ekoller paranın ekonomik faaliyeti etkilediği konusunda görüş birliği içindedirler. Görüş ayrılığı sadece bu etkinin derecesi konusunda ortaya çıkmaktadır.

2.3.1 Klasik (Geleneksel) Görüşe Göre Para Arzı

Bu görüşe göre para yansızdır, nötrdür. Para arzındaki değişmeler reel değişkenleri etkilemeyip sadece parasal değişkenleri etkilemektedir. Bu nedenle paranın değeri ve fiyatlar genel düzeyi para arzı tarafından belirlenmektedir. Katı miktar teorisyenlerine göre para arzındaki her değişme fiyatlar genel düzeyini aynı yönde ve aynı oranda etkilemektedir. Bu nedenle para arzı artışları fiyatlar genel düzeyini artırıp, reel ücretleri düşüreceğinden ekonomide tam istihdam düzeyi, parasal işlemlerle sağlanacaktır. Klasik iktisat teorisinde iktisadi münasebetleri ve gerçekleri örten bir tül olarak kabul edilen para, iktisadi hayatın seyrini değiştiren bir unsur olarak kabul edilmez. Klasik iktisat teorisine göre para sadece mübadeleleri kolaylaştıran, iş bölümünü geliştiren faydalı bir aletten ibarettir (Akgönül, 1992: 23-32).

2.3.2. Keynesyen Görüşe Göre Para Arzı

Keynesçi para teorisinde para arzı ve para talebi, fiyat düzeyinden çok faiz oranlarını belirlemekte ve faiz oranları para arzı tarafından doğrudan, sürekli olarak etkilenmektedir. Keynes, para arzı artışlarının, likidite tercihi aracılığıyla faiz oranlarını düşürüp yatırımları artırdığını, yatırımlardaki artışında, çarpan aracılığıyla milli gelir düzeyini yükselttiği görüşündedir. Para arzı ile gelir düzeyi arasında bir ilişki bulunmaktadır. Ancak bu ilişkinin büyüklüğü, yatırım talebinin faiz oranına karşı esnek olup olmamasına göre değişmektedir.

Bir kısım Keynesçiler ise; para arzı artışının ancak faiz oranlarını yani sermaye maliyetini düşürdüğü ve yatırım harcamalarını harekete geçirdiği ölçüde etkin olacağını savunmaktadırlar. Ayrıca paranın dolaşım hızı ile para arzının değişimi arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu ve bu nedenle para arzının toplam harcamaları etkilemeyeceği, kaldı ki girişimcilerin gelecekten endişeli olduğu bir ortamda yapılacak olan yatırımların marjinal verimliliği çok düşük olacağından, para arzı arışları, faiz oranlarını ne kadar düşürürse düşürsün, ekonomik faaliyet hacmini olumlu yönde etkilemeyeceği görüşündedirler (Akgönül, 1992: 32).

Işık'ın ifade ettiği gibi:

"Keynes'e göre para, para otoritesi dışındaki özel kesim için paranın üretim esnekliği çok düşük veya sıfır olmalıdır. Yani para arzı para talebiyle birlikte istenildiği anda artırılmamalıdır. Para öngörülmeyen zamanlarda ödemeler nedeniyle talep edildiğinden diğer mallara göre değerini muhafaza etmelidir. Para miktarı talebe karşı duyarlı olursa, paranın değeri düşecektir. Paranın üretim esnekliğinin düşük veya sıfır olmasının iki önemli sonucu vardır: ilki, paranın değerini korumaktır. İkinci ise likiditeye olan talep artarsa, para arzının artırılması emeğin kullanılmasını gerektirmez." (Sayım, 2004: 72).

2.3.3. Monetarist Görüşe Göre Para Arzı

Monetarist görüşe göre para arzı ekonomik büyüme hızıyla aynı oranda artırılmalıdır. Çünkü ekonomideki dalgalanmaların nedeni, para arzındaki düzensiz dalgalanmalardır. Bir başka değişle para arzındaki artış enflasyon, daralış ise deflasyon ve işsizlik nedenidir.

Monetaristler para arzı ile parasal gelir arasında yüksek bir korelasyon bulunduğunu, para arzının parasal gelirin önemli bir belirleyicisi olduğunu, toplam harcamaların belirlenmesinde ve ekonomik faaliyetlerin yönlendirilmesinde para arzının istenen miktarda değiştirilebileceğini savunmaktadırlar. Çünkü paranın dolaşım hızının klasik ekonomistlerin savunduğu gibi sabit olmasa bile, oldukça istikrarlı bir yapı gösterdiğini ileri sürmektedirler.

Monetaristlere göre para politikası ekonominin düzenlenmesi konusunda belirleyici bir rol oynar. Bu politika, dolaşıma sunulan paranın miktarı aracılığıyla en başta fiyatlar üzerinde etkili olur: Para arzındaki genişleme, ulusal gelirdeki artışa uygun olmalıdır. Friedman, gelişmiş ekonomilerin bilgi ekonomileri haline gelmeleri ile birlikte ölçme, değerlendirme ve kontrolün daha çok önem kazandığını ve buna bağlı olarak para otoritelerinin para arzı üzerindeki monopol güçlerinin azalmaya başladığını vurgulamaktadır.
Diğer bir değişle; para politikasının etkinliği, Merkez Bankasının para arzı üzerindeki monopol gücüne dayandığından bilgi ekonomilerinde paranın öneminin giderek azalması Merkez Bankasının para arzı üzerindeki kontrol gücünü zayıflatmaktadır (Yumuşak, 2006: 596).

2.4. Faiz Teorileri

Faiz kavramının varlığını ve bu kavramı oluşturan nedenleri açıklamak için zaman içerisinde çeşitli teoriler oluşturulmuştur. Bu teorilerin çoğu faiz kavramını

açıklamayı tek bir sebebe dayandırmıştır. Bu sebeplerden birisi olan verimlilik savına göre; borç olarak alınmış olan menkul değer verimli amaçlar için kullanılacağına göre, borç veren tarafın faiz hakkı bulunmaktadır.

İkinci olarak borç veren tarafın yani tasarruf sahibinin, bu tasarrufundan elde edeceği faydayı karşı tarafa verdiği için bu durumun faiz şeklinde ödüllendirilmesi gerektiği; fedakarlık savıdır. Sonuncu olarak, likiditeden vazgeçmenin karşılığı olan likit değer savıdır. Klasik eğilimin faiz kavramına bakış açısı geleneksel gelir dağılımı ile benzer yöndedir. Buna göre toprak sahibi rant, işçi ücret ve sermaye sahibi girişimci kullandığı sermaye ile faiz geliri elde eder. Adam Simith' e göre borç veren kişinin faiz elde etmesinin sebebi verimlilik savına göre borç alan tarafın bu sermayenin kullanımı ile kar yapabilmesidir ve yapılacak olan bu kar mukavele gereği garantili, ödenmesi zorunlu hatta kamunun koruması altında elde edilir. Oysa Fisher' a göre girişimcinin karla ve sermayenin faizle eşleştirilmesi bir hatadır, çünkü kar maliyet ile gayrı safi hasıla arasındaki fark iken, faiz sermayeye dayalı elde edilen zamanlı sermaye yüzdesidir.

Faiz sınırını nelerin belirlediğini ve faizin neden var olduğunu açıklamaya çalışan faiz teorilerinden Böhm-Bawerk, Fisher ve Keynes faiz teorilerini inceleyelim.

2.4.1.Böhm-Bawerk Faiz Teorisi

Böhm-Bawerk Agio faiz teorisi olarak ta adlandırılan bu teorisini; geleceğin, insanların gözünde, bugünden daha az değerli olacağı gibi psikolojik bir duruma dayandırır. Bu durumu açıklamak için de üç sebep öne sürer. Birinci sebep şimdiki malın, gelecekteki mala göre daha kıt olmasıdır. İkinci sebep, tasarruf sahibinin ihtiyatlı, yani geleceği belirli ve güvenli kılma, olası aksaklıkları engellemeye çalışmasıdır. Üçüncü sebep ise bu günkü malın teknik özelliklerinin gelecekteki malın teknik özelliklerinden daha iyi olmasıdır. Bu nedenlerden dolayı gelecekte insanlar bu günkü değeri daha değerli görme eğilimindedir. Dolayısı ile tasarrufu teşvik etmek ve

tasarrufun el değiştirmesini sağlamak için tasarrufun, bu günkü ve yarınki değeri arasındaki farkın tasarruf sahibine verilmesi gerektiğini öngörür.

Kısaca tasarruf sahibinin, tasarrufunu elde etmek için katlandığı zorluklar ile tasarrufunu devretmenin sağlayacağı faydayı eşitlemek durumundadır.

2.4.2.Fisher' in Faiz Teorisi

Fisher Teorisine göre bir ekonomideki reel faiz oranı, nominal faiz oranından beklenen enflasyonun çıkarılmasına eşittir. Dolayısı ile enflasyonda meydana gelen bir artış nominal faiz oranını etkilerken, uzun vadede reel faiz oranını etkilememektedir. Fisher Teorisi' nde beklenen enflasyonda meydana gelen değişimin, beklenen reel faiz oranını etkilemeyip sadece nominal faiz oranındaki bir değişim ile dengeleneceğinden, para politikası reel faiz oranları üzerinde herhangi bir etkiye sahip olmamaktadır. Reel faiz oranı reel değişkenler tarafından, enflasyon oranı ise beklentiler tarafından belirlenmektedir. Fisher Hipotezi, nominal faiz oranı ile beklenen enflasyon arasında pozitif bir bağlantı olduğunu desteklemektedir. (Fisher, 1982:88-113).

Fisher (1930) hipotezinde nominal faiz oranı (i_t), reel faiz (r_t) ile enflasyon beklentilerinin (π^e_t) toplamına eşittir. (Fisher, 1930:27)

$$i_t = r_t + \pi^e_t$$

2.4.3. Keynes Faiz Teorisi

Faiz olgusunu makro iktisadi sistem çerçevesinde analiz eden ve ortaya koyan ilk teorik yaklaşım Keynes'e aittir. Keynes'e göre Faiz belli bir zaman aralığında likiditeden uzak kalmanın ödülüdür. (Keynes 1936:166-167) Faizi küresel olarak ele

alan, çözümleyen ve ekonomi içerisinde inceleyen teorik yaklaşımdır. 1929 tarihinde yaşanan Büyük Bunalım için halihazırda bulunan para politikalarının işe yaramaması üzerine ivme kazanan bir teoridir denebilir. Paranın kendine has özelliklerinin iyi anlaşılması gerektiği düşüncesini savunur. Keynes'e göre para sadece değiş-tokuş aracı değil, değer kazanabilecek bir olgu olduğunu savunur. Likiditenin tercihine bağlı olarak ortaya konulan faizin, belirli bir zaman dilimi içerisinde bu likiditeden vazgeçildiği durumdaki kazancı olduğunu söyler.

Keynes, faiz hadlerinin yatırımlara bir etkisinin bulunmadığını söylemesine rağmen, yapılan tasarrufları belirlemede ciddi oranda bir rolü olduğunu iddia etmektedir. Anlaşılacağı gibi, Keynes faiz teorisini açıklarken, ekonomide üretimi ve üretim faktörlerini çok fazla dikkate almamaktadır. Ancak üretim faiz haddinin belirlenmesinde dolaylı olarak önem arz etmektedir. Çünkü bireyler yatırım kararları alınırken sermayenin getirisi ile faiz getirisini karşılaştırarak seçim yapmak durumundadırlar.

3. PARA POLİTİKASINDA YAŞANAN GECİKMELER

Para politikası uygulamasındaki sorunlar;

Çok uluslu şirketlerin sermaye yatırımı yaptıkları ülke içerisindeki faiz oranları ve kur dalgalanmalarından etkilenmesini en aza indirgemek için kullandıkları türev ürünler para politikasının önemini ve etkisini azaltmıştır. Bulundukları ülkelerde sermaye yatırımının olumsuz etkileneceği bir gelişme gözlemlediklerinde hemen sermayeyi başka ülkelere kaydırmaktadırlar.

Bir ülke için para politikası açısından oluşabilecek olumsuz bir kanaat, paranın değerinin düşmesi, sermayenin yer değiştirmesi ve faizlerde yükseliş olarak etki gösterecektir ve böyle bir ortamda hem para politikasının önlem maliyetleri artacak hem de bu politikalara duyulan güven azalacaktır.

Para politikası uygulamasındaki sorunlara kısaca değinecek olursak, bunlar;

3.1. Finansal Gelişmeler

Yeni finansal araçların bulunması, ulusal ve uluslararası sistemlerin küreselleşmesine ve bütünleşmesine yol açmakta, aynı zamanda bu durum sermaye piyasasındaki menkul kıymet ihraçlarını, kurumlardaki gelişmeleri ve piyasalardaki değişimleri de kapsamaktadır.

Ulusal ve uluslararası finansal sistemlerin şekillenmesini sağlayan temel unsurlar, bilgi ve iletişim teknolojilerinin dolayısı ile internetin gelişmesi ve bunun neticesi olarak piyasalardaki serbestleşme ve yeniliğin ivme kazanmasıdır. Bu da zaman içerisinde parasal kontrolü daha da zorlaştırmakta ve para politikasının etki alanını sınırlandırmaktadır.

3.2. Asimetrik Bilgi ve Para Politikasının Başarısızlığı

Asimetrik bilgi yani bilgi boşluğu, karar organlarından bir tarafın diğer bir tarafa göre daha az bilgiye sahip olması durumudur. Bu durumun sonucu olarak öngörü hatası ya da ters seçim oluşabilmektedir. Asimetrik bilgi neticesinde; Mali olarak bilançoların bozulması, faiz oranlarında artış belirsizlikleri de beraberinde getirmekte, bozulan piyasalarda ise güven kaybı, finans kuruluşlarında yetersizlik ve güvensizliğin ön plana çıkması, işletmelerde iflasların yaygınlaşması, ekonomide durgunlaşma ve gerileme, gayrı safi milli hasıla da düşüşün meydana gelmesi ve ulusal paranın yabancı para karşısındaki değerinin yitirilmesi gibi önemli sonuçlar doğurabilmektedir. Ayrıca borç ve alacak ilişkilerinin geri dönüşümünde sorunlar oluşabilecek dolayısı ile piyasalarda aksaklıklar meydana gelecek sonuç olarak para politikaları etkinliğini kaybedecektir. Asimetrik bilginin diğer bir sonucu da ahlaki tehlikedir. Bu da borçlunun fonları planlandığı şekilde doğru kullanıp kullanmadığının alacaklı tarafından takip edilmesi durumudur. Bu iki durumun varlığı piyasalardaki ani hareketlenmelere yani spekülatif gelişmelere neden olmakta ve sonucunda ise finansal krizler kaçınılmaz olmaktadır.

3.3. Mali Baskınlık Sorunu

Mali baskınlık para politikalarının etkisiz kaldığı bir durum olmakla birlikte, kamu sektörünün bankalar sisteminden borçlanmasını ifade eder. Bu durumun nedeni kamu açıklarının süreklilik arz etmesidir. Kamu açıkları borçlanma ya da para basma yolu ile finanse edilir ve borçlanma yolu ile olmasa da para basma yolu ile elde edilen finansmanın enflasyona sebep olacağı düşünülmektedir. Ancak Sargent ve Wallace kamu açıklarının her durumda enflasyonist olacağını savunmakla birlikte borç verenlerin alacaklarının durumundan endişe etmesiyle birlikte yapılabilecek tek şeyin para basmak olduğunu savunmaktadırlar. (Uygur, 2001b:11)

3.4. Siyasi Etkileşim

Siyasi etkileşim sorunu, iktidarların çoğu zaman ekonomik istikrar programları ile çözülebilecek sorunları, istikrarı daha da bozacak önlemler ile (sübvansiyon yardımları, enflasyonun üzerinde ücret artışları vb.) çözmeye çalışmalarından dolayı ortaya çıkar. Bu durum karar mekanizmalarına duyulan güveni sarsacak ve bu güvensizlik ortamı izlenen politikaların daha da başarısız olmasına sebep olacaktır.

Ekonomik istikrar programlarının orta ve uzun vadeli olarak yapılmak zorundadır. Buna bağlı olarak kısa aralıklar ile ortaya konan seçim süreçleri istikrarın gerektirdiği orta-uzun vadeli ekonomik planların uygulanmasında çelişkiye neden olacak ve dahası engel teşkil edecektir.

3.5. Zaman Tutarsızlığı ve Gecikme Sorunu

Ekonomi politikasını uygulayıcıları, dönem başı ve dönem sonu amaç kısıtlamaları altında uygulanan ekonomi politikalarında uygulama ile etkilerinin görülmesi arasında farklılıklar olduğunu görmektedir. Zaman tutarsızlığı yaklaşımına göre t0 anında uygun olan bir yaklaşım t1 anında uygun değilse burada zaman tutarsızlığından söz etmek mümkündür ve politikanın uygulamasında gecikmelere neden olacağı söylenebilmektedir.

Para politikasının belirlenmesi doğrudan etki yapmadığı değişkenler (işsizlik, ödemeler dengesi, fiyatlar vb.) üzerinde hangi zaman aralığında etki gösterdiğinin belirlenmesi gerekmektedir. Bu durunda planlanan etki süresi ile gerçekleşen etki düzeyi arasındaki sapma gecikme olarak adlandırılır ve düzenleyici politikalara ihtiyaç duyulur.

Gecikme iç gecikme (teşhiste) ve dış gecikme (tedavide) gecikme olarak ikiye ayrılır. İç gecikmeler etkisi yönünden hatalı ve küçük öngörüden kaynaklanması

dolayısı ile kısa süreli olmaktadır. Ancak dış gecikmenin bazen kısa bazen uzun sürmesi temel problemdir. Eğer dış gecikme uzun sürer ise para politikasının uygulaması gecikmektedir.

3.6. Güvenilirlik Sorunu

Para politikalarının güvenilirliği, yetkili politik birimlerin aldığı önlemlerin mükemmel olması ve belirlenen politikaların etkili bir şekilde açıklanması ile ölçülmektedir. Ortaya sunulan politikaların güvenilir olup olmadığını belirleyen faktörler stratejik, teknolojik ve idari-politik kısıtlar olmak üzere üçe ayrılmaktadır. Merkez bankası ile ilgili kararları alırken izlenecek politikayı belirleyen kişilerin kararlarını ve tahminlerini belirlediği verilerin kullanılabilirliği, kontrol edilebilirliği güvenilirliği ve amaçların doğru belirlenmesi teknolojik kısıtları oluşturmaktadır

Güvenilirlik sorunu demokratik toplumlarda iktidarların politik baskılar ya da kamuoyu baskısı karşısında yeterli zamana sahip olup olmadığı ve politika uygulamalarına devam gücünün olup olmaması politik kısıtları oluşturmaktadır. Stratejik kısıtlar ise politika yapıcılar ile karar birimleri arasında ekonomik açıdan karşılıklı bağımlılıklarını ortaya koymaktadır.

4. PARA POLİTİKASININ AMAÇLARI

Para politikasının temel amacı fiyat istikrarının sağlanıp aynı zamanda enflasyonun kontrol altında tutulmasıdır denilebilir. Aynı zamanda döviz kurlarının istikrarlı tutulması milli para değer kaybının önüne geçeceğinden dengede tutulması gereken bir husustur. Görüldüğü üzere her başlık aslında diğerini etkileyen faktörleri içermektedir. Bu amaçları daha da incelenebilir şekilde aşağıdaki başlıklar altında incelenebilmektedir.

- Ülkenin ekonomisinin büyümesine katkı sağlaması.
- Fiyat stabilitesinin sağlanması ve enflasyonun kontrol altında tutulması.
- Ekonomi içerisindeki üretim faktörlerinin hepsini en yararlı şekilde kullanılması, istihdamın arttırılıp işsizliğin minimum seviyeye indirilmesi.
- Öngörülebilen yatırım ortamlarının oluşturması.
- Dış borçları ya da yabancı paralarla olan ödemelerin daha sağlıklı yapılabilmesi, milli para değerinin düşmemesi için döviz istikrarının sağlanması.
- Fiyat istikrarının sağlanabilmesi için faiz oranı değişimlerinin minimuma indirilmesi.

Bu belirlenen başlıkları daha da açarak incelenebilir. Bunlar;

4.1.Fiyat İstikrarı

Fiyat istikrarının açıklama hususlarında öncelikle enflasyon ve deflasyon terimlerine değinilmesi gerekmektedir. Bilindiği üzere enflasyon ortamda bulunan para miktarının fazlalaşması, satın alınabileceklerin ise süreç içerisinde fiyatının sürekli artması durumudur. Deflasyon ise enflasyonun tersi olarak düşünülebilir. Deflasyon bir ekonomide belirli bir dönemde fiyatlar genel seviyesinin sürekli olarak bir düşüş trendi içinde olmasını ifade etmektedir. Sonuç olarak enflasyonunda deflasyonunda ekonomiye zarar verici ve istikrarı bozucu etkileri bulunmaktadır. Bu durumda Merkez Bankası fiyat istikrarının korunması adı altında adımlar atar. Durum,

fiyat istikrarının sabit kalması hiç değişmemesi değil enflasyon ve deflasyon durumlarında sallantının minimal düzeyde kalıp dengenin sağlanmasıdır. Yani paranın satın alım gücünün stabil olması korunması amaçtır. Sonuç olarak ekonomik bireylerin geçimlik düzeylerini sağlarken tasarruf, harcama, yatırım gibi kararlarını sarsacak düzeyde etkilemeyecek düzenlemelerdir denilebilir.

- Fiyat İstikrarı ve Yüksek İstihdam.

N↑→AD↑→D>S→P↑

-Fiyat İstikrarı ve İktisadi Büyüme

g↑ amacıyla → I↑→AD↑→P↑→ Fiyat istikrarı bozulur.

-Fiyat Artışı, Hızlı Ekonomik Büyüme ve Ödemeler Dengesi

P ↑→g↑→ kıt üretim ve tüketim malı ithalatı↑→M↑ ve

E↓→ÖB Açığı ↑ veya

g↑→N↑→AD↑→P↑→M↑ ve E↓→ ÖB Açığı ↑

Yukarıdaki aktarmaların planlı ve aksamayacak düzeyde uygulanması durumunda Merkez Bankası sadece fiyat istikrarı hedefini esas almaktadır.

4.2.Ekonomik Büyüme

Ekonomik büyüme bir ekonomide belirli bir dönem içerisinde üretilen mal ve hizmetlerin toplam parasal değerini ifade etmektedir. Bunun sonucu olarak da ülkede kişi başına düşen milli gelirin olumlu yönde artmasıdır. Ancak bu artış tamamıyla devlet gelirine ve kişi sayısına bağlı değildir. Eğer büyümeyi gelire ve insan sayısına odaklı büyümeyi hedeflersek bu gerçek büyümeyi bize vermez. Buna nominal büyüme diyebiliriz. Çünkü yıl içerisinde para oranları, mal alım satım oranları, enflasyon, deflasyon durumları değişiklik gösterebileceğinden bize net kişi başına düşen geliri göstermez.

Diyelim ki 2017 yılında kurulan bir demir-çelik ve çimento firması kuruluşunun ilk yılında 1000 kg demir, 500kg çelik, 2000kg çimento satmış olsun. Demirin kilogramı 3 tl, çeliğin kilogramı 6tl çimento kilogramı 2tl olsun. Toplan gelir hesaplanacak olur ise firmanın 3x1000=3000tl demirden, 6x500=3000tl çelikten, 2x2000=4000tl çimentodan toplamda 10.000tl gelir elde etmiş olduğu söylenebilir.

Firma 2. yılında yani 2018 yılında aynı ölçekte 1000kg demir, 500kg çelik, ve 2000kg çimento sattığı düşünüldüğünde, enflasyona bağlı olarak demirin kilogramı 4 tl, çeliğin kilogramı 8 tl, çimentonun kilogramı 3tl olduğu varsayımı altında firma demirden 1000x4=4000 tl, çelikten 500x8=4000 tl, çimentodan 2000x3=6000 tl olmak üzere toplamda 14.000 tl gelir elde etmiş ve %40 büyüme sağlamış denilebilir ancak bu büyüme tamamen enflasyona bağlı bir büyüme olduğu için nominal bir büyümedir. Hesaplanan her malda belli bir yüzde kadar enflasyon olduğunu göz önünde bulundurulması gerekir. Demir kilosu 3 liradan 4 liraya, çelik 6 liradan 8 liraya, çimento 2 liradan 3 liraya artmıştır. Gelirin normal hesaplanabilmesi için bir önceki yılın demir, çelik, çimento fiyatı üzerinden satış yapıldığı düşünülmelidir. Yani aslında firma reelde büyümemiş sadece enflasyon sebebiyle büyüme gerçekleştirmiştir. Çünkü bir önceki yılın fiyatları baz alındığında firmanın üretim kapasitesi değişmediği için aynı ölçekte üretim ile aslında bir önceki yılın verimliliği aynı oranda olduğu için aslında reelde büyümemiştir. Bu örnek, ülke ekonomisi için düşünülür ise reel büyümenin gerçekleşmesi mal ve hizmet artışı ile gerçekleşmelidir.

4.3.Faiz İstikrarı

Faiz, banka ya da benzeri bir yerden borç karşılığı alınan meblağın, kişinin kişilerin ya da kurumların kullanımına karşılık verilen ücrettir. Kar anlamı da güder. Burada alınan kar belirli şartlara göre değişiklik gösterebilir. Durumlara yönelik faiz oranlarının hesaplanması doğrudan ekonomiyi ilgilendiren olaylar çerçevsinde gerçekleşir. Bu oranların belirlenme faktörleri ise Merkez Bankalarının uyguladığı politikalar ve aldığı kararlar doğrultusunda şekillenir. Merkez Bankası, Ekonomi

içerisindeki son likidite kaynağı olarak piyasalarda bankalardan ödünç para alarak ya da vererek oluşan faiz oranlarını piyasaları etkilemek amacı ile belirler.

Banka ya da benzeri yerlerin kendilerine nakit getirmeleri için kişilere ödünç olarak verilen varlıklardan alınan kazanca faiz, kazanç yüzdesine de faiz oranı denilir. "**Ödünç verilen paranın kira bedeli" de** denilebilir. (Paratic.com, Tuğba Nur Doğan)

Bu konu içerisinde önemini koruyan bir diğer husus ise faiz oranlarının ne yönde değişeceğidir. Bu değişim içerisinde finansal piyasalarda en çok etkilenen topluluk tabi ki yatırımcılar olur. Oranların olumlu ya da olumsuz yönde etkilenmesi yapılan yatırımların seviyesini, oranını, miktarını yani işleyişini değiştirir. Bu nedenden ötürü ekonomik verilerin içerisinde bulunan ve piyasaların seyrini anında değiştiren faiz oranları hakkında bilgi sahibi olunmalıdır. Böylelikle piyasalar içerisindeki işleyiş yorumlanabilir ve yatırımcılar bu yorumlar sayesinde akıllıca hamleler yaparak birikimlerini yönlendirebilirler.

Enflasyonun belirlenmesinde tüketim miktarı, üretim, istihdam, döviz kurlarındaki değişimler, ödemeler dengesi, ekonomik denge vb. gibi hususlar söz konusudur. Bu hususlar takip edilerek ülkedeki enflasyon ya da deflasyon belirlenerek bir politika ya da art arda politikalar izlenerek faiz oranları karara bağlanır. Kararlar doğrultusunda faiz arttırıcı ya da azaltıcı para politikaları uygulanır. Oranlarda yaşanan değişimler yatırımcıyı ve vatandaşı etkilemektedir. Bu etkilenmenin en önemli nedeni oranların değişmesi ile gelen finans piyasasındaki işlem gören araçların değerlerinin artış ya da azalış ile birlikte dalgalanma göstermesidir.

4.4. İstihdam Artışı

Genel anlamda tam istihdam; ekonomi içerisindeki verimin maksimal olmasını sağlayacak bütün kaynakların üretim içerisinde olmasıdır. Verimin maksimal olduğunu söyleyebilmek için sadece doğal kaynakların olması yetmez. Bu kaynakları

işleyen faktörlerinde halihazırda yanında bulunması gerekir. Anapara, emek, doğal kaynaklar ve sermaye sahiplerinin tamamının üretim içinde çalışıyor olması gerekir ve bu maksimal çalışma içerisinde aksayan, üretim içerisinde açıkta kalan üretim faktörünün olmaması gerekmektedir.

Dar anlamda ise tam istihdam iş gücüdür. Çalışma yaşına gelen ve çalışma arzusu olan her bireyin üretim içerisinde kendine iş bulabilmesi ve bu işte emeğini ortaya koyarak ekonomideki yerini almasıdır.

Ekonomi içerisine anapara, emek, kaynaklar ve sermaye sahipleri gibi faktörlerin üretimde tamamen görev almamaları, bir kısmının açıkta kalma durumlarına eksik istihdam denir. Bir örnek verecek olursak; Tam verimde çalışması gereken bir çimento fabrikasında kaynakların tükenmesi durumunda (demir, çelik vb.) üretim durur ve çalışanlar tarafından sarf edilen emek üretimin artışını etkilemez. Genel anlamda eksik istihdamı üretim faktörlerinden birinin üretime katılamaması durumunda üretimin tam potansiyeline ulamaması diyerek özetleyebiliriz.

Eksik istihdamın bir alt başlığında ise ekonomi içerisinde ekonomide aktif rol almak isteyen iş gücünün çalışmak istediği halde ve çalışma yaşına ulaştığı halde iş, gelir kaynağı arayıp, bulamamaları durumudur.

4.5. Finansal Piyasa İstikrarı

Finansal istikrar, finansal işleyişin istikrarını bozabilecek olan beklenmedik durumlara yönelik ekonominin dayanıklılığı, güçlü ve işleyişi sağlam finansal kurumlar, dalgalanmalardan çok etkilenmeyen istikrarlı piyasalardır.

Finansal sistem denildiği anda akla gelecek ifadeler anlaşmalar, parasal sistemler, kurumlar vb. ifadelerdir. Buradaki ifade edilen mekanizmaların işbirliği durumunda genel istikrarın sağlandığını söyleyebiliriz. Herhangi bir anda istikrarın

sağlanması ve sağlanamaması finansal işleyiş içerisindeki kişi, kişilerin veya kuruluşların aynı anda hareketlerine bağlıdır ve bu uyum son derece hassastır. Finansal sistem içerisinde istikrarlı olma hali çok yönlü etkileşim halindedir. Finansal sisten sıkıntısız çalışsa dahi alt sistemlerinde sağlıklı çalışması gerekir. Bir finansal sistemin istikrarlı olması halinde ekonomik performans üzerinde olumlu etkileri bulunmaktadır. Fakat istikrarsız sistemler ekonomik performansı direkt olumsuz etkiler. (Bankacılar Dergisi, sayı 53,2005)

Merkez Bankasının temel görevlerinden biride kanuna göre "Finansal sistemde istikrarı sağlayıcı ve para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri almaktır." ibaresi yer alır. Bu alınması gereken görevleri aşağıdaki gibi sıralayabiliriz:

- Mali piyasaların izlenmesi,

-Hükümeti finansal sistemler hakkında bilgilendirmek,

-Banka içi veya banka dışı mali kurumların sorumlulukları doğrultusunda zorunlu karşılıklar ve umumi disponibilite ile ilgili esasların belirlenmesi,

-Bankalarda bulunan mevduatın vadeleri ve çeşitleri ile özel finans kurumlarındaki katılma hesaplarının vadelerini belirlemek,

-Ödeme ve mutabakat sistemlerini kurmak, işletmek ve denetlemek,

şeklinde açıklanmıştır. (www.tcmb.gov.tr)

Dolayısıyla finansal istikrarın iyi olması güçlü ve faal durumda işleyen bir sistemin olduğunun kanıtıdır. Ayrıca asıl amacı olan fiyat istikrarının sağlanması bağlamında çok önemli bir unsur olduğu görülür.

Bu kapsamda Merkez Bankası;

- Finansal istikrara yönelik, sistemle ilgili risk unsuru olabilecek yapısal ve makroekonomik gelişmelerin tespiti ve takibi,

-Finansal istikrarla ilgili risk oluşturabilecek durumlar için, diğer kurumlarla iş birliği içinde tedbirler alınması,

-Finansal istikrar açısından finansal sektörün ve gerektiğinde kuruluşların etkinliğini ve sağlamlığını izlemeye,

-Uluslararası alanda finansal istikrara ilişkin gelişmeleri inceleyerek ülkemiz açısından değerlendirilmesine, büyük önem vermektedir.

4.6.Döviz Kuru İstikrarı

Ekonomik hareketliliği etkileyen önemli bir unsur olan döviz kurlarının dengesiz bir şekilde hareket etmesi, ekonomiyi olumsuz yönde etkiletip ekonomik istikrarsızlığa yol açmaktadır. Ekonomideki istikrar çoğu zaman fiyat istikrarı ve Döviz kurlarındaki istikrarın olmasına bağlıdır dolayısı ile tüm bu olgular birbirini önemli ölçüde etkilemektedir.

Ulusal ekonomiyi belirleyecek olan üç büyük olgu faiz, ücret ve döviz kurudur. Bu olgulardan faiz ve ücret faktör piyasası ile, döviz kuru ise mal piyasası ile ilgilidir. (BULMUŞ, 1994: 14). Bu farklılığın nedeni, ülkelerin kendi ekonomik yapısının, uluslararası ekonomik yapılar ile arasında bir bağ olmasından kaynaklanmaktadır. (ÇİLLER, 1983: 40).

Döviz kurları, ülkelerin dış ülkeler ile rekabet gücü üzerinde belirleyici bir etkiye sahiptir. Bu sebepten dolayıdır ki döviz kurları karar almayı etkileyen önemli parametrelerden biridir ve birçok açıdan incelenip, her zaman dilimi içerisinde analiz edilmelidir.

Döviz kurlarının ulusal ekonomideki durumunun dünya ekonomisindeki durumu yansıtmadığı durumlarda, birçok mal ve hizmet fiyatlarının ülke içi ve dışı fiyatlarını ve hatta iç piyasadaki fiyatlarını dahi etkilendiği yapılan çalışmalarda görülmektedir ve bu durumun kaçınılmaz sonucunda ise ekonomik olarak istikrarsızlık oluşmakta ayrıca döviz kurlarındaki istikrarın ekonomik istikrarı sağlamada önemli bir faktör olduğu anlamına gelmektedir (ÇİLLER, 1983: 40).

Döviz kurlarında aşırı dalgalanma ve hareketlenmemelerin bulunmamasının döviz kuru istikrarının amacı olduğunu savunan (NEAL, 1996: 43) görüşlerin yanı sıra, cari kur dalgalanmalarının şiddetinin az olması ve döviz kuru istikrarından çok, olması gereken kur ile cari kurun birbirine yakın olması amaçlanmaktadır. (ÖZTÜRK, 1992: 6-7)

Ülkelerin uluslararası piyasalarda rekabet gücünü olumsuz etkileyecek döviz kuru değişimlerinin engellenmesi döviz kuru istikrarını sağlayacak unsurlar arasında yer almaktadır. (ACAR, 1995: 18)

Bununla birlikte, açık ekonomilerde parasal dengesizliklere etki eden, reel kurlardaki düzensiz ve şiddetli değişimlerin giderilmesi de döviz kuru istikrarını açıklayan bir başka savdır. (D.E.Ü.İ.İ.B.F. Dergisi Cilt 13. Sayı1). Döviz kurunun reel değerine ulaşmasını dikkate alan yaklaşımlar olduğu gibi, uygulamada olan döviz kuru sisteminin uygulandığı ülkenin amaçları ile doğru orantılı olması da bir diğer döviz kuru yaklaşımıdır. (EREZ, 1994: 5)

Para otoritelerinin Döviz kurundaki istikrarı sağlamaya yönelik çabalarından bir tanesi de, döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmaların ülkedeki ulusal varlıkların risklilik derecesinin artmasına, ve bu durumda varlıkların fiyatlarının daha çok değişkenlik gösterebileceğine yöneliktir. Bu durumda mali piyasalardaki hareketlilik artar ve mali piyasa istikrarını olumsuz yönde etkiler böylece sağlanması gereken para politikalarının işlevselliğini zorlaştırır.

Döviz kuru istikrarı ülke ekonomisinin içinde bulunduğu koşullar kadar, ekonomik ve politik ilişki kurulan diğer ülkelere ve uluslararası finans piyasalarındaki uygulamalara bağlıdır. Günümüzde ülkelerin dünyaya teknolojiden dolayı daha hızlı açılabilmeleri göz önünde bulundurulduğunda, dünya ekonomisi içerisinde yer edinme çabaları da bu nedenle artış göstermektedir. Dünya ekonomisine katılmaya çalışan bu ülkeler için gerek ulusal gerek uluslararası piyasalarla ilişkilerinin yeniden düzenlenmesi gereği doğar. Bu gereklilik ülkelerin dünya için üretim yapma sürecini

doğurmuş olup uluslararası etkileşimlerin ticari durumdan kaynaklanan iletişimlerinin politik boyutunun ekonomiler üzerindeki etkisinin artmasına vesile olmuştur.

Sonuç olarak döviz kuru hareketlerinin ekonomik faaliyetleri etkilemeleri ekonomik istikrarın sağlanması için doğrudan önemli bir faktör olup döviz kuru istikrarının da fiyat istikrarı ile birlikte düşünülmesi gereklidir.

4.7. Uygun Ödemeler Dengesi Pozisyonu

Ödemeler dengesinden bahsedecek olursak genel anlamıyla ekonomi içerisindeki yer alan kişilerin yurt dışındaki ekonomi içerisindeki yer alan kişilerle belirli dönem içerisinde yapmış oldukları ekonomik işlemlerin kayıt altına alındığı istatistiki tablodur ve önem arz eder. Ödemeler dengesi istatistiklerinden söz edilirken üç temel ilkeden bahsedilir. Bunlar;

a. Çift Kayıt İlkesi
b. Mülkiyet Değişimi İlkesi
c. Piyasa Değeri İlkesi dir.

Bu ilkeleri ise kısaca tanımlayacak olursak:

a. Çift Kayıt İlkesi

Ödemeler dengesindeki her bir işlem için o işlemin giriş ve çıkış kayıtlarını gösterecek şekilde iki ayrı kaleme alınması ve kaleme alınırken eşit değerde ve karşılıklı olarak kaydederek çift kayıt muhasebe sistemi oluşturulmuştur. Örneğin Türkiye'de bir ihracatçının yurt dışına 5.000 Euro değerinde bir ürün ihraç ettiğini varsayalım. Buradaki işlem ödemeler dengesinde Mal ihracatı hesabına alacak olarak diğer yatırımlar, varlıklar, efektif ve mevduat hesabına ise borç olarak kaydedilecektir.

b. Mülkiyet Değişimi İlkesi

Çift kayıt prensibi ile ekonomik işlemlerin borç ve alacak kayıtları mülkiyet değişiminin tam gerçekleştiği anda yapılmalıdır.

c. Piyasa Değeri İlkesi

Ekonomik işlemlerin değerlendirilme aşamasında piyasa fiyatlarının kullanılması gerektiğini söyler. Piyasa fiyatı işlemin gerçekleştiği ve satıcı ile alıcı arasındaki alınması ve satılmasında hemfikir oldukları fiyat seviyesi olarak tanımlanır.

Ödemeler dengesi istatistikleri de üç kalemden oluşur. Bunlar cari işlemler hesabı, sermaye hesabı, finans hesabıdır.

Cari işlemler hesabı gelir, mal ve hizmete ilişkin işlemleri gösterir. Cari işlemler hesabında gelirlerin giderleri aştığı durumlarda yani farkın pozitif olduğu durumlarda cari işlem fazlası olarak adlandırılırken, giderlerin gelirleri aştığı farkın negatif durumlarda cari işlem açığı olarak adlandırılır.

Sermaye hesabı, finansal olmayan ve üretilmeyen varlıklara ilişkin işlemler ile anapara transferi yoluyla oluşan akımları gösterir. Finans hesabı ise cari işlemler hesabı ile sermaye hesabının nasıl finanse edildiğini gösterir. Yani cari işlemler hesabı ile sermaye hesabının toplamının finans hesabına eşit olması gerekir. Bu uygulamalarda her zaman eşitlik sağlanmayabilir. Verilerin farklı kaynaklardan alınması, ölçme derleme ve kayıt zamanlarının farklılık göstermesine neden olur. Bundan dolayı eşitliğin sağlanması için net hata ve noksan kalemleri kullanılır. Bu kalem, finans hesabından, cari işlemler hesabı ve sermaye hesabının çıkarılmasıyla elde edilmektedir.

Dış Ödemeler Bilançosunun Özellikleri

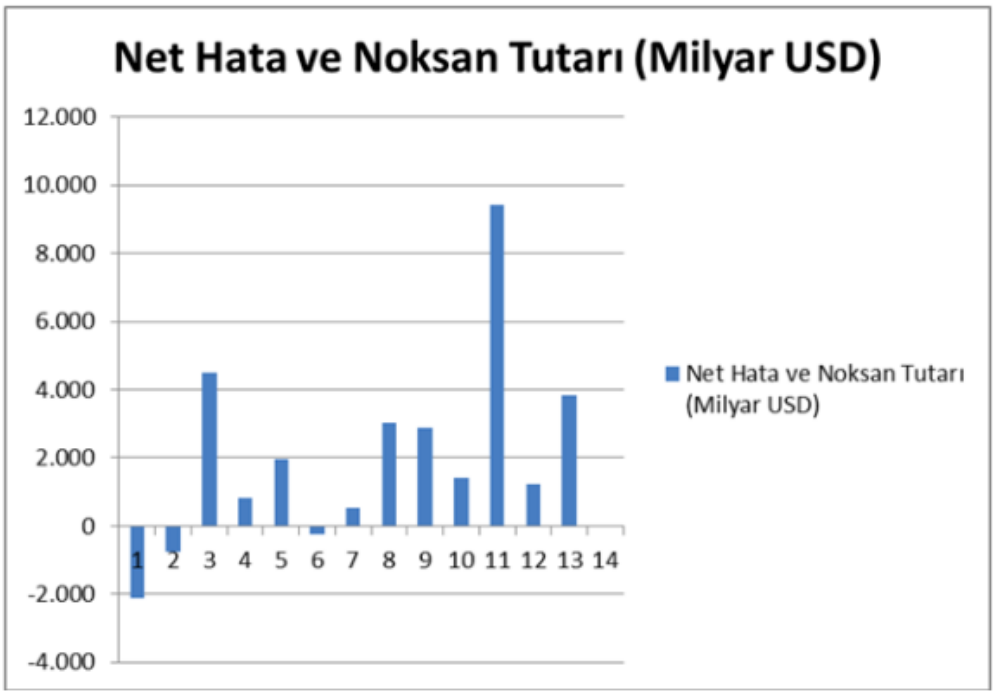
Otonom ve Denkleştirici işlemler

- Temel Hesap Grupları

- Cari İşlemler Hesabı > Otonom İşlemler
- Sermaye Hesabı > Otonom İşlemler
- Resmi Rezervler Hesabı > Denkleştirici İşlemler
- İstatistiki Farklar

Cari İşlemler Hesabına mal ve hizmet akışları ile ilgili işlemler kaydedilirken, sermaye hesabına ise sınır ötesi sermaye işlemleri kaydedilir. Resmi rezervler hesabına ise Merkez Bankası' nın piyasaya müdahalesi nedeniyle yaptığı döviz alım satım işlemlerinin sonucundaki resmi rezervlerdeki değişmeyi gösterir. Otonom işlemlere, çizgi üstü işlemleri: açık yaratıcı işlemler denilirken, denkleştirici işlemlere ise çizgi altı işlemleri yani: açık kapayıcı işlemler denilmektedir.

2000 sonrası yıllara göre net hata ve noksan rakamları ise şekilde gösterildiği üzere;



ŞEKİL3: TCMB Net Hata ve Noksan Grafiği

Kaynak: www.tcmb.gov.tr

Net hata ve Noksanın oluşma sebeplerini dört unsurda sayabiliriz;

1. Yapılan ithalat ve ihracat için malın hareketi ile yapılan ödemenin farklı bilanço dönemleri içerinde olması,

2. Gümrükteki işlemler için bilanço hataları,

3. Ödemeler dengesi içerisindeki çeşitli kalemlerden elde edilen gelirlerin sistem dışına çıkarılıp ya da finansal sistemin dışarısından kaynak kullanımı gibi kayıt dışı işlemler,

4. Turizm gelirlerinin anket yoluyla elde edilen hatalar vb. gibi sıralanabilir.

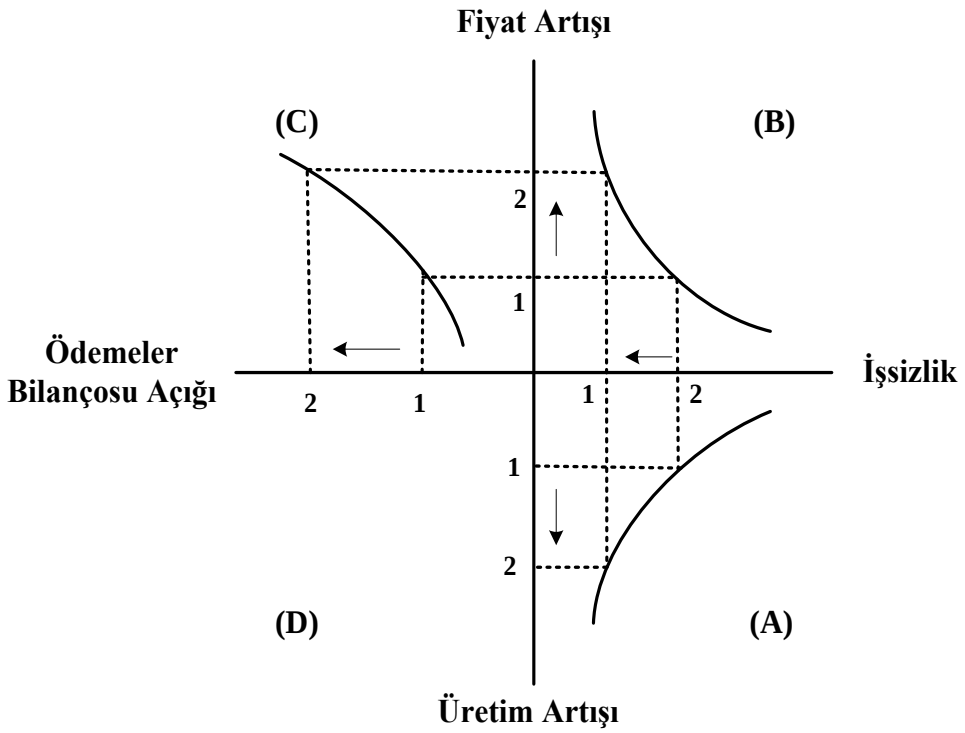
Burada belirtilen dört denge unsurunun toplamının sıfıra eşit olması gerekir. Dengenin sağlanabilmesi adına fark net hata ve noksan adı altında yazılır. Bazı ekonomik işlemlerin ödemeler dengesinde kayıt altına alınmamasının temel amacı: yerleşiklerin yapılan işlemleri hükümetlerden gizleyerek yükümlü oldukları yasal düzenlemelerden kaçma isteği olduğu söylenebilir.

5. PARA POLİTİKASI AMAÇLARI VE ARAÇLARININ AMAÇLARI ARASINDAKİ ÇATIŞMALAR

Para politikasının etkin kılınma durumları içerisinde istenilen durum ile gerçekleşecek amaçların çözüm odaklı olması için aynı zaman diliminde olması hedeflenir, fakat bazı amaçlar arasındaki çatışmalar buna engel olabilir. Bu çatışan amaçların sayısı arttıkça uygulanacak olan para politikasının çözümdeki başarı oranı azalabilir. Bu durumda da önem arz eden amaçlara yönelik öncelik uygulamak esastır ve uygulanacak politikanın ya da politikaların önem sırasına konularak uygulanması çözümü daha etkin bir şekilde bize sunabilir. Bu durumda ikili ya da üçlü amaç çatışmaları ortaya çıkmış olacaktır. Temel amaç çatışmalarını aşağıdaki başlıklar altında sıralayabiliriz.

5.1. Fiyat İstikrarı ve Tam İstihdam Çatışması

Para Politikasının amaçları içerisindeki en önemli çatışmadır. Ekonomi içerisinde tam isihdamı sağlamak üzerine sağlanan politikalar enflasyonun artmasına sebebiyet verir aynı zamanda enflasyonu düşürmek için uygulanan politikalarda işsizlik oranının artmasını tetikler. Tam bu noktada bir çatışma söz konusudur. Bu Fiyat İstikrarı ve Tam İstihdam çatışmasını aşağıdaki Phillips Eğrisiyle açıklayabiliriz. Phillips Eğrisine göre bu iki amacın aynı anda kısa süre zarfında gerçekleştirilemeyeceğini söyler.



ŞEKİL 4: Phillips Eğrisi

Şekil 1 de görüldüğü üzere (B paneli) işsizlik oranı 2'den 1'e düştüğü anda fiyatlar 1'den 2'ye yükselmektedir ve işsizlik ile fiyat artışı aşasında ters orantı olduğu görülür. (Dr. Metin Berber İktisat Politikası, syf:5)

5.2. Üretim Artışı - Fiyat İstikrarı Çatışması

Ülkelerin ekonomilerini hızlı büyütme isteği ve bu istek doğrultusunda enflasyonun oluşma olasılığı oldukça yüksektir. Bu ekonomilerin büyüme isteği ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre de değişkenlik gösterir. Hızlı büyüme için yapılan yatırım artışları toplam talebi arttırıp toplam arzın yetersiz kalmasıyla sonuçlanacağından enflasyon oluşmaktadır. Gelişmiş ülkelerde büyüme ile enflasyon arasındaki ilişki göz ardı edilebilse de az gelişmiş ülkelerin ise ekonomilerini hızlı geliştirmek istediğinden enflasyon kaçınılmaz hal alır.

Şekil 1' de, A ve B bölgelerinde üretim miktarı 1' den 2' ye çıktığından aralarında doğru orantı vardır denilebilir.

5.3. Üretim Artışı – Ödemeler Bilançosu Denkliği Çatışması

Genellikle az gelişmiş ülkelerde görülen bu çatışma ülkenin üretim artışını arttırabilmesi için gerekli materyalleri kendi üretemediğinden ithal etme zorunluluğundan gerçekleşen durumdur.

Şekil 1' de üretim düzeyi 1' den 2' ye çıktığında ödemeler bilançosu açığının da 1' den 2' ye çıktığı görülür.

Mutualist [1] Amaçlar

Şekil 1' de görüldüğü üzere (A bölgesi) üretim miktarı 1' den 2' ye çıktığında işsizlik 2' den 1' e düşmektedir. Yani, üretim arttıkça işsizliğin azaldığı görülür. (Dr. Metin Berber İktisat Pol. sf 5).

[1] **Mutualist:** Birlikte yaşayan birden fazla canlının belirli bir ilişki içerisinde birbirinden fayda sağlayarak olduğu durumunu sürdürmesidir.

6. PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

Merkez bankaları, para arzı ile para politikası hedeflerini tutarlı bir düzeyde tutmalıdır. Bunun için de bilançosunu ya da parasal çarpanını kontrol altında tutmak zorundadır. Fakat merkez bankaları, sadece kendi bilançosunu kontrol ederek faiz oranlarını gerçekleştirmemelidirler. Bilançolarının kontrolü ile belirleyecekleri para politikası araçlarının yanında doğrudan kredi sağlanabilir kaynak miktar ya da maliyetlerinin kontrolüne de yönelmelidirler. Dolayısı ile kullanılan araçlar ekonomik yapının değişim sürecine ve merkez bankacılığının tarihsel gelişimine göre değişiklik göstermelidir.

Para politikası araçlarını direkt ve endirekt para politikası araçları olarak iki başlık altında sınıflandırmak mümkündür ve direkt ve endirekt araçların uygulamasında temelde iki noktada ayrım bulunmaktadır.

Direkt para politikası araçları yapılan düzenlemeler ile fiyatları ya da miktarları sınırlandırırken, endirekt para politikası araçları piyasaların arz talep durumlarından etkilenmektedirler.

Kredi tavan uygulamasındaki dolaylı para politikası araçları merkez bankası bilançosu ya da faizlerini etkilemeyi hedeflerken, doğrudan para politikası araçları ise finansal kredi kurumlarının bilançolarını etkilemeyi hedefler. Bu nedenledir ki, dolaylı araçlar piyasada etkili araçlar iken dolaylı araçlar müdahale içerir. Örneğin, Gray ve Hoggarth (1996).

Merkez Bankası'nın tarihini inceleyecek olursak, 1970 yılı ve öncesinde ekonomide kamu müdahalelerinin yoğun olduğunu ve buna bağlı olarak doğrudan para politikalarının sıklıkla kullanıldığını görmüş oluruz. Fakat 1970'lerin sonuna doğru liberal politik anlayışın yaygınlaşması ve buna bağlı olarak finansal piyasaların gelişmesi nedeniyle gelişmiş ülkeler doğrudan araçlar olan faiz oranları tavanları, kredi kontrolleri ve doğrudan krediler gibi araçları kullanmayı bırakarak, reeskontlar,

açık piyasa işlemleri ve zorunlu karşılıklar gibi dolaylı para politikası araçlarına yönelmiş ve sonraki yıllarda bu gelişmekte olan ülkeler bu araçları kullanmaya başlamışlardır. Örneğin, Alexander, Balino ve Enoch (1995).

Dolaylı para politikası araçlarına geçişin temelde iki nedeni vardır. Bu nedenler aşağıdaki şekilde sıralanabilir;

1. Finansal kaynakların serbest ve etkin bir şekilde dağılımına olanak sağlayarak bu kaynakların etkinliğini geliştirmek;

2. Daha etkin bir parasal kontrol sistemini aktif hale getirmek.

1980 ve 1990 yıllarında piyasanın etkin bir şekilde çalışmasını engelleyen birçok araç ya uygulamadan kaldırılmış ya da uygulaması azaltılmıştır.

1980 yılı sonrasında piyasaları doğrudan etkileyen araçların yerine, dolaylı olarak etkileyen araçlar ön plana çıkmıştır. 1980 yılından sonra gelişmiş ülkelerde uygulamada öne çıkan açık piyasa işlemleri ağırlıklı olarak kullanılırken, gelişmekte olan ülkelerin yeterli olgunluğa erişememiş olmasından dolayı para politikası araçlarından reeskont oranları ve zorunlu karşılıklar ağırlıklı olarak kullanılmaktaydı. (Gray ve Hoggarth, 1996).

İdeal yapıda para politikası hedefleri belirlenirken tek bir para piyasası sistemi kullanılmayabilir. Bu sistemler ülkeden ülkeye değişiklik göstererek ülkenin gelişmişliğine, büyüklüğüne ve finansal piyasasının durumuna göre değişir. Dolayısı ile ana hedef olarak faiz oranlarını kullanan merkez bankaları ara hedef olarak paranın miktarını ve asıl hedef olarak da enflasyonu kullanırlar. (Gray ve Hoggarth, 1996).

Doğrudan araçlardan dolaylı para politikası araçlarına geçiş genelde üç aşamadan oluşmuştur. (Alexander, Balino ve Enoch, 1995).

İlk olarak fazla likidite çekmeye çalışan ülkeler bu amacı gerçekleştirmek için zorunlu karşılıkları kullanmaya başlayacaklardır. Ayrıca bu amaç için gelişmekte olan ülke bankaları, merkez bankasının ödünç verme ve fonlama işlevine ihtiyaç duyacaklardır. (He, 2000). Durum böyle olunca da merkez bankası bankacılık sisteminde rekabeti arttırmak için, menkul kıymet piyasasını genişletmeli ve faiz oranı kontrollerini kaldırmalıdır.

İkinci aşamada; Doğrudan Borçlanma Sistemi ve Merkez Bankası kağıtlarının satışı gerçekleştirilerek faiz oranlarının esnekliği sağlanmalıdır. Zorunlu karşılıkların oranları düşürülerek menkul kıymetlerin aktif olarak kullanıldığı işlemlerde, meydana çıkacak likidite fazlalığı arındırılabilecektir.

Üçüncü aşamada ise; finansal otoriteler, para ve menkul kıymet piyasasının gelişimini sürdürmek için reformlar yaparak merkez bankası üzerinde baskı oluşturmalıdır. Bunun sonucu olarak operasyonları sırasında merkez bankası esneklik ve devamlılık sağlayacaktır.

6.1. Para Politikasının Doğrudan (Direkt) Araçları

Para politikası araçları; hedeflenen politikalara ulaşmak için merkez bankasının kontrolü altında kullanılan değişkenlerdir. (Leite, 1992). Doğrudan para politikası araçları ise merkez bankası uygulamalarını piyasanın insiyatifine bırakmadan yasal düzenlemeler yoluyla yerine getiren, buna bağlı olarak ta ara hedefleri doğrudan kontrol eden araçlardır. (Gray ve Hoggarth, 1996).

Doğrudan araçlar; kredilerin ne kadar büyük olacağının kontrolünde, yine bu kredilerin dağıtılmasında ve maliyetlerinin kontrol altında tutulmasında güvenilir bir yol olarak öngörülmüştür. Ve bu araçlar 1980'lerin ortalarına kadar olumsuz etkileri net bir şekilde görülmeden etkin olarak kullanılmıştır. Doğrudan araçların politikacılara ve kamuoyuna açıklanabilmesi uygulamaya konulabilmesi daha kolay

ve doğrudan mali yükleri daha düşüktür. Parasal program şekline kolayca dönüştürülebilecek olan para politikası araçları, rekabetçi olmayan, gelişmemiş ekonomilerde belli yerlere para aktarabilme kabiliyeti ile hükümetlere oldukça çekici gelmektedir. Dolaylı para politikası araçlarına geçişlerde hükümetler faiz oranlarının hareketli olmasının etkilerinin yatırımları olumsuz etkileyebileceklerini düşünmektedirler ve bu nedenle de doğrudan para politikası araçlarının bir kısmını, piyasalar belli bir olgunluğa erişinceye kadar kullanmayı sürdürebilirler. En azından finansal sektörde kriz gibi piyasa olumsuzluklarının bulunduğu durumlarda yardımcı araçlar olarak kullanılabilmektedir. (Alexander, Balino ve Enoch, 1995).

Doğrudan para politikasının para piyasasına sağladığı avantajlar;

1. Direkt araçlar, Merkez bankasının para politikası araçlarının kullanmada yetersiz kaldığı ve piyasaların gelişmemiş olduğu varsayımı altında daha etkin kullanılmaktadır.

2. Merkez bankasının kriz döneminde, kredi-mevduat miktarının fazlalığının ve fiyatların kontrolünde daha etkin bir yoldur.

Doğrudan para politikası araçlarının para piyasasına sağladığı dezavantajlar ise;

1. Merkez bankası tarafından ekonominin sahip olduğu kredi kaynaklarının belli bir sektör önceliği sırasına göre dağıtılması piyasa yapısını bozarak ekonomiye maliyet yüklemekte ve bu maliyetler ölçülememektedir.

2. Bankaların teker teker kontrol edilmesi rekabetçi piyasa yapısının oluşmasını engelleyerek bankaların düşük kredi-yüksek mevduat teklifini olanaksızlaştırır.

3. Doğrudan kontroller neticesinde yurt içinde yaşanan engellemeler neticesinde firmalar, dünya finans sistemine girmiş ve giderek açık hale gelen ülkelerin finans sistemine girmeyi ve yurt dışından borçlanmayı tercih etmektedirler.

6.1.1. Faiz Oranı Kontrolleri

Merkez Bankası'nın, günümüzde etkin olarak çalışan modellerinde kullanılmayan minimum-maksimum mevduat ve kredi faizi arasındaki farkı veyahut ortalama mevduat ve kredi faizleri arasındaki farkı belirlemeye yönelik çeşitli kısıtlamalar ortaya koyabildiğini bilmekteyiz. Bu aracın kullanılmamasının en önemli sebeplerinden biri kredi piyasasını dengeleyecek olan faiz oranını belirlemenin zorluğu hem de dengeli olmayan faiz oranının ülke ekonomisine maliyetinin yüksek olmasıdır. Buna bağlı olarak bankalar kredi maliyetin belirlenmesinde risk faktörlerini ortaya çıkarabilecek bir esnekliğe ihtiyaç duyarlar. Serbest piyasa ekonomilerinde faizlerde meydana gelen değişiklikler, kredilere olan arz ve talebi belirlemektedir. (Leite, 1992). Bu yol ile teşvik edilmek istenen sektörlerde faiz oranları düşük tutularak kaynakların bu sektörlere aktarımı amaçlanmaktadır.

6.1.2. Kredi Tavanı Kontrolleri

Hükümete ve diğer kredi alan kuruluşlara; enflasyon, ödemeler dengesi gibi hedefler dikkate alınarak açılacak toplam kredi büyümesinin hesaplanmasında finansal programlama kullanılmaktadır. Ticari bankaların açabilecekleri kredilere, Merkez bankası bazı sınırlamalar getirebilmektedir. Her bir bankanın toplam kredi hacmi içindeki payı nispetinde dağıtılmasına kredi genişlemesi denilir ve hem kredi tavan kontrolleri hem de faiz oranları kontrolleri genellikle parasal genişlemeyi durdurmak için kullanılabilir.

Hangi sektörün ekonomik büyümeyi daha fazla sağlayacağı hakkında bilgi sahibi olunduğu varsayımı altında, selektif kredi kontrolleri öncü sektörlere kredi sağlamayı amaçlamaktadır.

Kredi tavan kontrolleri genel olarak merkez bankası tarafından üç farklı şekilde ticari bankalara yüklenmektedir. Bunlar, ticari bankalara verilen krediler, ticari bankaların pasifindeki mevduatlar ya da öz kaynaklarının belli bir katı oranında ve yahut ta kredi alanlar ile sınırlandırılabilir. Sonuç olarak, bankaların kendi kredi tavanlarına ulaşamaması durumunda kredi genişlemesi beklenenden daha az ortaya çıkacak ve bu durum planlanmış olan büyümeyi buna bağlı olarak mevduat hareketleri de olumsuz etkileyecektir. Kredi kontrollerinin meydana getirdiği sorunlar, bankaların kredi tavan ticaretine izin verilerek, kredi tavan limitine ulaşan bankaların likiditelerine faiz ödeyerek, fazla rezervlerini borç vermelerine imkan tanıyarak üst tavanlarını yükseltmeleriyle azaltılmaya çalışılmıştır. (Leite, 1992).

6.1.3. Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları

Bankaların risk durumlarına, amaçlarına ve likidite ihtiyaçlarına bağlı olarak banka bazında reeskont kotaları belirlenmektedir. Belirlenen reeskont kotaları sayesinde bazı bankalara reeskontlardan daha fazla yararlanma imkanı sağlayıp, dolaylı olarak bu bankaların yoğun olarak çalıştığı bazı sektörlere daha fazla kaynak aktarılmış olacaktır.

6.1.4. Disponibilite Uygulaması

Merkez bankası, ticari bankaların ellerinde bulundurduğu mevduatın belli bir oranında, tahvil ve bono satın almaya ve bunları merkez bankasında serbest tevdiat veya kasalarında nakit olarak tutmaya zorlayabilir. Bu uygulama bankaların aktif yapısı dolayısı ile likiditesini düzenleyen zorunlu bir araçtır. Eğer satın alınan DİBS'

lerin faiz oranı, piyasanın faiz oranından düşük ise, piyasadan daha düşük bir faiz ile bir kısım fonlar kamu sektörüne aktarılmış olmalıdır. Böylece bankaların fonlama maliyeti de artmış olmaktadır. Tam tersi durumlarda ise, bankaların fonlama maliyetinde düşüş olmaktadır. Disponibilite uygulamasının dolaylı ya da dolaysız bir araç olarak nitelendirilebilmesi ticari bankalara kaçınacak bir alan bırakıp bırakmaması ile ölçülebilir.

6.1.5. Finansal Aracıların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi

Merkez bankası, finansal kuruluşların fonlarını ekonomide büyümeye katkı sağlayacağını düşündüğü sektörlere yönlendirebilir. Böylece ticari banka portföyüne girecek fonları etkileyebilir.

6.1.6. Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü

Hisse senedi ve tahvillerin taksitle satın alınması halinde, bu kıymetlerin ne kadarının peşin, ne kadarının taksitle ödeneceğini belirlemektedir. Bu uygulamanın ortaya konulma nedeni bankaların senet piyasasında spekülatif davranması nedeni ile fiyatı aşırı yükselen senetlerin tekrar teminat gösterilerek yeniden borçlanmaları sonucu para arzının aşırı artış göstermesidir.

6.1.7. üketici Kredilerinin Kontrolü

Finans otoriteleri, dayanıklı tüketim ve konut gibi maddi duran varlıkların satışı sırasında, tahsil edecekleri en az peşinat oranını, hangi vadede ve hangi kredi faiz

oranında satışının yapılacağını belirleyerek, bu mallara olan talebi istedikleri şekilde etkileyebileceklerdir.

6.1.8. Özel Mevduatlar

Yapılan düzenlemeler ile özel mevduatların Merkez Bankası'nda tutulması zorunlu hale gelmiş ve buna bağlı olarak para arzındaki genişleme sınırlandırılmıştır. Özel mevduatlar ticari bankalarca açılması zorunlu araçlardandır.

6.1.9. Merkez Bankasının Moral Takviyesi

Merkez bankasının, açık faiz politikası da denen ikna gücünü kullanmasının amacı, bankaların davranış biçimlerini değiştirmesini istemesidir. Yasal dayanağı olmayan bu politikada, Merkez Bankası, diğer finans kurumlarını ülkenin çıkarları doğrultusunda hareket etmeye ikna etmektedir.

6.1.10. Reklam ve Resmi Olmayan Öğütler

Merkez bankasının görüşlerini paylaşmak için kullandığı basın yayın organları, ya da tavsiye açıklamaları firmaların beklentilerini etkileyebilmektedir.

6.2. Para Politikasının Dolaylı (Endirekt) Araçları

Endirekt para politikası araçlarında insiyatif para piyasalarındadır ve merkez bankasının piyasaya aracı olarak girmesinden dolayı bu araçlara piyasa bazlı araçlar denmektedir. Bu nedenledir ki endirekt araçlar bankaların belirlediği fiyatlar ile

yapılan işlemler sonucunda bankalara giren likiditeyi etkilemektedir. Gelişmekte olan birçok ülke, belirlediği ekonomik hedeflere ulaşmak adına piyasa araçlarını daha fazla kullanarak, para merkezli kontrol sistemini tekrar yapılandırmaya başlamıştır. (Wong, 1992).

Merkez bankaları, bankalar arası faiz oranının etkilenebilmesi ve piyasadaki rezervlerin elde edebilmesi için aşağıdaki para politikası araçlarını kullanmıştır. Uluslararası sermayede hareketliliğin üzerindeki kısıtlamaların en aza indirgenmesi ve doğrudan para politikası araçlarının giderek etkinliğini kaybetmesi para politikalarının uygulamasında otoritelere oldukça büyük kolaylıklar sağlamıştır. (Guitian, 1996).

Endirekt araçlar, kayıt dışı bankacılık sektörünü teşvik etmediği ve mali hizmetlerin daha etkin olarak kullanılmasına olanak sağladığı için daha etkin olarak kullanılmaktadır. Buna ilave olarak teknolojinin gelişmesi nedeni ile bilgi işlem maliyetlerinin azalmasına olanak sağlayan finansal yenilikler nedeni ile de bu araçların kullanımını daha da etkinleştirmiştir. Doğrudan araçların kullanımının piyasa yardımıyla olmasından dolayı ekonomik açıdan bazı parasal göstergeler önemsiz duruma geldiğinde dahi bu araçlar parasal koşullardan etkilemektedir. Yapısal reformlar ile piyasa rekabeti sağlanmış ve ekonomi serbestleşmiştir bu nedenle para bazlı araçların ekonomi üzerindeki ağırlığı artmış, döviz kurları ve faiz oranları gibi fiyat göstergeleri para politikası açısından çok daha önemli bir hale gelmiştir.

Merkez bankasının etkilemek istediği para miktarı ve kredi faiz oranları gibi değişkenleri kontrol edebilmesi endirekt araçların çeşitlenmesini gerektirmektedir. Parasal olarak kontrol için kullanılan araçların esnek olması yani ortaya çıkan etkilerin anında değiştirilebilmesi ya da terse çevrilebilmesi için mutlaka etkilerinin tahmin edilebilir olması gerekmektedir. Karşılık olarak teminat verilen merkez bankası operasyonları sadece bir kontrol aracı olmaktan ziyade finansal piyasaları gelişmeye teşvik eden bir uygulama olup, dolaylı araçlar para politikası uygulamaları adına önemli bir esneklik sağlamaktadır (Alexander, Balino ve Enoch, 1995).

Yanlı politika uygulamaları sonucunda meydana gelen ani şoklara karşı anında düzenleme yapılabilmesine olanak sağlayabilmektedir. Dolaylı para politikası araçları, merkez bankasının kendi insiyatifinde bulunan rezerv paranın fiyatını ve miktarını kontrol ederek, bütün bankacılık sistemlerindeki faiz oranlarını, kredi ve para miktarını çok geniş bir şekilde etkileyebilmektedir.

Dolaylı araçlar, kredilerin dağıtılması ile ilgili politika oluşturulurken piyasada bulunan finans güçlerinden etkilenmesinden dolayı finansal piyasaların gelişiminde siyasal etkilerin aza indirgenmesine yardımcı olmaktadır. Dolaylı araçlardan etkin olarak yararlanabilmek için merkez bankasının bu araçları doğru analizlerle ve uygun bir kapasitede kullanması gerekmektedir. Dolaylı araçların kullanılması sonucu finansal serbestleşmenin artması ile birlikte finansal tasarruflar ve buna bağlı olarak yatırımların etkinliği artmıştır.

Merkez bankası dolaylı para politikası araçlarını kullanarak elde edeceği rezerv parayı da belirlemesi ile likidite pozisyonunu etkileyerek, yeni piyasa denge faiz oranı oluşturmuştur. Merkez bankası finansal sistem aracılığı ile piyasanın ihtiyacı olan likidite oranını belirlemekte, ancak bu belirlenen likiditenin dağılımının yapılmasını piyasanın kendisine bırakmaktadır.

Doğrudan para politikası araçlarını kullanmayı ilk olarak gelişmiş ülkeler bırakmıştır. Kanada doğrudan araçları 1967 yılında kullanmayı bırakmış, ABD bazı doğrudan araçları 1980'lerin sonuna kadar kullansa da uzun bir dolaylı araç geçmişine sahiptir. Batı Avrupa ülkelerinin büyük çoğunluğu kademeli olarak geçiş sürecini yönetmiştir. İngiltere ve Fransa 1970'lerin başında dolaylı araçların kullanımına yönelik önemli girişimler başlatmışlar, bir süre dolaylı araçların bir kısmını kullanmayı sürdürmüşlerdir. Merkez bankalarının endirekt araçları kullanabilmeleri için, makroekonomik dengelerin sağlandığı, finansal piyasaların gelişmiş olduğu, faiz oranlarının kontrollü olmasına rağmen piyasa faiz oranlarına yakın olan Fransa ve İngiltere de dolaylı araçların adaptasyonu sırasında birtakım sorunlar yaşanmıştır. Fransa'da zorunlu karşılıkların faiz oranını desteklemek için kullanılması, belli faiz oranlarının artmış olmasının finans sektörünün esmek faiz oranı yönetimini

engellemesi uygulamada başarısızlığa neden olmuştur. Fransa tam olarak dolaylı para politikası araçlarının kullanımına 1987 yılında geçebilmiştir. (Quintyn, 1991).

Bu sebepten dolayı para politikasının hedefleri ile maliye politikasının hedeflerinin çatışmasının önlenmesi dolaylı araçların etkin kullanımı açısından oldukça önem arz etmektedir. Günümüzde "Avrupa Birliği Ülkeleri" adı verilen ülkelerin adaptasyon süreci, bu ülkelerin ekonomilerini birbirine daha da bağlı hale getirmiş ve dolaylı para politikası araçlarına geçiş süreci de bu sebepten dolayı hız kazanmıştır. Bu geçiş neticesinde uygulamada olan para politikası teknikleri de değişime uğramıştır. Açık piyasa işlemleri Almanya'da, minimum zorunlu karşılıkların ve reeskont işlemlerinin daha önceki dönemlerde meydana getirdikleri baskıları azaltarak, Bundesbank' ın kısa dönemli rezerv yönetiminde ana amaç haline gelmiştir. Danimarka, Belçika, Norveç, Finlandiya, İspanya, Hollanda, İtalya ve İsveç 1990'ların başında dolaylı para politikası araçlarını kullanmaya başlamışlardır. Avrupa'nın parasal olarak entegrasyon sürecinde olmasından dolayı dolaylı araçların kullanımda; İskoçya, Yunanistan ve Portekiz'de de dolaylı araçlar kullanılmaya başlanmıştır. (Alexander, Balino ve Enoch, 1995).

Japonya, kredi tavanlarının hiçbir zaman kullanmasa da kullandığı direkt araçlar moral takviyesi ve faiz oranları kontrolü olmuştur. Japonya'nın endirekt araçlara geçişi 1970'li yılların 2. Yarısında başlayıp 1996 yılında tamamlanan finansal liberalizasyon[2] çalışmalarından itibaren tamamen başlamıştır. Moral takviyesi kullanımı ise 1991 yılında tamamen bırakılmıştır. Banka kredilerinin faiz oranlarının 1940 yılından beri serbest olmasının yanında mevduat faizlerinde serbestliğe geçiş 1970'li yılların ikinci yarısında başlayıp, sürekli olarak devam etmiştir.

[2] **Finansal Liberalizasyon:** Çoğunlukla gelişmekte olan ve az gelişmiş ülke ekonomilerinin, gelişmiş ülke ekonomilerindeki uluslararası finansal ve ekonomik faaliyetleri kendi ülkelerine çekebilmek adına, finans ve bankacılık sektörleri üzerindeki regülasyon ve sınırlandırmaları kaldırarak veya kayda değer ölçülerde azaltarak kendi ülke ekonomilerindeki uluslararası sermaye hareketliliğini sağlayabilmek için uygulamaya koyduğu bir süreç olarak ifade edilir.

Yeni Zelanda, dolaylı para politikası uygulamalarına bu ülkelerin tersine 1985-1986 yıllarında, başarılı bir şekilde uygulamaya koydukları liberalizasyon değişim programı ile geçiş yapmıştır. (Alexander, Balino ve Enoch, 1995).

Meksika ise para politikası araçlarından piyasa bazlı araçlara geçişte, acil ödünç verme hariç reeskont işlemlerini kullanıma kapatmış ve zorunlu karşılıkları kullanmayı bırakmıştır. (Axilrod, 1995).

Dolaylı para politikası araçlarının kullanımı sayesinde, parasal çarpanlar ve parasal büyüklükler daha kolay yönetilebilir bir seviyeye inmiş, bu sayede tahmin edilebilirliği kolaylaşmıştır. Dolaylı araçlara geçiş sonucunda faiz oranları pozitif değer almış olmakla birlikte kısa vadeli faizlerdeki volatilite[3] artışı piyasa koşullarını ve merkez bankası davranışlarının daha hassas bir hale gelmesine neden olmuştur.

Dolaylı araçların etkin kullanımını sağlamak için sürdürülebilir mali politikalara ve istikrarlı bir ekonomik ortama dolayısı ile mali disiplinin sağlanmasına ihtiyaç vardır. Bu nedenle hükümet merkez bankası eliyle, mali açıkların parasal olarak finansmanına yönelik bazı kısıtlamalar koymalıdır. Böylece borçlanma araçlarının genişlemesine ve birincil ve ikincil piyasa işlemlerine destek vermiş olmaktadır. Para politikası ve borç yönetimi hedefleri arasında ortaya çıkması muhtemel çatışmaların, para politikası lehine çözümlenmesi gerekmektedir.

Netice olarak, geçiş aşamasını tamamlayan ülkelerin merkez bankaları aşağıdaki Endirekt Para Politikası Araçlarından oluşan karma bir sistem kullanmaktadırlar.

[3] **Volatilite:** Finansal piyasalar dahilindeki herhangi bir yatırım aracının belirli bir zaman aralığı içerisinde fiyatında ortaya çıkan artış ya da azalış olarak ifade edilir.

1.Açık Piyasa İşlemleri

- Repo, Ters Repo, Doğrudan Alım, Dorudan Satım, Depo (Mevduat) Alımı-Depo Satımı,
- Merkez Bankası Likidite Senedi İhracı,

2. Döviz-Efektif İşlemleri

- Döviz Müdahaleleri,
- Döviz Alım – Döviz Satımları,

3.Reeskont Penceresi İşlemleri

4.Zorunlu Karlılık Oranları

Yukarıda bahsi geçen para politikası araçlarından ilk üç madde Para Tabanını[4]; son madde ise Parasal Çarpanı[5] etkilemek için kullanılmaktadır.

6.2.1. Açık Piyasa işlemleri

Açık Piyasa işlemlerini tanımlamak gerekirse Merkez Bankası senetleri, hazine bonoları, devlet tahvilleri ve birinci dereceden özel sektör senetleri gibi finansal sistemlerin Merkez Bankası tarafından açık piyasalar üzerinde birincil ya da ikincil piyasalar üzerinde alımının ya da satımının yapıldığı durumlarda banka sistemlerinin kaynaklarını arttırarak ya da azaltarak ülke üzerindeki para arzının etkilenmesidir. Yani burada hedeflenen Merkez Bankasının dolaşımdaki parayı kontrol ederek banka rezervleri ile oynayarak para arzı üzerinde etki sahibi olmaktır. Bunun için Merkez

[4] **Parasal Taban-Para Tabanı:** Merkez bakasında bulunan zorunlu karşılıklar, banka nakit rezervleri ve dolaşımda bulunan paranın toplamı olarak ifade edilmektedir.

[5] **Parasal Çarpan-Para Çarpanı:** Para tabanında gerçekleşecek olan 1 TL lik bir artışın para arzı üzerinde ne kadarlık bir genişlemeye neden olacağını gösteren katsayıdır. Temel olarak parasal çarpan Merkez Bankası zorunlu rezerv oranına ve ayrıca nakit mevduat oranına bağlı bir değişken olarak ifade edilir.

Bankası tahvil ve hisse senedi, hazine bonosu alım satımına gider. Açık piyasa işlem çeşitleri;

6.2.1.1. Depo

Merkez Bankasının belirlenen zaman dilimleri ile bankalara gösterilen teminatları ve limitleri doğrultusunda sağlanan mevduattır. Yani bankalar Merkez Bankasının gün içerisinde belirlemiş olduğu faiz oranları üzerinden Türk lirası şeklinde borç alıp verebilirler ve bankalar arası para piyasası sayesinde de depo imkanı sağlanır. Eğer ki gecelik vade içerisinde para piyasalarında faizler üst limitlerine dayanırlarsa açık piyasa işlemleri ile teminat karşılığı bankalara likiditeleri sağlanır.

6.2.1.2. Repo

Repo bankacılık sistemi likiditesini belirli bir süre için arttırarak piyasalar üzerindeki geçici likidite sıkışıklığının ortadan kaldırılması olarak açıklanır. Merkez bankası bu süreç içerisinde açık piyasa işlemi yapma yetkisine sahip kuruluşlardan belirlenen ileri bir tarihte geri satmak sözüyle kıymet alır, karşılığında aracı kurumlara nakit aktarır. Burada öncelik olarak yüksek fiyat teklif eden kuruluştan, düşük fiyat teklif eden kuruluşa göre sıralanmaktadır. Bu durumda:

- Yapılan sözleşmenin geçerlilik tarihi, işlemin gerçekleştirildiği tarih olarak belirlenir.
- Geri satmak sözüyle alınan kıymetin alımı işlemin gerçekleştiği sırada belirlenen fiyat üzerinden gerçekleşir.
- Söz konusu kıymetin geri satış fiyatı ise alış işleminin yapıldığı tarihte belirlenir.
- Yapılan işlemin vadesine, kıymeti geri satın almayı söz veren bir işleme taraf kuruluş vardır.

Depo ve repo işlemlerinin toplamı Merkez Bankası net fonlamasını bize verecektir.

Kısaca Repo, gelişimini tam anlamıyla tamamlayamamış ikincil piyasalarda da kullanılabilmekte, oldukça esnek ve güveni, menkul kıymet piyasasını bozmayan ve tersine çevrilebilip kısa vadede geçici etkiler gösteren kullanışlı bir para politikası aracıdır.

6.2.1.3. Ters Repo

Repoda yaşanılan durum piyasalar üzerinde yaşanılan geçici likidite sıkışıklığına çözüm bulmaktı. Ters repoda ise piyasalarda geçici likidite fazlalığının yaşanması üzerinde gerekli görülmeyen likiditenin çekilmesi olarak tanımlanır. Merkez Bankası bu durumda elindeki kıymetleri, açık piyasa işlemi yapmaya yetkili olan kuruluşlara yapılan işlem tarihi geçerli olmak üzere sözleşme yapılarak işlem yapılırken belirlenen fiyat üzerinden, ileriki bir tarihte geri almak sözüyle satar.

- Belirlenen kıymetlerin satışı, işlem gerçekleştirilirken belirlenen fiyat üzerinden gerçekleştirilir.
- Sözleşmenin kabul göreceği tarih işlemin gerçekleştirildiği tarihtir.
- Söz konusu belirlenen kıymetin geri alım fiyatı, satış işleminin gerçekleştiği zaman belirlenir.
- Yapılan işlemin vadesi dolduğunda belirlenen kıymetin geri satılmasına söz veren bir taraf kuruluş vardır.

6.2.1.4. Doğrudan Alım

Piyasa üzerinde kalıcı olarak likidite sıkışıklığı olduğu durumdur. Likidite sıkışıklığı olduğu zaman repodaki gibi açık piyasa işlemi yapmaya yetkisi olan

kuruluşlar tarafından gerçekleştirilir. Merkez Bankası halihazırda bulunan kıymetleri, işlem yapıldığı tarihte belirlenmiş fiyat üzerinden anlaşılan kuruluştan satın alır, karşılığında aracı kurumlara nakit aktarır. Doğrudan alım işlemi sonucunda bankalar, ihtiyaç duydukları likiditeye kalıcı olarak kavuşurken, faizlerin enflasyon hedeflemesi ile tutarlı bir düzeyde tutulması sağlanmış olur.

6.2.1.5. Doğrudan Satım

Ters repoda piyasalar üzerinde geçici olarak yaşanılan likidite fazlalığından söz ediyoruz. Doğrudan satımda da piyasalar üzerinde likidite fazlalığından bahsediyoruz ama bu sefer likidite fazlalığı piyasalar üzerinde geçici değil kalıcıdır ve bu işlem açık piyasa işlemi yapma yetkisi olan kuruluşlar ile gerçekleştirilir. Merkez Bankası açık piyasa işlemleri portföyünde bulunan kıymetleri, yapılan işlemin tarihinde belirlenen fiyat üzerinden anlaşılan şirketlere satışını yapar, karşılık olarak bankalar ellerinde bulunan likidite fazlalığını kalıcı olarak Merkez Bankasına devreder. Böylelikle, aracı kurumların, bankaların toplam rezervleri azalmış olur.

6.2.1.6. Likidite Senedi İhracı

Merkez bankası, piyasadaki fazla likiditeyi kendisinin ihraç edeceği likidite senetleri ile çekebilmektedirler. Likidite fazlalığı yaşayan ülkeler senetleri aktif bir açık piyasa işlemi aracı olarak kullanabilmektedirler. Bu durumda uygulanan para politikalarının da etkinliği arttırılmış olur. Merkez Bankası vadesi 91 günü geçmeyen likidite senetleri ihraç edebilir. Merkez Bankası tarafından gerekli görüldüğünde ikincil piyasada alınıp satılabilen likidite senetlerinin borçları erken tamamlanabilir.

Açık piyasa işlemleri gelişmiş ülkelerde en temel kontrol aracı olarak kullanılmakta ve diğer araçların tersine hem esnek bir yapıya sahip olmakla birlikte kuruluşların bireysel olarak katılımları zorunlu değil isteğe bağlı olmaktadır. İstenilen

miktar ve istenilen sıklıkta uygulanabilmekte bu nedenle de kısa vadeli faizlerde ve para tabanında istikrarlı olmaktadır. AP bankalara bir vergi yükümlülüğü getirmemekle birlikte, piyasalarda rekabet ortaya çıkarması için uygun bir tekniktir.

Birçok ülkede piyasalarda likidite sıkıntısı yaratılarak Merkez bankasından borçlanmaya zorlanmakta, bu durum da operasyonların zamanlamasında esneklik ortaya çıkarıp herkese açık olan işlemleri doğrudan kontrol etmenin meydana getirdiği etkinsizliği de engellemektedir.

İkincil piyasalar Merkez bankalarına bir esneklik sağlasa da ilk aşamada ikincil piyasalar yeterince gelişmediği için birincil piyasalar daha fazla kullanılmıştır. (Axilrod, 1998). Açık piyasa işlemlerini bankalar arası para piyasasının yeterince çalışmadığı ülkelerde yeterince etkili olarak kullanmak çok da mümkün değildir. (Alexander, Balino ve Enoch, 1995).

Merkez bankasının kredilerin yürütülmesi için gerekli kredibiliteye sahip olmaması durumunda, gelişmiş ya da gelişmekte olan ülke olması fark etmeden ekonomide istikrarın sağlanması çok zor bir durum halini almaktadır. Bu sebepten dolayıdır ki merkez bankasının portföyünün risksiz ve likit bir bileşime sahip olmalıdır. Piyasaların yüksek bir gerilime sahip olması durumunda finans kuruluşları büyük hacimli ve süreklilik arz eden işlemler aracılığıyla nakit akımlarını yürütmek durumundadırlar. Bu durum Merkez Bankası'nın insiyatifinde olan Açık Piyasa İşlemlerini daha etkin kullanmalarına olanak sağlamaktadırlar.

6.2.1.7. Türk Lirası Depo İhalesi İşlemleri

Merkez Bankası'nın bankalardan ihale aracılığı ile Türk Lirası depo alma durumudur. Böylelikle piyasalardaki likidite fazlalığını giderme konusundaki aktifliği artar. Merkez bankaları genellikle gecelik faiz oranı ve vadenin belli bir bant içinde olmasını bekler. Bu bağlamda merkez bankaları, para piyasasında gecelik vadede

faizlerin üst sınıra çıkması halinde, bankalara teminat karşılığı olarak likidite verir ya da faizlerin çok düşmesi halinde bankalardan mevduat alarak faizlerin aşırı dalgalanmasının önüne geçmeye çalışmaktadırlar.

6.2.2. Döviz Efektif İşlemleri

Merkez Bankası ile döviz karşılığı efektif işlem yapan bankalardır denilir. Başka bir ifadeyle merkez bankasının tam dalgalı kur uygulamaması durumunda, kur politikasını efektif döviz alış satışıyla gerçekleştirmesi durumudur. Piyasa üyesi bankalar bu efektif işlemi kendilerine ayrılan limitleri kadar gerçekleştirebilir.

Merkez Bankası'nın döviz ve efektif sattığı durumlarda piyasalar üzerinde bulunan yerli para likiditesi azalır. Aldığında ise piyasada bulunan yerli para likiditesi artış gösterir. Fakat bu satış-alış işlemlerini Merkez Bankası hedef olarak piyasa üzerindeki likiditeyi kontrol altına almak için yapmaz. Likidite üzerinde etkilerinin olmasına rağmen döviz efektif işlemleri para politikasının araçları içerisine çok dahil edilmez.

6.2.3. Reeskont Penceresi İşlemleri

Reeskont iskontonun tekrarlanması anlamını taşır. Buradaki iskonto kelimesinin anlamı indirim değil, henüz vadesi gelmeyen bir senedin banka tarafından bazı koşullar altında paraya çevrilmesidir. Bankalar tarafından iskonto edilen senetlerin Merkez Bankası'nca da iskonto edilmesine reeskont denir. İskonto belirli bir bedel karşılığı ile kıymetlerin el değiştirmesidir. Reeskont aslında iskonto ise belirli bir bedel karşılığı el değiştiren kıymetlerin tekrar bir bedel karşılığı el değiştirmesi şeklinde daha iyi açıklayabiliriz. Şartlarını kendi belirlemek şartıyla Merkez Bankası, senetleri iskontoya bağımlı kılarak reeskont adı altında para politikası uygulamalarında kullanılan araçlardan biri olma özelliğini taşır. Döviz ihtiyacı

durumunda şirketler tarafından belirli şartlar altında reeskont kredileri kullanılabilmektedir.

Firmalar tarafından döviz ile düzenlenen en fazla 240 gün vadeli senetler ve yüksek teknoloji barındıran sanayi ürünlerinin ihracatçısı olan firmalar, yeni pazarlara yönelik ihracat yapan firmalar ve döviz kazandırıcı hizmetlerde ve etkinliklerde bulunan firmalar döviz ile düzenlemesi yapılmış en fazla 360 gün vadesi olan senetlerin aracı bankalar ile reeskonta getirilmesi ile T.C. Merkez Bankası Kanunundaki 45. maddesi sayesinde Merkez Bankası tarafından reeskont kredisi kullandırılır.

Reeskont kredileri kredinin kullandırılmış olduğu tarih içerisindeki kur oranı ile senet üzerindeki döviz meblağının Türk Lirası karşılığının bankalar aracılığı ile firmalara ödenmesi ile kullandırılır. Kullanılan kredilerin vadeleri geldiğinde geri ödemeleri döviz olarak yapılacağından Merkez Bankası'nın döviz rezervi konusunda katkısı fazla olur. Aşağıda reeskont kredilerinin 2009 yılı ocak ayından itibaren T.C. Merkez Bankasının döviz rezervlerine katkıları gösterilmiştir.

REESKONT KREDİLERİNİN DÖVİZ REZERVLERİNE KATKISI (Milyon ABD Doları) / REDISCOUNT CREDITS' CONTRIBUTION TO FX RESERVES (Million USD)

	Ocak / January	Şubat / February	Mart / March	Nisan / April	Mayıs / May	Haziran / June	Temmuz / July	Ağustos / August	Eylül / September	Ekim / October	Kasım / November	Aralık / December	TOPLAM/ TOTAL
2009	0,08	0,07	0,28	0,07	51,28	231,78	144,83	122,83	88,36	128,86	130,95	140,73	**1.040,13**
2010	44,03	114,39	120,21	49,32	78,96	81,02	133,53	53,44	75,39	103,80	143,10	106,64	**1.103,83**
2011	67,98	100,31	163,84	116,92	64,68	193,59	163,32	180,12	136,04	149,02	305,32	278,50	**1.919,64**
2012	204,21	336,39	553,10	518,60	467,80	706,18	907,64	855,82	941,79	1.151,70	940,37	711,54	**8.295,14**
2013	1.054,01	911,21	1.012,95	854,61	896,01	826,47	974,69	1.191,44	1.152,20	1.067,46	1.697,74	1.025,16	**12.663,95**
2014	568,21	299,44	475,45	361,72	2.055,85	1.536,66	1.460,16	1.375,52	1.421,76	1.314,82	790,24	1.339,76	**12.999,68**
2015	2.042,42	1.346,20	1.267,95	1.397,87	1.037,18	853,70	878,82	936,05	1.539,06	1.436,37	1.389,46	1.057,24	**15.182,31**
2016	1.084,21	1.106,11	1.139,38	1.032,59	1.371,83	1.402,07	1.349,50	1.026,42	1.439,65	1.245,93	1.543,22	1.281,35	**15.022,26**
2017	1.890,45	932,39	31,34	77,44	917,13	1.192,44	1.292,18	2.030,20	1.703,25	1.792,68	348,18	282,30	**12.489,98**
2018*	324,52	1.361,82	1.633,92	1.303,87	**1.990,55**	**1.795,97**	**1.254,93**	**1.309,94**					**10.975,53**

Şekil 5: TCMB 14.05.2018 tarihli "Reeskont Kredilerinin Döviz Rezervlerine Katkısı Verileri Açıklaması " Tablosu

Not: Mayıs, Haziran, Temmuz, Ağustos aylarına ait verilerin geçici olduğu, bu süreç içerisinde kredi kullanımı halinde verilerin değişebileceği bilinmelidir.

Reeskont kredileri ihracat yapacak olan mal üreticileri, ülkeye döviz kazandıracak hizmet yapan firmalar ve tüm ihracatçılar tarafından kullanılabilmektedir. Reeskont kredisi imkanını Türk Eximbank sağlamaktadır. Reeskont kredisi ile Ülkeye döviz ve mal kazandırıcı hizmetler sunan firmalara uygun maliyetli finansman sağlamaktadır.

6.2.4. Zorunlu Karşılık Oranları

Zorunlu karşılık uygulaması ile bankalara mevduat ve benzeri yükümlülükleri kadar olan tutarı Merkez Bankası nezdinde bloke etmesi ve serbest mevduatlarında tutması zorunlu hale getirilmiştir. Başka bir ifade ile bazı finans kuruluşları yükümlülüklerinin bir kısmını merkez bankası nezdinde tutmak zorundadırlar. Bu nedenle zorunlu karşılıkların Merkez bankası ile ticari bankaların yükümlülükleri arasında bir bağlantı mekanizması olmaktadırlar. Zorunlu karşılık oranları değiştirilerek bankaların ödünç verebilecekleri fonları etkilemeyi ve fazla likiditeyi azaltması için kullanılan dolaylı bir para politikası aracıdır. Merkez bankası zorunlu karşılık oranını yükselterek, bankaların kredi verebilmelerini zorlaştırmakta ve merkez bankasını daha fazla hesap tutmaya zorlamaktadır.

Zorunlu Karşılıkların Temel Fonksiyonları:

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde zorunlu karşılıkların kullanım amaçlarında farklılıklar olmakla birlikte, genel kabul görmüş işleve sahiptir. Bu işlevler ise:

a. Bankacılık sistem riskini azaltması,

b. Para arzını ayarlaması,

c. Kısa vadeli faiz oranlarının istikrarına yardımcı olması,

d. Likidite yönetimini kolaylaştırması,

e. Senyoraj geliri elde etmesidir.

7. PARA POLİTİKASI ARAÇLARININ EKONOMİ ÜZERİNDEKİ ROLÜ VE TÜRKİYE UYGULAMASI

Para Politikasında Yeni Araçlar: Birçok ülkede 2010 yılında ortaya çıkmış olan finansal küresel krizin sonucu olarak para politikası düzenlemelerinde fiyat istikrarını dikkate almakla birlikte, finansal istikrar da önem arz etmiş bulunmaktadır. Bu bağlamda 2011 yılında gelişmiş ülkeler bilanço sorunlarına ve bu sorunları çözmeye odaklanmış, gelişmekte olan ülkeler ise; sermaye akımı ile bu sermayenin akışıyla birlikte ortaya çıkan makro finansal riskleri yönetme amaçlı politikalara ağırlık vermiştir.

Türkiye'de ise TCMB kanununda 2011 yılında yeniden düzenleme yapılarak, fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı sağlamaya yönelik tedbirlerin alınması TCMB'nin görevleri arasında yerini almıştır. Yaşanmış olan küresel kriz neticesinde gerekli müdahaleleri yapabilmek adına TCMB ihtiyaç duyduğu politikaları uygulamaya koymuştur. Bu noktada TCMB küresel dengesizlikler neticesinde ortaya çıkan makro finansal riskleri kontrol edebilmek adına 2010 yılında enflasyon hedeflemesi politikasını geliştirmiş hem fiyat hem de finansal istikrarın önem kazandığı bir para politikası uygulamaya koymuştur.

Birden fazla amaca yönelik oluşturulan bu politikada araç çeşitliliğinin sağlanması gerekmiş ve bu noktada politika faizinin yanında gecelik borç alıp verme faizlerinin arasında ortaya çıkan faiz koridoru ve zorunlu karşılıkların birlikte kullanıldığı bir politika bileşeni tasarısı ortaya çıkmıştır. (TCMB, 2011, 2).

Gelişmekte olan ülkelerin küresel finansal krizin etkilerini en aza indirmek için merkez bankalarının uygulamaya koyduğu parasal genişleme ve bunun sonucunda kısa vadeli yurt dışı finansmanının sağladığı olanaklarının ucuz ve bol olmasından dolayı krediler hızlı genişlemiş bunun sonucunda da TL giderek değerlenmiştir.

2010 yılının son çeyreğinden itibaren TCMB faiz koridoru, zorunlu karşılıklar diğer likidite politikalarını aktif bir şekilde kullanmaya başlamıştır. Yeni politika ile uyumlu bir şekilde TCMB 2010 Kasım'dan 2011 Ağustos'a kadar geçen dönemde, bir taraftan kısa vadeli sermaye akımını sınırlandırıp döviz kurundaki aşırı değerlenmenin önünün kapatmaya çalışmış, diğer taraftan da yurt içinde kredilere ve talebin kontrollü bir şekilde artmasına odaklanmıştır.

TCMB risk iştahının bu dönemde güçlü ve sermaye akımlarının kısa vadeli olması nedeni ile faiz koridorunu aşağı yönde genişleterek gecelik piyasalarda meydana gelen faiz oranlarının politika faiz oranlarından düşük olmasını sağlamış böylece gecelik faizlerde oynaklığı aşağı yönlü arttırmış ve çok kısa vadeli olan sermaye girişlerini engellemiştir.

Bununla birlikte TCMB, bir yandan kredilerin aşırı genişlemesini engelleyip bir yandan da talebi kontrol altında tutabilmek için zorunlu karşılık oranlarında ciddi bir şekilde artış yoluna gitmek durumunda kalmıştır.

Bunların yanı sıra bu dönemde açılmış olan döviz alım ihaleleri yardımıyla kısa vadeli sermaye akımlarının TCMB rezervlerini güçlendirmesini sağlaması hedeflenerek, TL'nin aşırı değerlenmesinin önüne geçilmiştir.

2011 yılının ortalarından itibaren BDDK başta olmak üzere, diğer kuruluşlarca alınan tedbirler sonucunda kredilerde belirgin bir yavaşlama gözlemlenmiştir. (TCMB, 2011, 2-4).

2011 yılının son yarısında bazı Avrupa ülkelerinin kamuya ait borçlarına ilişkin endişelerinin arttığı, küresel büyüme sonucunda küresel bazda riskten kaçınmaya ilişkin eğilimin arttığı ve risk iştahındaki oynaklığın en yüksek düzeyde izlendiği gözlemlenmiştir. Sermaye çıkışlarının gelişmekte olan ülkelerde hızlandığı dönemde, TCMB politika araçlarını daha önce sermaye girişlerinin hızlı olduğunda kullandığı

politika araçlarının tam tersi yönünde kullanmıştır. Böylece faiz koridoru[6] daralmış, gecelik borç alma faizleri yükselmiş, bankacılık sisteminin likidite ihtiyacını karşılamak için TL zorunlu karşılıklarında düzenlemelere gidilmiştir. Politika faizinde ölçülü bir şekilde indirime gidilerek, durgunluk riskini indirmeye çalışılmıştır. Ağustos ayından itibaren TL 'de küresel risk iştahının bozulmasıyla beraber aşırı değer kaybı yaşanacağı ve 2011 yılının son çeyreğinde, kısa vadede meydana gelen enflasyondaki yükselişin hedeflenenden hızlı olacağı anlaşılmış ve TCMB bir dizi önlem almak durumunda kalmıştır. Bu durumun orta vadeli enflasyon görünümünü ve bununla ilgili beklentileri etkilemesinin önüne geçmek amacıyla borç verme faizlerini önemli ölçüde arttırmış ve faiz koridorunu yukarıda doğru genişletmiştir.

Böylece TCMB piyasalara yapılan fonlamayı[7] ayarlayarak, para piyasasında kullanılan gecelik faiz oranının politika faizinden yüksek olmasına olanak tanımıştır. Bu durumun likidite sıkışıklığına neden olmaması için ise zorunlu karşılık oranlarının düşürülmesi yoluna gidilmiştir. (TCMB, 2011, 5-6).

Küresel ekonomilerdeki risk iştahındaki aşırı oynaklık ve bunun beraberinde getirdiği belirsizlikler para politikasının esnek bir yapıda olmasını gerektirmektedir. Bu koşullar altında faiz koridoru sistemi oldukça etkili olmaktadır. Bununla birlikte, finansal istikrara yönelik riskleri dengeleyebilmek için, zorunlu karşılıklar, haftalık repo ihaleleri, diğer likidite araçları kullanılmaya devam edilecektir. (TCMB, 2011, 8-9).

---

[6] **Faiz Koridoru:** TCMB' nin gecelik borçlanma faiz oranı ile borç verme faiz oranı arasında oluşan alanı ifade etmektedir. TCMB'nin borç alma ve borç verme faiz oranları üzerinde değişiklik yapmasındaki amacı; para arzını kontrol altında tutmaktır. Tüm bunların sonucunda anlaşılan ise, faiz koridorunun TCMB' nin elinde bulunan en önemli para politikası aracı olduğu gerçeğidir.

[7] **Fonlama:** Elde bulunan öz kaynakların kullanılması sonucu yeni kaynak sağlama metodunu ifade etmektedir.

7.1. Yeni Para Politikası Araçları, Faiz Koridoru ve Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)

2007'nin ortasından itibaren öncelikle ABD'de etkisini gösteren büyük finansal kriz AB üyesi ülkelere yayılmış, Türev Piyasalar[8] başta olmak üzere finansal sektöre oradan da reel sektöre sıçramış ardından dış yansımalar yolu ile gelişmekte olan ülkeleri etkilemiştir. Bu süreçte 2001 Bankacılık krizinde alınan yapısal önlemler ve Basel kriterleri çerçevesinde yapılan düzenlemeler yolu ile ve ayrıca Türk Bankacılık Sektöründe, türev işlemlerin hacminin oldukça düşük olması nedeni ile Bankacılık sektörü mevcut krizin etkilerinden kısmen korunurken, reel sektörün AB ile yüksek dış ticareti nedeni ile ciddi daralma meydana getirmiştir.

2008'in son çeyreği ve 2009'un ilk çeyreğinde Türkiye ekonomisi sırası ile %13,5 ve %13,7 daralmıştır (Ertuğrul, İpek, Çolak,2010:63). Özellikle AB'nin krizden çıkış olarak yeni Keynesyen politikaları öngören devlet müdahalesi ile genişletici ekonomi politikaları 2010 yılında Avrupa Borç Krizini doğurmuştur. Avrupa Borç Krizi 2009 yılı sonunda ilk vurucu etkiyi Yunanistan'da göstermiş, ardından yine hizmetler sektöründe ağırlık sahibi olan; İspanya, İrlanda, Portekiz ve İtalya Ekonomileri, kamu ve özel borçlar nedeni ile finansal krizin etkisi altına girmiştir. (Eraslan, Timurtaş, 2015,30).

2006 yılından itibaren enflasyon hedeflemesi politikası uygulayan T.C. Merkez Bankası ekonomide meydana gelen dalgalanmalara karşı ekonomiyi yönlendirebilmek ve dış şoklara karşı koruyabilmek amaçlı para politikası ve para politikasının enstrümanlarını devreye sokmuştur. T.C.M.B. Küresel finansal risklerin, ülkenin makro ekonomik performansına orta ve uzun vade belirsizlikler ve buna bağlı gelişebilecek riskleri bertaraf edici düzenlemelere yer vermiştir. Öncelikle fiyat istikrarına yönelik politikalara ilave olarak finansal istikrarı da ön plana alan yeni düzenlemelere gitmiştir. Söz konusu düzenlemeler; uygulanan TCMB politika faizi

[8] **Türev Piyasalar:** İlerleyen bir tarihte verilmek üzere herhangi bir mal veya finansal aracın bugünden alım-satımının yapıldığı, kısaca vadeli işlemlerin gerçekleştiği piyasaları ifade etmektedir. Forward, Futures, Options ve Swap işlemlerinin tamamını bu piyasalar içermektedir.

değişikliği, para arzını yönlendirici zorunlu karşılıklar ve bunların doğal sonucu olan likidite yönetimi olarak özetlenebilir.

Burada göze çarpan en önemli farklılıklar şu şekilde sıralanabilir:

1. Politika aracı olarak bir haftalık repo faiz oranı kullanılıyorken yeni durumda politika aracı olarak politika faizi,
2. Zorunlu karşılıklar,
3. Likidite yönetimidir.

Böylece ekonomide bir "politika birleşimi" kullanılmıştır. (Ersoy,Işıl,2016, 360).

Bu çerçevede Yeni Para Politikası ile Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası; 2010 yılının sonlarına doğru olası krizlerin etkilerini en aza indirgemek adına ani şoklara tepki verebilen yeni para ve maliye politikası tasarlamıştır. Bu nedenledir ki 2006 yılında etkin olarak kullanılan enflasyon hedeflemesinin yerini finansal istikrarı da destekleyecek şekilde olan birden fazla faizin araç olarak kullanıldığı esnek, asimetrik ve geniş bir koridor sistemine ve aktif likidite politikasına geçiş sağlanmıştır.

Bahsi geçen dönemde merkez bankası politika araçlarını çeşitlendirmiş olup, bu çerçevede Rezerv Opsiyon Mekanizması[9] ve Zorunlu Karşılıklar gibi araçlar kullanılmış olup, finansal istikrarı sağlamak adına, fiyat istikrarından ödün vermeyerek etkili adımlar atmıştır.

Yaşanan küresel krizin sonrasında, kısa vadeli sermaye hareketlerinde ortaya çıkan oynaklık ve risk iştahının artması sebebi ile istikrar açısından farkındalık artmış ve Merkez Bankası yeni politika arayışına girmiştir. Bu bağlamda TCMB 2002 yılından sonra uygulamaya başladığı enflasyon hedeflemesi politikasını fiyat istikrarını da kapsayacak şekilde düzenleyerek 2010 yılından itibaren fiyat istikrarı ve finansal istikrarı birlikte amaç edinen yeni bir politikaya geçiş yapmıştır. Eski

[9] **Rezerv Opsiyon Mekanizması(ROM):** TCMB kasasında bulunması gereken TL cinsi karşılıkların, kararlaştırılan belirli bir oranının döviz ve/veya altın cinsinden tutulmasını sağlayan uygulama olarak ifade edilmektedir.

politikada araç olarak faiz kullanılırken, yeni para politikasında yapısal araçlar (likidite yöntemi, politika faizi, faiz koridoru) kullanmaktadır. (TCMB, 2012, 1-2). Dışa dönük ve gelişmekte olan ekonomisi olan Türkiye gibi ülkelerde finansal risklerin küresel gelişmelerden etkilendiği görülmektedir. Son dönemlerde kırılgan ekonomik görünüme bağlı yürütülen genişleyici para politikaları, aşırı oynak sermaye hareketleri ve risk algılarında yaşanan ani değişimler mikro riskleri besleyen temel unsur haline gelmiştir. Bu sebepten dolayı TCMB sermaye akımlarındaki oynaklığın etkilerini azaltıcı politikalar geliştirmiştir. Bu durumun etkileri ülkemizde en çok döviz kurlarında dalgalanmalar ve kredilerde görülmektedir. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde yerli paranın hızla değer kazanması sonucu bilançolarının olumlu yönde etkilendiği şirketler, bankaları aşırı kredi genişlemesine sevk edebilmektedir. Bu nedenledir ki döviz kurlarında aşırı değerlenme ve kredilerin hızlı büyümesi ekonomik olarak kaynakların dağılımını olumsuz yönde etkilemekte, iç talebin toplam gelirden daha hızlı bir şekilde büyümesine sebep olarak makroekonomik istikrarın bozulmasına sebep olmaktadır.

Sermaye akımının oynak olmasının olası etkilerinin azaltılması için döviz kurlarının ilerleyişinin iktisadi temellere uyumlu olması ve kredilerin makul ölçülerde büyümesi gerekmektedir. TCMB, bu nedenden dolayıdır ki finansal istikrarı da göz önüne alarak yeni araçlar kümesi belirlemiştir. Yeni politikalara hizmet edecek yeni araçlar; Faiz Koridoru ve Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)' dır. (TCMB, 2012, 3-4).

7.1.1. Faiz Koridoru

TCMB Para politikalarını uygularken piyasadaki likiditeyi ve faiz oranlarını etkilemek için birtakım araçlar kullanmaktadır. Bu araçlar aracılığı ile ihtiyacı olan bankalar için kısa vadeli likidite sağlar, fon fazlası olan bankalardan ise gecelik olarak borç almaktadır. TCMB'nin bu gecelik borç alma ve borç verme işlemi sırasında oluşan faizlerinin arasında kalan alana faiz koridoru denmektedir ve piyasa faizleri bu

faiz koridorunun içerisinde yer almaktadır. Mevcut süregelen yapıda, TCMB fonlamayı yaparken bir haftalık repoyu esas aldığından politika faizi olarak adlandırılan, bir hafta vadeli repo fonlama faizidir. Faiz koridoru ve politika faiz oranı her ay Para Politikası Kurulu toplantılarında gözden geçirilerek kamuoyuna ilan edilmektedir.

Geleneksel yöntemle enflasyon hedeflemesinde faiz koridoru tek başına araç olarak kullanılması yerine piyasadaki faizlerin politika faizlerinden sapmasının önüne geçilmesi amacı ile kullanılıp pasif bir rol üstlenirken, günümüz TCMB sisteminde ise aktif bir araç olarak kullanılıp, gerekli görüldüğünde faiz koridorunun genişliğinin ayarlanabilip, bunu yaparken de faiz koridorunun politika faizinin çevresinde asimetrik bir şekilde oluşmasına imkan vermektedir. Böyle bir durumda faiz koridoru, kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklığa esnek ve hızlı tepkiler verebilmekle birlikte, kredi büyümeleri üzerinde gerekli görüldüğünde etkin bir araç olarak kullanılabilmektedir. (TCMB, 2012, 4-5).

Geniş Faiz Koridorunda Düzenlemeler

Küresel ekonomik belirsizliklerin yoğun olarak yaşandığı bir dönemde merkez bankasınca uygulamaya konan geniş faiz koridoru, sermaye hareketlerindeki değişkenliğin etkilerini azaltmayı sağlamakla birlikte, bazı sıkıntıları da içermektedir. Politika faizi geleneksel olarak para politikasının işleyişini belirlese de geniş faiz koridorunda bu işleyişi farklı fonlama faizleri belirlemektedir. Bu da para politikasının halihazırdaki durumunu anlamayı zorlaştırmaktadır. Parasal aktarım mekanizmasının etkin bir şekilde işleyişini kolaylaştırmak için geniş faiz koridorunun üst bandı (TCMB gecelik borç verme faizi), Mart- Eylül 2016 dönemlerinde kademeli bir şekilde toplam 250 baz puan indirilmiştir. http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Para+Politikasi+Cerceve).

Böylece para politikası 2016 yılında sadeleştirilmiştir. Yanı sıra enflasyonda kalıcı olarak düşüklüğü geciktiren yapısal sebepler ortaya çıkarılmış ve kamuoyunda bu durum hakkında farkındalık oluşturulması sağlanmıştır.

Merkez bankalarının fiyat istikrarı konusuna odaklanırken, varlık piyasasındaki doymayı ve finansal sistemde ortaya çıkan riskleri göz ardı etmemesi gerektiği küresel krizden çıkarılan derslerden biri olmuştur. (Kara, 2012:2). TCMB'nin yeni politika arayışında, merkez bankasının değişen yaklaşımının ve gelişen ekonomi politikalarının yanında küresel iktisadi kestirimlerin önemli bir katkısının olduğunu görmekteyiz. Bu sebepledir ki hemen hemen bütün gelişmekte olan ve gelişen ülkelerin merkez bankaları ekonomiyi kriz öncesi durumuna çekmek ve krizin etkilerini silmek adına yeni para politikası araçlarına ihtiyaç duymuşlardır. Bunun yanı sıra banka dışı sektörlerdeki gelişmeler küresel krize giriş sürecini hızlandırmış ve merkez bankasının krizden çıkabilmek için uyguladığı geleneksel para politikası araçlarının etkilerini yok etmişlerdir. Bu durum Merkez Bankasının yeni para politikası araçlarının makroekonomik istikrarı sağlamadığını bunun için ayrıca maliye politikalarının da aktif olarak uygulanması gerektiğini göstermiştir. (Balmumcu, 2013:49).

Merkez bankasının kriz süresince almış olduğu önlemler şöyle sıralanabilir;

Gelişmiş olan ülkelerde merkez bankaları düşük enflasyon koşullarından dolayı politika üretmekteki rahatlığı TCMB'de bulunmamakta ve gelişmiş ülkelerde yaşanan krizin şiddeti Türkiye'ye yansımamaktadır. Bu nedenledir ki diğer ülkelerin merkez bankaları ile TCMB'nin ayrışmış olması gerekmekteydi. Krizin meydana getirdiği etkileri en aza indirmek için TCMB faiz oranını düşürmenin ve para piyasasının etkin be kesintisiz çalışmasına olanak sağlayacak tedbirlerin ve küresel olarak yaygınlaşan para politikalarının yanında finansal istikrara verdiği önemi arttırmış ve bunun için kullanılacak araçları da çeşitlendirmeye çalışmıştır. Bu nedenledir ki piyasalar başlangıçta para politikalarını anlamakta güçlük çekmişlerdir. 2002 yılından itibaren uygulamada olan para politikasına alışmış olan iktisadi teşebbüslerin yeni politikaları kabul etmesi ve TCMB'nin amaç fonksiyonunu zenginleştirmiş olması sistem geçişini kabul etmenin zaman alacağını düşündürmüştür. Finansal istikrarın, fiyat istikrarına ek olarak ele alınması enflasyon hedefinden ödün verilebilecekmiş gibi algılanma riski ve zorunlu karşılıklar ve faiz kontrolü gibi yeni olan para politikası araçlarının aktarım yönleri hakkında henüz bir

yöntem bulunmamış olması da sistemin işleyişinin zorlaştıran sebepler olarak öngörülmüştür. (Başçı ve Kara, 2011:9).

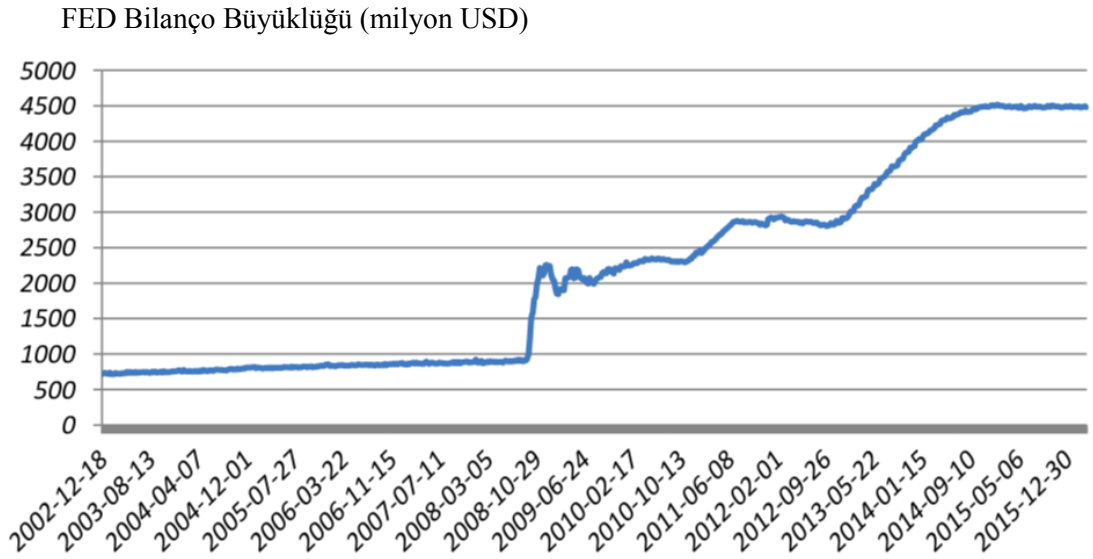
Kriz dönemlerinde Merkez bankası aktif bir iletişim politikası ile krizin zorluklarını aşmaya çalışmıştır. Amaç fonksiyonunda meydana gelen farklılaşmaların enflasyon üzerinde oluşturduğu beklentileri bozmaması için, para politikasını sıkılaştırmış ve temkini bir politika izlemiştir. (Başçı ve Kara, 2011:10). Merkez bankası daha esnek ve etkin bir para politikası üreterek iç dinamiklerinden kaynaklanan krizlerden elde ettiği tecrübeyi ortaya koymuştur. Böylelikle kriz dönemlerinden edindiği tecrübe sayesinde aldığı en önemli tedbirlerden biri olan finans sistemi döviz likiditesine ve döviz piyasalarına yönelik politikalar yürütmüştür. (Kutlar ve Gündoğan, 2012:8).

Böylelikle piyasada bulunan likiditeyi etkileyen faktörleri şu şekilde sıralayabiliriz. (TCMB, 2013:4). Alış-satış işlemleri, mevduattaki değişimler, cari harcamalar, ödenen-tahsil edilen faizler, Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) ve kira sertifikası alım satım işlemleri, ihracat reeskont kredileri, itfalar hariç net TL cinsi DİBS ve Kira sertifikası itfa-ihraç farkı, özelleştirme ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) kaynaklı TL Transferleri ile diğer kamu işlemleridir.

Likiditeyi dolaylı olarak etkileyen faktörler ise; hazinenin içeriye ve dışarıya borçlanması da dahil olmak üzere her türlü döviz ile yaptığı net tahsilat ya da ödemeler ile merkez bankasından kar transferi, ve merkez bankasına olan itfaları hazinenin TL cinsinden borçlanması gerektiği için piyasadaki likiditeyi dolaylı bir şekilde etkilemektedir. (TCMB, 2013:5).

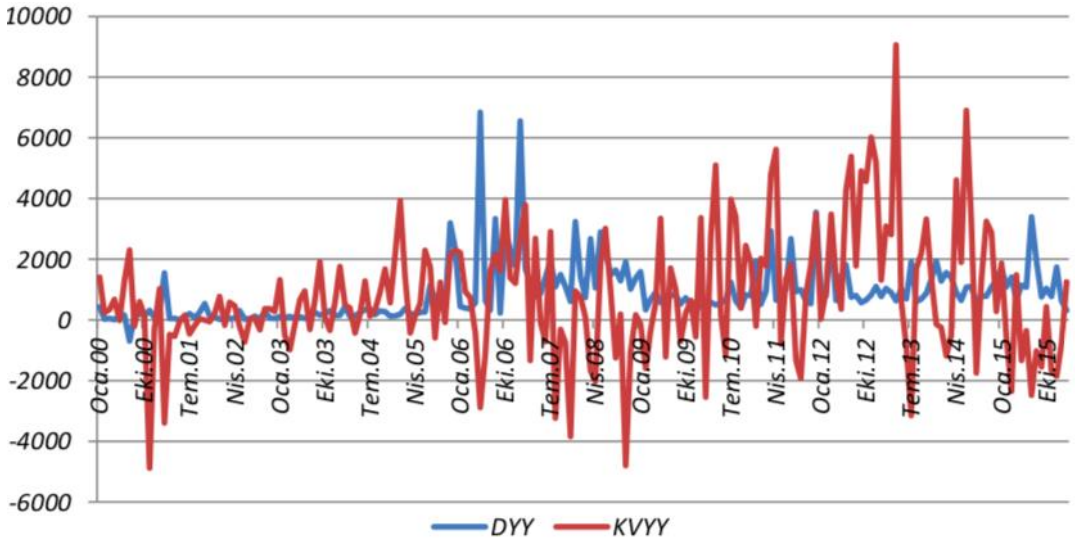
Gelişmiş ülkelerde başta ABD olmak üzere uygulamada olan genişletici para politikalarının bir sonucu olarak likidite bolluğu ortaya çıkmakta ve bu durum yatırımcıların riskli ve yüksek getirisi olan finansal enstrümanlara yönelmesini sağlayarak gelişmekte olan ülkelere doğru bir sermaye akımına neden olmaktadır. (bkz. Şekil 5) Bu durumun sonucu olarak TL değerlenip piyasa faizleri düşecek, bir yandan sermayenin girişi ve dışarıdan sağlanan kredilerin artması, yerel paranın

değerlenmesine sebep olacak ve bunun sonucu olarak da ithalat artıp cari işlemler açığının genişlemesine sebep olacaktır. (TCMB, 2010:22).



Kaynak: Federal Rezerve (www.federalreserve.gov.tr)

Şekil 6: FED 2002-2015 Bilanço Büyüklüğü Grafiği



Kaynak: evds.tcmb.gov.tr

Şekil 7: Türkiye' ye Gelen Doğrudan ve Kısa Vadeli Yabancı Yatırımlar Grafiği

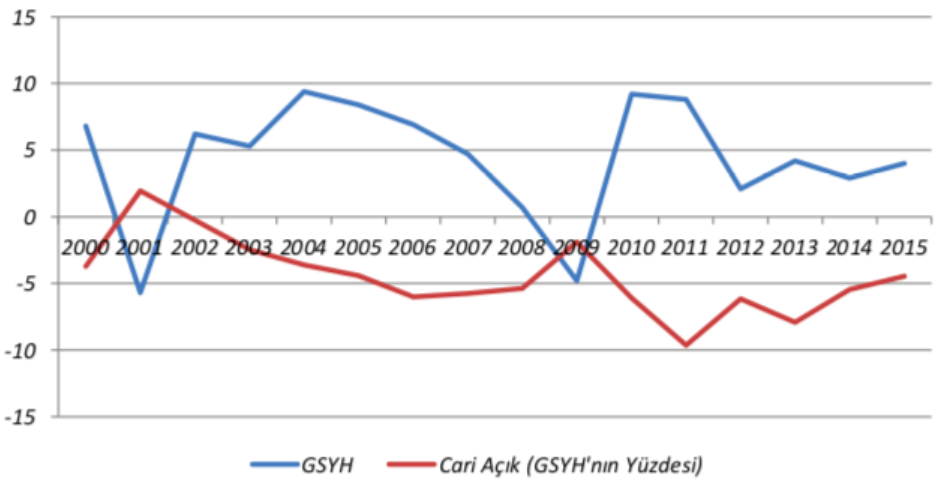
Şekil 7' de Türkiye'ye gelen doğrudan yabancı yatırımcılar ve kısa vadeli yabancı yatırımlar görülmektedir. Krizin yaşandığı dönemlerde Türkiye'den oldukça

fazla sermaye çıkışının olduğu gözlenmektedir. Bununla birlikte, krizin daha ağır seyrettiği Avrupa ve ABD Piyasalarından kriz dönemlerinde daha fazla sermaye çıkışı olmaktadır. 2005-2006 yıllarına bakıldığı zaman Türkiye'ye 2005 yılında 14.6, 2006 yılında 11.4 milyar dolar kısa vadeli sermaye girişi yaşanmışken; 2008 yılında 3.77milyar dolar sermaye çıkışı yaşanmıştır. 2010 ve 2011 yıllarında ise toplamda ortalama 40 milyar dolar sermaye yurt içine giriş yapmıştır. Bu da gösteriyor ki Türkiye diğer ülkelere nazaran daha önce yaşadığı krizlerden dersler çıkarmış ve daha güvenli bir finans yapısına sahip hale gelmiştir.

Bir diğer nokta da kriz sonrası Türkiye'ye gelen sermayenin kalitesi değişmiş ve yabancı yatırımların ülkeye girişinde bir yavaşlama meydana gelmiştir. 2006 yılında 20 milyar dolar, 2007 yılında 22 milyar dolar yabancı sermayenin girdiği Türkiye'ye 2009 yılında 8.5 milyar dolar, 2010 yılında 9 milyar dolar doğrudan yabancı sermaye girişi olmuştur. (Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Temmuz, 2016; 9(3)155)

Ortaya çıkan bu durumun en önemli sebebi küresel sermayenin Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere karşı risk algısında bir düşüş olmasından kaynaklanmaktadır.

Türkiye' nin Cari Açığı (milyon dolar)



Kaynak: evds.tcmb.gov.tr

Şekil 8: TCMB 2000-2015 Türkiye Cari Açığındaki Değişim Grafiği

Krizden sonraki dönemlerde ortaya çıkan milli gelir ve cari açık ile ilgili gelişmeleri Şekil 8' de görmekteyiz.

Krizden sonra küresel finans sisteminde yaşanan korku halinin etkisi, gelişmekte olan ülkeler üzerinde farklı şekillerde ortaya çıkmıştır. Bunlardan biri kalkınma için sağlanan finans olarak kullanılan küresel sermaye gelişmekte olan ülkelerin bilançosunda dengesizliği ortaya çıkarmış Türkiye ekonomisinden elde edilen veriler de bu tespiti doğrulamıştır.

2009 yılından sonraki dönemlerde cari açığın artmasında gelişmiş ülkelerde piyasanın daralması ve buna bağlı olarak ihracatın düşüp sermaye açığının ortaya çıkması önemli rol oynamıştır.

7.1.2. Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)

Bankalar tarafından, Türk lirası zorunlu karşılıklarının belirli bir yüzdelerinin altın veya döviz cinsinden tutulmasını sağlayan uygulamaya ROM adı verilmektedir. Bu uygulamanın ne ölçüde kullanılacağının belirlendiği ölçü ise rezerv opsiyon oranıdır. Rezerv Opsiyon Katsayısı (ROK) ise her bir birim Türk Lirası zorunlu karşılığı başına tutulacak döviz ve altını belirleyen katsayıdır.

Sermaye girişlerinin hızlı olduğu ortamlarda bankaların yabancı kaynak maliyetlerinin düşük ve yabancı kaynaklara kolay ulaşabilmesi nedeni ile ROM'u tercih etmeleri daha olası olacaktır. Böylece sermaye akımı TL'nin aşırı değerlenme baskısı, kredilerin hızlı büyümesi yabancı para kredilerinin kullanımı ile engellenecektir. Böylece bankalar TL cinsinden likidite elde edeceklerdir.

Sermaye çıkışlarının olduğu dönemlerde ise, bankalarda yabancı kaynaklara ulaşımın zorlaşması ve yabancı para fon maliyetlerinin artması ile birlikte bankaların bu imkanı daha az kullanacağı öngörülmektedir. Böylece bankalar bünyelerinde TL

cinsinden biriktirdikleri rezervleri çekerek döviz likiditesi sağlamaya yönelebileceklerdir. Ancak bu durumda dikkat edilmesi gereken, bu koşullar altında bankaların TL ihtiyacının da artacak ve bununla birlikte ROM sayesinde döviz rezervi sağlanacaktır. Bu mekanizma sayesinde döviz likiditesi etkilenmek suretiyle kur oynaklığı azaltılacaktır. (Küçüksaraç ve Özel, 20012, 3-4).

ROK, bankalar tarafından ROM kapsamında elde tutulan döviz ve altının TCMB tarafından satın alınmaması nedeni ile TCMB'nin net döviz pozisyonunu etkilememekle birlikte, sadece brüt döviz rezervinin artmasını sağlamaktadır. (Küçüksaraç ve Özel 2012, 5).

TCMB, bankaların TL olarak yatırmak zorunda olduğu zorunlu karşılıkların bir kısmını alternatif olarak altın ya da döviz cinsinden yatırmalarına olanak sağlamaktadır. Bu da bankaların elinde bulunan TL cinsinden likiditenin artmasına olanak sağlamaktadır. Böylece günlük işlemlerinde TL kullanan bankaların TL fonlama maliyetini düşürmektedir. Bu uygulamanın TCMB açısından Döviz rezervinin artması ve bankaların getirdiği dövizlerin TCMB'de birikmesi sonucunda para ikame etkisinin azaltılması gibi olumlu sonuçları bulunmaktadır. (Eğilmez, 2012, 23 Kasım).

8. TCMB'NİN 2010 YILI SONRASI PARA POLİTİKALARI UYGULAMALARI

8.1. 2010 Yılı Uygulanan Para Politikası

Küresel ekonominin aşamalı bir şekilde toparlanmaya devam ettiği 2010 yılında küresel krizin başlangıcı olan gelişmiş ülkelerde bu toparlanma daha yavaş ve kırılgan bir süreç izlemekteydi. Gelişmiş ülke ekonomilerinde firmalar, finansal kuruluşlar ve hatta hane halkı için bilançolarının onarım sürecinin devam ediyor olması yatırımın ve özel tüketimin iktisadi faaliyetleri onarmak adına verdiği desteği sınırlamakta ve iş gücü piyasalarındaki toparlanmanın iktisadi faaliyete oranla daha yavaş seyretmesi özel tüketimde sınırlamaya sebep olan bir faktör haline gelmiştir. Gelişmekte olan ekonomilerde ise toparlanma süreci daha hızlı bir şekilde yaşanmıştır. 2010 yılında yaşanan ekonomik krizin etkisi olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında yaşanan toparlanma hızındaki değişkenlik ülke ekonomilerinin para politikası uygulamalarında farklılaşmaları da beraberinde getirmiştir.

Bu bağlamda gelişmiş ülkelerde yaşanan ekonomik sorunların baş göstermesi ile birlikte, parasal genişlemede daha önce hiç görülmemiş bir boyutta artma yaşanmıştır. Gelişmiş ülke Merkez bankaları uygulamaya koydukları ek parasal önlemler, düşük faiz ve yüksek likidite politikasının uzun bir süre uygulanacağını göstermekteydi. Gelişmekte olan ülkelerde ise bu durum iktisadi faaliyetlerdeki hızlı ilerleyen toparlanma birçok merkez bankası tarafından uygulamaya konan önlemlerin geri alınmasına sebep olmuştur.

Krizin Finansal piyasalar üzerinde yaşanan etkisinin azaltılması ile birlikte, TCMB 14 Nisan 2010 tarihinde, krizin olası etkilerini azaltmak üzere alınan likidite önlemlerinden vaz geçip, para politikasının normalleşmesini öngören krizden çıkış planını ortaya koymuştur. Bu bağlamda Merkez bankası iktisadi faaliyetlerdeki toparlanma ve piyasalardaki olumlu gelişmeleri dikkate alarak, kriz dönemi politikası

olarak uygulanan geçici likidite desteğine son verip, piyasanın ihtiyacından fazla olduğu öngörülen likiditeyi de kademeli olarak azaltmaya yönelip zorunlu karşılıkları arttırmıştır. Para politikası çıkış planlamasının yanında Ekim ayından itibaren finansal istikrarı arttırmak için rezerv para birikimi arttırılırken, sermaye akımlarının oynaklığına uyumlu olabilmek adına döviz alım ihalelerinde esneklik sağlayacak yöntem tasarlanıp, uygulamaya konmuştur. Merkez Bankası bununla birlikte finansal istikrar üzerinde risk oluşturacak faktörleri sınırlamak amacı ile Türk Lirası cinsinden ayrılan zorunlu karşılıklara faiz ödenmesine son vererek likiditenin isteğe bağlı olan yapısını değiştirmiş, buna ek olarak küresel alanda yaşanan parasal genişlemelerinden kaynaklı olan sermaye girişlerini uzun vadeli yatırımlara yönlendirmek amacıyla son iki ayda yeni tedbirler almıştır.

Kriz sonrası dönemde, parasal aktarım mekanizmasının Türkiye'de daha etkin çalıştırıldığı gözlenmektedir. Buna bağlı olarak risk algılamasındaki dalgalanmalara karşın, kredi ve para piyasalarında ortaya çıkan faizlerin ana belirleyicisi Merkez Bankası'nın belirlediği politika faizi olmuştur. Türkiye'de ekonominin normalleşme aşamasında önem arz eden bu durumun oluşmasında, kriz sürecinde uygulanan ölçülü para politikasının önemi büyük olmuştur.

Küresel olarak düşük faiz seviyelerinin görülmesi ya da Merkez Bankası tarafından faizlerin düşük seviyelerde tutulacağının açıklanması, 2010 yılında faizlerin önemli ölçüde düşmesini ve oldukça düşük seviyelerde seyretmesine olanak sağlamıştır. Bu durum her vade oranında faiz oranının düşük seyretmesine olanak sağlayıp, Türkiye'ye dair risk algısının iyileşmesinin de etkisiyle uzun vadeli faizlerin daha da belirgin bir düşüş sergilemesini gözler önüne sermiştir.

Bunun sonucu olarak Kredi derecelendirme Kuruluşları 2010 yılında not artırımına gitmiş ve Türkiye'nin risk algısının değişmesi ve iyileşmesinin kalıcı olduğunu bu şekilde teyit etmiştir. Sonuç olarak Türkiye, kriz öncesi döneme kıyasla risk prim göstergelerinin en yüksek oranda düşen ülkeler içinde bulunmaktadır. http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/40459e93-8d14-4eaf-8197-

10ce370e9335/Baskan_ParaPol11.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-40459e93-8d14-4eaf-8197-10ce370e9335-m3fB7u3

8.2. 2011 Yılında Uygulan Para Politikası

Birçok ülke küresel finans krizi sonrası ortaya konulan para politikalarında fiyat istikrarının yanında, finansal istikrarı da dikkate almıştır. Merkez bankasının sorumluluklarının genişlemesine olanak sağlayan bu yaklaşım ile beraber geleneksel para politikası araçları ile birlikte makro riskleri minimize etmeye yarayan araçlar da etkin olarak kullanılmaya başlanmıştır. Ortaya çıkan finansal krizle birlikte gelişmiş olan ülkeler bilançolarında ortaya çıkan sorunları çözme çabasında olurken, gelişmekte olan ülkeler ise makro finansal riskleri çözümleme odaklı geniş kapsamlı politikalar tasarlama yoluna gitmiştir. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2001 yılında tekrar düzenlenen Merkez bankası kanununda yer alan fiyat istikrarına ek olarak istikrarı sağlayıcı yeni tedbirler almak durumunda kalmıştır. Bu bağlamda merkez bankası, yaşanan küresel dengesizlikler neticesinde meydana gelen makro finansal riskleri son bir yıl içerisinde kontrol altına alabilmek için yeni bir para politikası sistemi geliştirmiş bunu da enflasyon sistemini geliştirme yoluyla meydana getirmiştir. Bu yeni politika ile birlikte Merkez Bankası fiyat istikrarı politikasını ana amaç olarak korurken, koşulların elverdiği ölçüde makro finansal istikrarı da göz önünde bulundurmaya başlamıştır. Bu yeni strateji çerçevesinde birden fazla amacın gerçekleştirilmesini içeren para politikasının işlemesi için kullanılacak araçlarda çeşitliliği sağlamak amacı ile, politika faizi ile birlikte gecelik borç alıp verme faizleri arasında meydana gelen faiz koridoru ile zorunlu karşılıkların birlikte kullanıldığı politika karması planlanmıştır.

Küresel finansal kriz ardından gelişmiş ülkelerin merkez bankaları yaşanan krizin olası etkilerini azaltmak amacı ile uyguladıkları parasal genişleme politikalarının Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler üzerinde önemli etkileri meydana gelmiştir. Bu ortamda kısa vadeli yurt dışı finansmanının daha düşük maliyetli ve daha

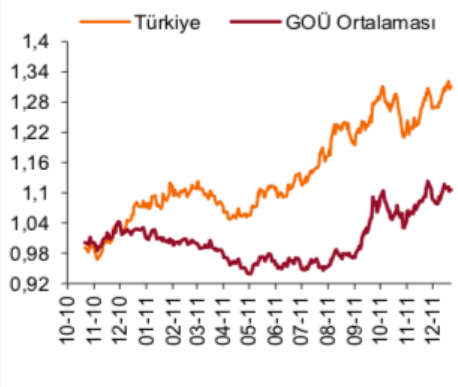
bol olması, Türk Lirasının daha değerli bir hale gelmesine ve hızlı kredi genişlemesine sebep olup, 2010 yılının 2. yarısından sonra dış dengesizliklerin ve makro finansal risklerin birikmesine sebep olmuştur.

Merkez bankası, 2010 yılının son döneminden itibaren enflasyonun olumlu seyrediyor olmasının görülmesi sayesinde makro finansal riskleri azaltabilmek amacı ile geleneksel bir araç olarak kullanılan haftalık vadeli repo ihalelerine ek olarak, faiz koridoru, zorunlu karşılıklar ve diğer likidite politikalarını uygulamaya koymuştur.

Merkez Bankası, Avrupa ekonomisindeki belirsizliklerin en yoğun olduğu 2010 yılı Kasım ayından 2011 Ağustos ayına kadar geçen sürede, bir taraftan döviz kurlarındaki aşırı değerlenme önlenmeye çalışmış bir taraftan da sermaye akımları sınırlandırılmıştır. Diğer taraftan ise yurt içindeki talep ve kredilerin daha kontrollü genişlemesi sağlanmaya bununla birlikte iç ve dış talebin ayrışmasının dengelenmesine yönelmiştir.

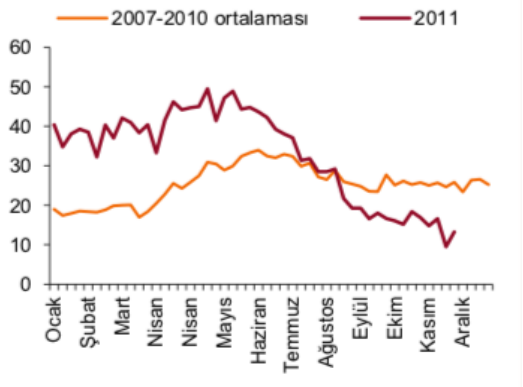
Böyle bir dönemde Merkez Bankası, piyasadaki risk iştahındaki artış ve sermaye akımlarının kısa vadede olması nedeni ile faiz koridorunu aşağı doğru genişletmiş bulunmaktadır. Bunun neticesinde piyasada oluşan gecelik faiz oranlarının politika faiz oranlarından daha düşük seviyede olmasına olanak sağlayarak gecelik piyasa faizlerinde aşağı yönlü hareketliliğin arttırılması ve buna bağlı olarak ta kısa vadeli kredi girişlerinin minimuma indirilmesine olanak sağlanmıştır.

Aynı zamanda iç talebi kontrol edebilmek ve aşırı kredi genişlemelerinin önüne geçmek amacı ile zorunlu karşılık oranlarını arttırmıştır. Bununla birlikte bu dönemde düzenli olarak açılan döviz alım ihaleleri ile kısa vadeli sermaye akımlarının el verdiği ölçüde Merkez bankasında bulunan rezervleri güçlendirmek için kullanılması öngörülmüştür. Bu tedbirler sonucunda Türk Lirasının aşırı değerlenmiş olmasının meydana getirdiği baskının da önüne geçilmiş olmaktadır. Alınan bu tedbirlerin de katkısı ile 2011 yılından itibaren kredilerde belirgin bir azalma izlenmiştir.



Şekil 9: TL ve Gelişmekte Olan Ülke Para Birimleri* Grafiği

Kaynak: www.bloomberg.com, www.tcmb.gov.tr

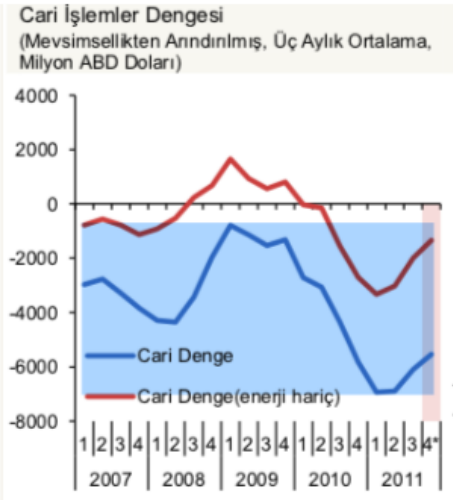


Şekil 10: Kredi Artış Oranı* Grafiği Yıllıklandırılmış, Yüzde

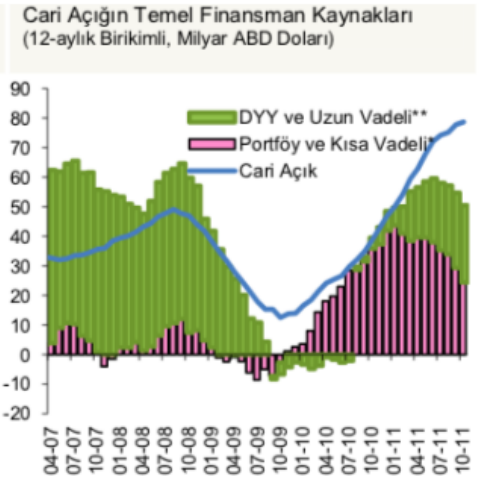
Kaynak: www.tcmb.gov.tr

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

Ortaya çıkan sermaye akımları ve talepler istenilen yönde değişime uğrayıp 2011 yılında ekonomide dengelenme süreci başlamıştır.



Şekil 11: TCMB 2007-2011 Cari İşlemler Dengesi Grafiği



Şekil 12: TCMB 2007-2011 Cari Açığın Temel Finansman Kaynakları Grafiği

**Tahmin.

Kaynak: www.tuik.gov.tr, www.tcmb.gov.tr

Kaynak: www.tcmb.gov.tr

Kısa vadeli sermaye hareketleri bankacılık ve reel sektörün kısa vadeli net kredileri ile bankalardaki mevduat kaleminin toplamından oluşmaktadır.
**Uzun vadeli sermaye hareketleri bankalar ve reel sektörün uzun vadeli net kredileri ile bankalar ve Hazine'nin yurt dışına ihraç ettikleri tahvilleri kapsamaktadır.

Ağustos 2011 yılından itibaren küresel bazda risk iştahındaki hareketliliğin ve riskten kaçınmaya eğilimin yüksek düzeyde arttığı izlenmektedir. Böyle bir dönem içerisinde gelişmekte olan ülkelerde yaşanan sermaye çıkışının artması sonucu Merkez bankası para politikası araçlarını, sermaye girişinin hızlı olduğu dönemin tam tersi şekilde kullanmıştır. Faiz koridorunun daraltılması için gecelik borç alma faizi yükseltilmiş, bankacılıkta likidite ihtiyacını karşılayabilmek adına Türk lirasında zorunlu karşılıkları düzenleme yoluna gidilmiş ve döviz piyasasındaki hareketliliği azaltmak için bir dizi tedbir almıştır. Küresel ekonomik sorunların ülke genelinde yarattığı durgunluğun önüne geçmek için politika faizini de makul bir oranda indirmiştir.

Ağustos ayından itibaren Türk Lirasında meydana gelen aşırı değer kaybı fiyatın belirlenmesine rol oynayan ürünlerdeki ayarlamalar sonucu enflasyon oranının kısa vadede öngörülenden daha yüksek olacağı anlaşılmıştır. Bunun sonucu olarak ta Merkez Bankası, borç verme faizlerinde artışa giderek, faiz koridorunun yukarı ivmeyle genişlemesine olanak sağlamış ve yapılan fonlamayı kontrol ederek piyasalardaki gecelik faizin politika faizinden yüksek olmasına olanak sağlamıştır. Diğer yandan ise gecelik faizin artmış olmasının likiditeye duyulan ihtiyacın artmaması içinde zorunlu karşılıkları belirli bir oranda düşürme yoluna gitmiştir. Parasal yönden sıkılaştırma politikası sebebi ile getiri eğrisi tüm vadelerde yukarı yönde ivme kazanmış, bununla birlikte kredi faizlerinde de büyük oranda yükselme meydana gelmiştir. (http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/a1455139-3d86-40a6-a1f2-3508426b5fca/Baskan_ParaPol12.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-a1455139-3d86-40a6-a1f2-3508426b5fca-m3fB7u1)

8.3. 2012 Yılında Uygulanan Para Politikası

Küresel risk iştahında 2012 yılında iyileşme sürecine girmekle birlikte, ekonomide dengelenme süreci gözlenmeye başlanmıştır. TCMB, fiyat istikrarı kapsamında, fiyatlamadaki yukarı riskleri dikkate alarak yılın ilk bölümünde sıkı likidite politikası izlemiştir. Yılın ikinci yarısında ise enflasyon kontrol altına alınmış

ve aşamalı bir şekilde para politikası daha destekleyici bir hale getirilmiştir. Bu bağlamda, 2012 yılı ortalarından itibaren piyasaya sunulan likiditede artış sağlanarak kısa vadeli faizlerin, faiz koridorunun alt sınırı civarına düşmesi sağlanmıştır. 2012 Eylül ayını izleyen dönemde ise gerek Avrupa Merkez Bankasının almış olduğu kararların küresel risklerin belli bir oranda sınırlanmasını sağlaması, gerekse Rezerv Opsiyon Mekanizmasının etkin olarak devreye girmesi faiz üst koridorunun aşamalı bir şekilde düşürülmesine olanak sağlamıştır. TCMB 2012 Aralık ayında ise, artan sermaye akımlarının finansal istikrarı etkileyecek olumsuz etkileri dengelemek için politika faizini belirli oranda indirmiş, zorunlu karşılıklara karşı belli bir oranda sıkılaştırıcı girişimlerde bulunmuştur.

TCMB fiyat istikrarı amacından ödün vermeden makro finansal riskleri sonlandırmaya adapte olmuştur. 2011 yılında yaşanan emtia fiyatlarının artmış olması ve Türk Lirasında meydana gelen değer kaybı enflasyon üzerinde çift haneli rakamlara yükseltme eğilimine sebep olmuş olsa da TCMB'nin gösterdiği etkin iletişim politikası ve sıkı parasal duruşun sonucu olarak enflasyon beklentileri değişmemiştir. Maliyet kaynaklı etkilerin yavaş yavaş ortadan kalkmasıyla 2012 yılı boyunca enflasyonda istikrarlı bir düşüş yaşanmış ve hedefe yakın seviyelere inmiştir.



Şekil 13: 2012 Yılı Enflasyon ve Hedefler Grafiği



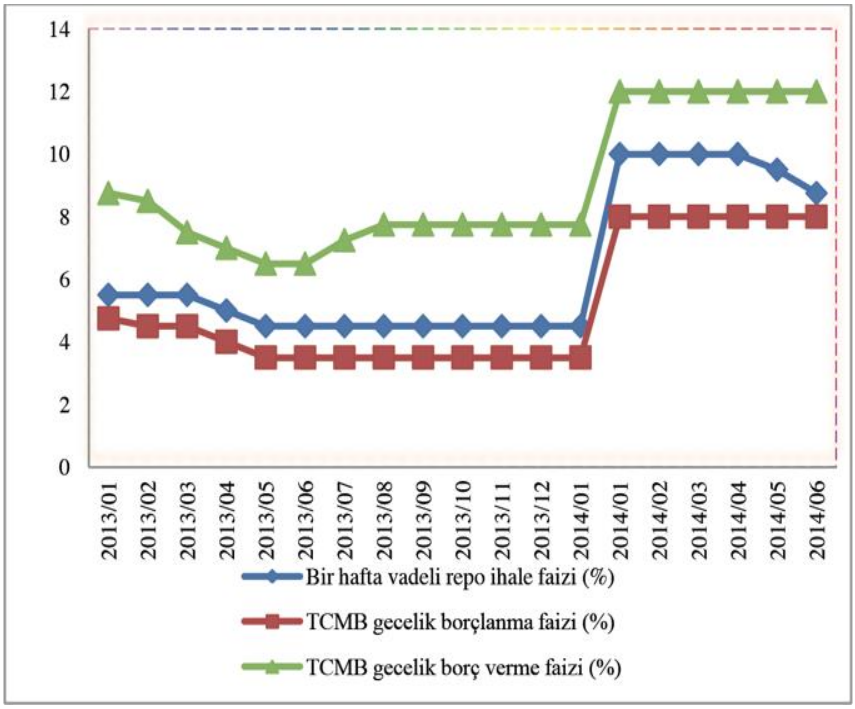
Şekil 14: Enflasyon Beklentileri Grafiği

Kaynak: www.tuik.gov.tr, www.tcmb.gov.tr

Kısaca, son iki yıl içerisinde uygulanmış olan kredi ve para politikaları ekonomik dengelenmeye önemli ölçüde katkıda bulunmuş ve buna bağlı olarak ta makroekonomik risklerin ve finansal risklerin azalmasına yardımcı olmuştur. Bu bağlamda yeni politika çerçeveleri 2011 yılında şekillenip 2012 yılında da faydalarının görüldüğünü söylemek mümkündür. 2012 yılında hem enflasyonda istikrarlı bir şekilde düşüş izlenmiş, hem de dengelenme süreci belirgin bir hal almıştır. Ve iktisadi faaliyet tüm bunlar yaşanırken büyümeye devam etmiştir.

8.4. 2013 Yılında Uygulanan Para Politikası

Rezerv opsiyon mekanizması yanında faiz oranlarını da araç olarak kullanan TCMB, 2013 yılının ilk çeyreğinde art arda faizlerde indirim yapmıştır. Ekonomik hareketliliğin arttığı bu dönemde ithalatta artış yaşanmış ve ihracatta azalmanın devam etmesi sonucu cari açıkta büyüme yaşanmıştır. Tahvil alımlarında kademeli olarak kısıtlamalara gideceğini açıklayan FED piyasalarda endişelenme yaşanmasına sebep olmuştur. Bunun sonucu olarak ta Türk Lirası USD karşısında değer kaybetmiştir. Önlem olarak TCMB finansman koşullarını sıkılaştırarak faiz oranlarını kısmen yükseltme kararı almıştır. (www.imf.org/external/long/turkish/pubs/ft/survey/so/2013/CAR122013At.pdf.,10.07.2014,1-2).



Şekil 15: TCMB 01.01.2013-30.06.2014 Faiz Oranları Grafiği

Kaynak: TCMB Para Politikası Kurulu Kararları, www.tcmb.gov.tr, 04.07.2014.

2013 yılının başlarında yurt içi talebin ılımlı, sermaye girişlerinin hızlı olması nedeniyle TCMB makro iktisadi tedbirlere ve faiz oranının düşük olarak tutulmasına devam etmiştir. 2013 Mart ayında cari işlemler açığında artış ve iç talepte canlanma olduğu tespit edilmekle birlikte, Para Politikası Kurulu sermayedeki oynaklığa karşı Rezerv Opsiyon Mekanizması' nın etkinliğini aşamalı bir şekilde arttırmıştır. Geniş faiz koridoruna duyulan ihtiyaç, Rezerv Opsiyon Mekanizmasının dengeleyici olması sayesinde azalmıştır. Bu nedenle gecelik borç verme faizleri indirilmiş ve faiz koridorunun daha simetrik olması sağlanmıştır. Nisan ayında kredi artış hızının yükselmesi ve sermaye girişlerinin hızlanması nedeni ile faiz oranını düşük tutmaya, döviz rezervlerini arttırmaya yönelik politikalar uygulanmaya devam edilmiştir. Gecelik bor alıp verme faizlerinde indirime gidilmiş, Rezerv Opsiyon Katsayılarının arttırılmasına devam edilmiştir. 2013 yılının son yarısında küresel piyasalarda yaşanan belirsizlikler nedeni ile sermaye akımları azalmaya başlamış ve kredi oranları tavsiye edilen değerin üzerine çıkmıştır. Bu nedenle Para Politikası Kurulu para politikalarında sıkılaştırma olmasının gerekliliğine karar vermiştir. Fiyat ve finansal

istikrarın sağlanması sebebiyle faiz koridoru üst sınırının yükseltilmesine karar verilmiş ve para politikalarında ölçülü duruşun sürdürülmesi kararı alınmıştır.

8.5. 2014 Yılında Uygulanan Para Politikası

2014 yılı başlarında ölçülü bir şekilde yürütülen para politikası neticesinde alınmış olan önlemler ve sermaye akımlarının zayıf oluşu nedeni ile kredi büyüme hızında kademeli bir şekilde yavaşlama gözlenmiş, PPK' nın Ocak 2014'de toplantısında yaptığı değerlendirmede iç ve dış piyasalardaki risk algısını olumsuz yönde etkileyen gelişmeler ele alınmıştır. Bu süreç içerisinde risk primlerinde artış ve Türk lirasında değer kaybı meydana gelmiştir. Merkez Bankası istikrarı olumsuz yönde etkileyen bu gelişmelerin önüne geçmek için tedbir alacağını belirtmiş ve PPK bu bağlamda istikrarı sağlamak adına operasyonel çerçeveyi sadeleştirmek ve parasal sıkılaştırma yapılmasına karar vermiştir. Bu noktada haftalık vadeli repo faizi yükseltilerek marjinal fonlama oranının yerini haftalık repo faiz oranı almıştır. Aynı dönemde gecelik borç alma ve gecelik borç verme faizinde de artışa gidilmiştir. Enflasyonda belirgin bir düzelme yaşanana kadar sıkı para politikasının devamına karar verilmiş, sıkı bir şekilde sürdürülen para politikası makro ihtiyati tedbirler ve zayıf ilerleyen sermaye akımları neticesinde meydana gelen kredi büyüme hızı yavaşlamaya devam etmiştir. Net ihracatta ise dış taleplerin etkisi ile büyümenin devam etmesi beklenmektedir. (www.tcmb.gov.tr., 04.07.2014).

2014 Mayıs ayında para piyasasında belirsizliklerin azalmış olması ve risk göstergelerinde izlenen iyileşme neticesinde piyasa faizlerinde tüm vadelerde iyileşme sürecine girilmiş, bu bağlamda fonlama faizinde indirime gidilmiştir. 2014 Haziran ayında yurt içi talebin ılımlı bir şekilde devam etmesi ve ihracatın büyüme üzerindeki pozitif etkileri neticesinde cari açıkta belirgin bir iyileşme gözleneceği düşünülmektedir.

2013 yılının ortalarından başlayan enflasyon üzerinde olumsuz etkiler oluşturan birikimli döviz kurunda meydana gelen gelişmelerin aşamalı olarak azalacağı öngörülmektedir. Bu duruma uygun olarak PPK son dönemde iyileşmeyi göz önünde bulundurarak haftalık repo faizinde ölçülü oranda indirime gidilmiştir. PPK, fiyatlamadaki davranışlar, enflasyondaki beklentiler ve enflasyonu etkileyen diğer etkenlerin takip edileceğini ve belirgin bir düzelme sağlanana kadar uygulanan sıkı politikanın devam edeceği belirtilmiştir. (www.tcmb.gov.tr., 04.07.2014).

2014 yılının son yarısında jeopolitik risklerin meydana getirdiği olumsuz etki ve gıda fiyatlarında yaşanan yükselme sebebiyle para politikasının sıkı duruşu devam etmiştir. Bu dönemdeki emtia ve petrol fiyatlarında yaşanan düşüşün, enflasyondaki beklenen düşüşü destekleyeceği düşünülmekte ve enflasyondaki düşüş sağlanana kadar sıkı para politikasının izlenmeye devam edileceği belirtilmektedir. 2014 yılının başlarında küresel ölçekte likidite koşullarında ortaya çıkan iyileşme dikkate alınarak faizlerde ılımlı bir düşüşe gidilmesine karar verilmiştir. Ancak dönemin sonlarına doğru faizlerde herhangi bir değişiklik yapılmamıştır. (www.tcmb.gov.tr., 11.05.2015).

8.6. 2015 Yılında Uygulanan Para Politikası

2015 yılının ilk aylarında emtia ve petrol fiyatlarında yaşanan düşmenin de etkisiyle enflasyonun düşeceği öngörülüp bu sebepten dolayı faizlerde indirime gidilmiş, ancak enerji ve gıda fiyatlarında yaşanan hareketlilik nedeni ile bu düşüş ölçülü bir biçimde yapılmıştır. Nisan ve mayıs aylarında gıda fiyatlarındaki artış ve küresel politikalardaki dengesizlikler nedeniyle sıkı para politikaları sürdürülmüş ve faiz oranlarında değişiklik yapılmamıştır.

2015 yılı mayıs ayında açıklanan PPK Kararlarında temkinli yaklaşımlarla oluşturulan maliye ve para politikalarının enerji ve gıda dışı çekirdek enflasyonu olumlu etkilediği belirtilmiştir. Döviz kurlarında yaşanan hareketliliğin, küresel

belirsizlikler ve gıda ve enerji fiyatlarında dalgalanmanın çekirdek enflasyondaki düzenlemeleri sınırlaması nedeni ile temkinli duruşun sürdürüleceği ve faiz oranlarının sabit kalacağı açıklanmıştır. (www.tcmb.gov.tr., 21.05.2015).

2015 yılının ikinci yarısında yayınlanan PPK kararlarında enerji fiyatlarında yaşanan gelişmelerin enflasyonu olumlu yönde etkilediği açıklanmıştır. Bunun yanı sıra döviz kurlarında yaşanan dalgalanmaların çekirdek enflasyondaki iyileşmeyi geciktirdiği belirtilmektedir. Yaşanan bu gelişmeler neticesinde gıda ve enerji piyasasındaki hareketlilik ve küresel piyasalarda yaşanan belirsizlikler göz ö nüne alındığında para politikasında uygulanan temkinli duruşun süreceğine ve belirtilen dönemde faiz oranlarının sabit tutulması kararı alınmıştır. (www.tcmb.gov.tr., 18.02.2016)

(Milyon Dolar) (2012-2015)

	Döviz Rezervi	Altın Rezervi	Toplam Rezerv
06.01.2012	77.756	10.090	87.846
29.06.2012	83.050	12.438	95.488
28.12.2012	100.320	19.970	120.290
28.06.2013	105.567	16.999	122.566
27.12.2013	112.002	20.872	132.874
27.06.2014	111.901	20.651	132.552
26.12.2014	106.314	20.134	126.448
02.01.2015	108.030	20.287	128.317
27.03.2015	103.474	19.948	123.422
29.05.2015	101.329	19.322	120.651
31.07.2015	102.532	18.107	120.639
25.09.2015	99.599	18.332	117.931
25.12.2015	95.703	17.548	113.251

Şekil 16: TCMB 2012-2015 Döviz Rezervleri (Milyon Dolar) Grafiği

Kaynak: www.tcmb.gov.tr, 19.02.2016.

Yukarıdaki tabloda TCMB'nin Rezerv Opsiyon Mekanizmasını etkin bir şekilde kullanmaya başlaması ile 2015 yılı sonu arasında geçen sürede brüt döviz rezervlerinin ne ölçüde geliştiği hususuna yer verilmiştir. Bu tabloya göre bahsi geçen imkanın yarattığı etkilerin gözlemlendiği 2012 yılı içerisinde döviz rezervlerinde olumlu katkılar sağlandığı izlenmektedir.

2013 ve 2014 yılının son dönemine kadar Merkez Bankası'nın döviz rezervlerinde meydana gelen artış sürmektedir. 2014 yılının son yarısında ise küresel belirsizliklerin ve jeopolitik risklerin artması ile Merkez Bankası döviz rezervlerinde bir parça düşüş yaşanmıştır.

Küresel belirsizliklerin ve döviz kurundaki hareketliliğin devam ettiği 2015 yılında ise belirsizliklerin sürmesi nedeni ile döviz rezervleri düşmeye devam etmiştir. Bu nedenledir ki TCMB tarafından uygulamaya konulan ROM aracı, TCMB rezervlerinin küresel belirsizlik dalgalanmalardan en az şekilde etkilenmesinin sağlanması amacıyla geliştirilmiş ve uygulandığı dönem açısından faiz koridoruyla birlikte faydalı olduğu gözlenmiştir.

8.7. 2016 Yılında Uygulanan Para Politikası

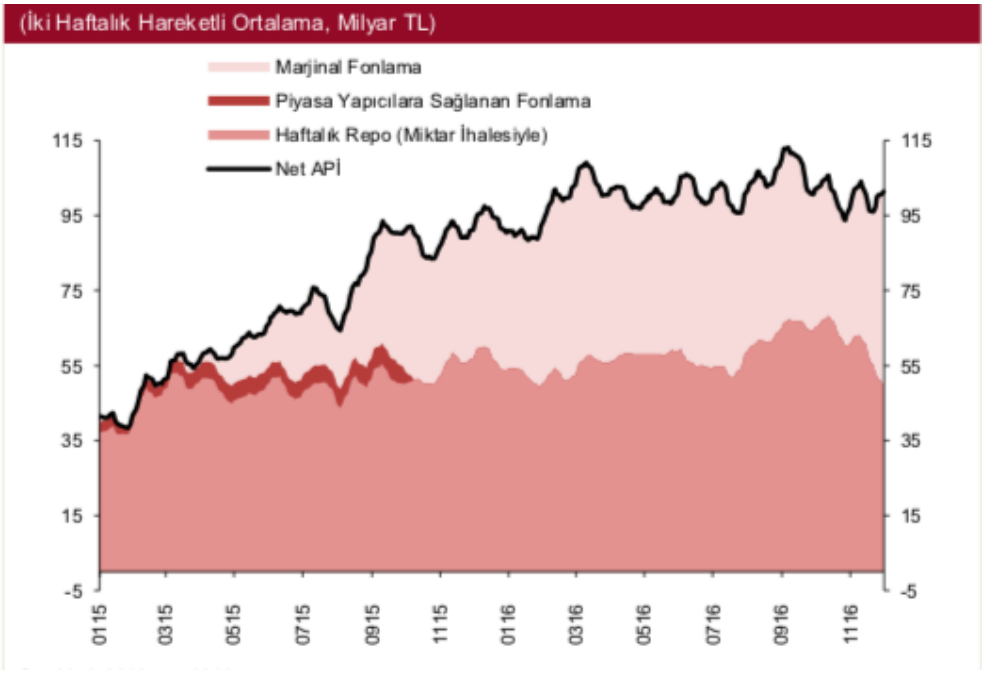
2015 yılının son döneminde enflasyona karşı sıkı, fiyat istikrarı yönünden destekleyici, döviz likiditesi açısından dengeleyici bir para politikası duruşu izlenmiştir.

Alınan ihtiyati önlemler ve izlenen sıkı para politikası sayesinde ticari krediler tüketici kredilerine oranla daha hızlı bir oranla büyümüş ve kredilerin yıllık büyüme hızları makul seviyelerde izlenmiş, bu durum ekonomik büyüme sürecine olumlu yönde katkı sağlamıştır. Cari işlemlerin düzelme yönünde ivme göstermesine devam etmesi beklenirken, dış talepte yaşanan Avrupa Birliği kaynaklı toparlanma ve dış ticaret hadlerinde yaşanan olumlu gelişmeler 2016 yılı cari denge sürecine olumlu yansıyacağı öngörülmektedir.

Ekonomide yaşanan dengelenme devam ederek gelire uygun borçlanma teşvik edilecek, dış şoklara karşı Türkiye ekonomisinin direncini arttırarak küresel belirsizliklerin istikrar üzerindeki olumsuz etkilerinin önemli oranda önüne

geçilebilecektir. TCMB 2016 yılında önemli ölçüde likidite ihtiyacını marjinal fonlama oranı[10] ile karşılamaktadır.

Aşağıda verilen şekil yardımı ile, Merkez Bankası Fonlaması' nın nasıl yapıldığını inceleyeceğiz.



Şekil 17: Merkez Bankası Fonlama Grafiği

Kaynak: www.tcmb.gov.tr, son veri 30.11.2016 tarihine aittir.

TL'nin likidite yönetimi içerisinde etkin ve öngörülebilir oluşunun arttırılması için 2016 Haziran ayından başlayarak, miktar yöntemiyle bir hafta vadeli repo fonlamasına ilişkin günlük ihale tutarının belirlenmesinde, haftalık vadeli fonlama stoku toplamının haftanın günlerine dengeli bir şekilde dağıtılmasıyla belirlenir.

[10] **Marjinal Fonlama Oranı:** TCMB tarafından belirlenen gecelik borç verme oranının üst sınırı olarak ifade edilmektedir. Bu oran ayrıca Faiz Koridorunun üst sınırı olarak da tanımlanmaktadır.

Ağustos, Eylül 2016 yılında tüm vade dilimleri için Türk Lirası zorunlu karşılık oranının toplamda 100 baz puana indirilmiş ve sisteme likidite girişi sağlanmıştır.

TCMB'ye finansal kuruluşlar tarafından Türk lirası cinsinden ayrılan zorunlu karşılıklar için ödenen faiz oranının belirleniş şeklinde değişikliğe gidilmiş, tüm kuruluşlara ödenen faizin aynı oranda ödenmesi karara bağlanmıştır. Bankalar tarafından yapılan kur takası swap işlemine alternatif olarak uygulamaya konulacak döviz depolarının da teminata verilebilmesi hakkı bankaların piyasa ile yapacakları takasa olan ihtiyacı azaltmak amacıyla izlenecek önemli bir yoldur.

Döviz depolarının da teminata verilebilmesi hakkı bankalar tarafından piyasa ile yapılan kur takası[11] uygulamalarına alternatif bir işlem olup, bankaların piyasa ile yapacakları kur takası ihtiyacını azaltmaya yönelik bir uygulamadır. Kur takası işleminin yerine alternatif olarak kullanılabilecek teminatta dövizin depo olarak kabul görmesinin finansal strese bağlı olarak artan koruma maliyetlerinin sonucu gerçekleşen gecelik kur takası işlemleri ile Borsa İstanbul' da uygulanan gecelik işlem faizleri arasındaki ayrışmayı sınırlamıştır. Bu bağlamda teminat döviz depo tatbikinin bankaların kısa vadeli kur işlemlerinin TCMB tarafından ikame edilmesine olanak sağlayarak, parasal aktarım mekanizmasının etkin kullanımı ile bankaların likidite yönetimine katkı sağlamıştır.

Temmuz 2016'da finans piyasasında etkin işleyişin devam etmesi için birtakım tedbirler alınmış, alınan bu tedbirler ışığında Türk Lirası depo işlemleri ile bankalara sınırsız likidite sağlanması imkanı elde edilmiş, Türk Lirası cinsinden likidite imkanı sağlamak için limitsiz teminat olarak döviz depo tesis edilmiş, Gün içi likidite imkanının komisyon oranı "sıfır" olarak belirlenmiştir.

Ekim 2016 tarihinde teminat döviz depo işlemlerinde yeniden limit belirleme uygulamasına dönüş yapılarak banka bazında belirlenen döviz depo limiti 17 Temmuz

[11] **Kur Takası:** Swap işlemidir.

öncesinde yürürlükte olan limitin dört katına çıkarılmış ve bu değişim 2016 Kasım ayında uygulamaya konmuştur. 2016 Kasım sonunda belirlenen teminat döviz depo limitleri 52 bankaya bilanço büyüklükleri dikkate alınarak dağıtılmıştır.

TCMB nezdinde 2016 Ocak ayından itibaren uygulamaya giren Türk Lirası depo işlemleri için T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketleri ve Devlet İç Borçlanma Senetleri tarafından yurt içinde çıkarılan kira sertifikası cinsinden teminatların bulundurulması zorunluluğu, borç olarak alınan tutarın en az %30'una indirilmiştir.

2016 Mayıs ve Temmuz aylarında yabancı para ve Türk Lirası cinsi olarak elde bulundurulan teminatlarının fazla oranlarda bulundurması şeklinde uygulanan politikanın bankaların etkin likidite sistemini desteklemesi amacıyla vade ve türleri dikkate alınarak değişiklik yapılması gündeme gelmiş ve bankacılık sektörünün teminat tutarının serbestleşmesine katkıda bulunması sağlanmıştır.

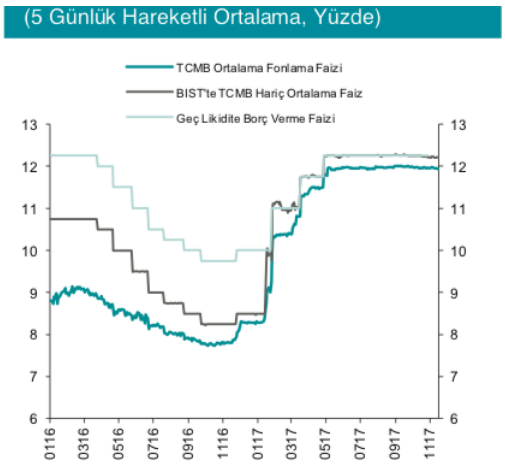
8.8. 2017 Yılında Uygulanan Para Politikası

Döviz kurlarında, 2017 yılı başında jeopolitik ve küresel şoklar nedeniyle gözlemlenen hareketlilik ve yaşanan bu durumun enflasyon üzerinde oluşturduğu olumsuz etki, uygulanan para politikaları üzerinde belirleyici olmuştur. Döviz kurlarında yaşanan gelişmeler ışığında enflasyonun yukarı doğru hareket etmesi sebebiyle TCMB Ocak ayında enflasyondaki yükselme eğilimini sınırlayabilmek adına güçlü bir şekilde parasal sıkıştırma ortaya koymuş, hem Geç Likidite Penceresi uygulamasında hem de gecelik vadede borç verme faiz oranlarını arttırmıştır. TCMB Aynı zamanda tüm bu gelişmelerin hem fiyat istikrarını hem de finansal istikrarı olumsuz yönde etkilemesini önlemek amacıyla bir takım likidite tedbirleri de almıştır.

Bu bağlamda gecelik vadede fonlama miktarı kademeli bir şekilde azaltılmış, bir hafta vadeli repo ihaleleri açılmamış, sistemin giderek fonlama ihtiyacının arttığı durumlarda fonlama, GLP' den sağlanmaya başlanmıştır.

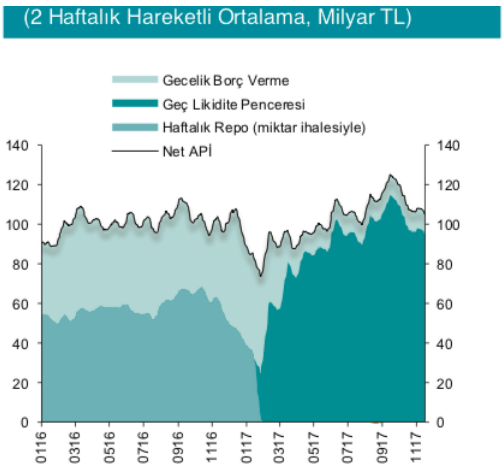
Bunun yanı sıra döviz likiditesi yönetiminde TCMB'ye esneklik yaratacak önlemler de sırasıyla alınmıştır. Bu doğrultuda Türk Lirası Depoları karşılığı Döviz depoları açılmış, yabancı paralara uygulanan zorunlu karşılık oranlarında indirim yapılmıştır.

Kısa Vadeli Faizler



Şekil 18: TCMB Kısa Vadeli Faizler Grafiği

TCMB Fonlaması



Şekil 19: TCMB Fonlama Grafiği

Kaynak: www.tcmb.gov.tr, www.borsaistanbul.com

Döviz kurlarında yaşanan bu gelişmeler aynı zamanda ABD doları cinsinden yapılan ithalatların artmasına, bu da 2017 yılında enflasyon oranında belirgin biçimde artış yaşanmasına sebep olmuştur. Enflasyonda ortaya çıkan beklentilerin yüksek seviyelere ulaşması ve fiyatlama davranışına karşı bir risk olarak çekirdek enflasyon görünümü ile ilgili gelişmelerin ortaya çıkması para politikasında izlenen sıkı duruşun devamlılığını gerektirmiştir. TCMB bu sebepten doları 2017 yılı ocak ayında başladığı parasal sıkıştırmayı ileriki aylar olan mart ve nisan ayında kademeli bir şekilde arttırarak uygulamaya devam etmiş, haziran temmuz ayında sıkı duruşunu korumuş,

eylül ve ekim aylarında ise temkinli duruşunu güçlendirmiştir. Ekim ve kasım aylarında jeopolitik risklerden dolayı görülen kur hareketleri ve petrol fiyatlarında ortaya çıkan artışlar enflasyonda yukarı doğru bir yükselmeye sebep olmuş ve bankalar arası para piyasası gecelik borç alabilme limitlerini gecelik vadede yapılan işlemler için sıfıra indirmiş, fonlamanın tamamı Geç Likidite Penceresi (GLP)' nden sağlanmaya başlanmıştır.

2017 kasım ayında TCMB finansal istikrar ile fiyat istikrarını desteklemesi amacıyla Rezerv Opsiyon Mekanizması kapsamında döviz imkanı oranında düşüşe giderek, mevcut oranı %60 tan %55'e indirmiş, tüm dilim aralıklarında da 5'er puan indirime gitmiştir.

Buna ek olarak ayrıca, 1 Şubat 2018 tarihinde vadesinin dolacağı reeskont kredilerinde de bu kredilerin vadesinde ödenmesi koşulu ile TL olarak ödenmesine imkan sağlamıştır. Ayrıca Kasım ayında Merkez Bankası tarafından Türk Lirası uzlaşmalı döviz satım ihaleleri açılmıştır.

2017 yılında TCMB döviz piyasasında dengeleyici, enflasyon görünümünde sıkı ve finansal istikrarı dengeleyen bir tutumu değiştirmemiştir. Ayrıca fonlamanın büyük ölçüde Geç Likidite Penceresi aracığıyla yapılması nedeni ile para politikası 2017 yılında büyük ölçüde öngörülebilir bir hal almıştır. Fiyat istikrarının temel amaç olması sebebiyle Merkez bankası eldeki tüm araçları 2018 yılında da kullanmaya devam edecektir. Belirlenen hedeflere ulaşmayı sağlayabilmek ve Enflasyonun görünümünde gözle görülür bir iyileşme meydana gelene kadar para politikasında izlenen sıkı duruş devam edecek ve ihtiyaç olması halinde parasal sıkılaştırma ilave olarak yapılabilecektir.

8.9. 2018 Yılında Uygulanan Para Politikaları

2018 yılında TCMB enflasyon görünümünde izlenen risklere ve fiyatlama davranışlarındaki kötüleşmeye karşın fiyat istikrarını destekleyebilmek adına güçlü bir şekilde parasal sıkılaştırma izlemiştir. Bunu yanı sıra haziran ayında para politikasında sadeleşme süreci gereken aşamaları tamamlamış ve para politikasının öngörülebilir olması önemli ölçüde sağlanmıştır.

Para politikası Ocak-Mart döneminde sıkı duruşunu devam ettirirken, Nisan ayında fiyat istikrarını korumak amacıyla parasal sıkıştırma uygulanmış, Mayıs ayında ise enflasyon beklentilerinde sürekli bir yükseliş olmasının, para piyasalarında hissedilen sağlıksız oluşumların genel fiyatlama üzerinde oluşturduğu riskler göz önüne alınarak para politikasında uygulanan sıkı duruş güçlendirilmiştir.

TCMB, izlenen bu tepkilere ek olarak aktarım mekanizmasını güçlendirmek ve para politikasının öngörülebilirliğini sağlamak için Mayıs 2018'de yaptığı açıklama ile izlenen politikada sadeleşme sürecini tamamlamıştır. Bu duruma göre bir hafta vadeli repo ihale faizi oranı TCMB'nin uygulamaya koyduğu politika faizi olarak belirlenmiştir. Fonlamanın tamamının haftalık repo ihalelerinden sağlandığı görülmektedir. Bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı çerçevesinde gecelik vadeli borç verme ve borç alma oranlarının +/- 150 baz puanlık marj ile belirlenmesi kabul edilmiş, böylece gecelik borç alma ve borç verme oranları bir hafta vadeli repo ihale faizi eksenine paralel bir koridor meydana getirilmiştir.

2018-Ağustos ayı başlarında piyasalarda izlenen aşırı hareketlilik sebebiyle Türk Lirasında aşırı değer kaybetme meydana gelmiş, bu durum karşısında TCMB, Türk Lirası ve Döviz idaresini destekleyen bir dizi önlem alma yoluna gitmiştir. Döviz imkanına ilişkin üst sınır Rezerv Opsiyon Mekanizması çerçevesinde indirilmiş, bankaların teminat şartlarına karşı esneklik temin edilmiş, yabancı para ve Türk Lirası zorunlu karşılıklarında indirime gidilip likidite artışı yaratılmış, reeskont kredilerinin vadesinde ödenmesi koşulu ile geri ödemesinin TL cinsinden yapılmasına imkan

sağlanmış, Ağustos-Eylül aylarında fonlama; haftalık repo ihalesi açılmayarak gecelik vadede TCMB borç verme faizi üzerinden yapılmıştır.

Finansal piyasalarda izlenen hareketliliğin yüksek olduğu dönemlerde maliyet yönlü baskıların etkisi olarak gördüğümüz enflasyon olumsuz bir yönde etkilenmiştir. TCMB bu bağlamda Eylül ayında fiyat istikrarını tekrar revize etmek amacıyla kuvvetli bir şekilde parasal sıkılaştırma ortaya koymuş, bir hafta vadeli repo ihale faiz oranını yükseltip, fonlamanın tamamını yeniden haftalık repo faizleriyle sağlama yoluna gitmiştir.

TCMB döviz kurunda artan oynaklık ve fiyatların sağlıksız oluşumu karşısında aktarım mekanizmaları ve piyasanın etkin bir şekilde çalışmasını desteklemek amacı ile kullandığı araçları çeşitlendirmiş ve en etkin şekilde yönetmiştir. Bu bağlamda TCMB, BIST Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasasında bireysel ve kurumsal yatırımcılara Türk Lirası uzlaşmalı vadeli döviz işlemlerine başlamıştır.

2018 Kasım ayında Döviz karşılığı olarak Türk Lirası Swap Piyasası uygulamaya girmiştir. Atılan bu adımlar ile vadeli işlem piyasalarının derinleşip reel sektörde oluşacak kur risk yönetimine destek olunması amaçlanmıştır.

Merkez bankasının sadeleşme sürecinde temel olarak kullanacağı fonlama aracı bir hafta vadeli repo işlemi olması öngörülmektedir.

Koşulların gerektirmemesi halinde 91 günü aşmayacak vadede repo ihaleleri açılabilecek, yine gerek duyulması halinde TL depo satım ihaleleri yapılabilecek, gerek duyulmayan. Günlerde ise ihale açılmayabilecektir.

Gerekli olduğunun düşünülmesi durumunda geleneksel yöntemle bir hafta vadeli gün içi repo ihalesi açılabileceği gibi, verilebilecek toplam teklif miktarı da söz konusu ihaleye konu olan tutar ile sınırlı olacaktır.

Katılımcıların tümü Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Anonim Şirketince (HMVKŞ) ihraç edilen TL cinsi kira sertifikası karşılığı olarak kotasyon metoduyla gerçekleştirilen gecelik vadeli repo olanağından faydalanılabilecek ve bu uygulamaya devam edilebilecektir.

BIST, Bankalar arası Repo-Ters Repo pazarı, TCMB'de faiz koridoru dahilinde gecelik vadeli olan faiz oranlarını her gün günlük olarak ilan etmeyi sürdürecektir.

TCMB bünyesinde bulunan bankalar arası para piyasası dahilinde, borç verme faiz oranlarını ve gecelik vadede borçlanma durumunu açıklamaya devam edecektir. İhtiyaç duyan bankalar, limitleri sınır kabul edilmek şartı ile teminatları karşılığında gecelik borç verme faiz oranı üzerinden borçlanabilecekleri gibi, likidite fazlalığı yaşayan bankalar da herhangi bir limit olmadan TCMB'ye borç verme faiz oranı üzerinden TL olarak borç verebileceklerdir.

Mevcut şekilde uygulandığı gibi TCMB, Geç Likidite Penceresi (GLP) borç verme ve borçlanma faiz oranlarını açıklamaya devam edecek, bu bağlamda bankalar, teminat karşılığı olması koşulu ile TCMB'den limitsiz olarak borçlanabilecek ve borç verebileceklerdir.

TCMB veri dağıtım firmaları yardımıyla, likidite operasyonları ve bu operasyonların sonuçlarını açıklamaya devam edecektir.

8.10. 2019 Yılında Uygulanan / Uygulanacak olan Para Politikası Hedefleri

2019 yılı için risk unsuru yukarı yönlü risk unsuruyla hareket etme sebeplerini Olası ticaret savaşlarına yönelik endişeler, küresel politikalarda yaşanan gelişmeler ve gelişmekte olan ülkelerin mevcut varlıklarına yönelik risk iştahındaki dengesizlikler şeklinde sıralanabilir.

2019 yılı için TCMB eldeki politika araçlarını fiyat istikrarının sağlanması hedefi düzleminde etkin bir şekilde kullanmaya devam edecektir.

TCMB, Bankaların Döviz ve TL cinsinden likidite yönetimlerine katsı sağlamak için piyasa koşulları el verdiği ölçüde finansal istikrarı destekleyici ve dengeleyici bir program uygulamayı devam ettirecek, buna bağlı olarak koşullar sağlandığı ölçüde rezerv arttırma yöntemini uygulamaya devam edecektir.

Temel fonlama aracı olarak bir hafta vadeli repo ihalelerini kullanmaya devam edecektir. Bu bağlamda para piyasalarının uygulanan likidite yönetimi programıyla;

a. Para piyasalarının istikrarlı ve etkin olarak, uygulamaya konan likidite yönetimi ile uyumlu çalışması,
b. İkincil piyasa gecelik faiz oranı ortalamasının günlük repo ihale miktarı oluşturulurken bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı çerçevesinde ortaya çıkması,
c. Para politikasının esnekliğini destekleyici araçlar kullanılması,
d. Piyasalarda yaşanan olağan dışı gelişmelere karşı yeterli esnekliğe sahip operasyonel bir yapı olması,
e. Kesintisiz bir şekilde ödeme sistemlerinin çalıştırılabilmesi, hedef olarak belirlenecektir.

Para politikasının bu hedeflere ulaşabilmek ve uygulanan politikaların etkinliğini arttırabilmek adına likidite yöntemi çerçevesi belirlenirken, likiditenin sistemin içinde dağılımı ve piyasada bulunan likidite düzeyi göz önünde bulundurulacaktır.

Fonlamaya ihtiyaç duyulan günlerde bankacılık sistemi, teminat ve teklif verme şeklini kolaylaştırıp likiditenin dengeli bir şekilde haftanın belirli günlerine dağıtılmasına yardımcı olmak için vadeleri 6 ila 10 gün arasında olması şartıyla farklı vade sürelerinde birden fazla repo ihalesi düzenlenebilecektir.

Likidite yönetiminde Operasyonel esneklik ve araç çeşitliliğini sağlamak için TCMB'nin açık piyasa işlemleri portföyünde Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Şirketi (HMVKŞ) veya DİBS tarafından ihraç edilen TL cinsi sukukları[12] yeterli miktarda bulundurmalıdır.

Uzun süredir Küresel İktisadi faaliyette yaşanan ivme kaybı 2018 yılının son çeyreğinde de devam etmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde de yavaşlayan büyüme hızı, 2019 yılında da küresel büyümede gözlenen risklerin aşağı yönlü izlenmesi şeklinde gözlemlenmektedir.

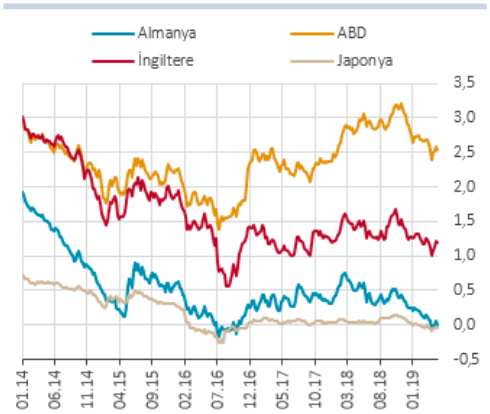
Bunun sebepleri olarak küresel ekonomi politikalarında belirsizliklerin yüksek seviyede olması ve yavaşlama eğiliminde olan derinleşmenin kısıtlı politikalarla giderilmeye çalışılmasıdır.

Enflasyon oranlarında 2019 yılı ilk çeyreğinde gelişmekte olan ülkelerde bir miktar yükselme gözlenirken, gelişmiş ülkelerde gerilemiştir. Ilımlı bir şekilde yaşanan küresel büyümenin emtia fiyatlarının görünümü bağlamında küresel enflasyon oranının 2019 yılında yatay bir ivme izleyeceği tahmin edilmektedir.

Küresel ekonomi politikalarında önemli ölçüde belirsizlik yaşanması, enflasyon oranlarının hedeflerle uyumlu olmaması ve iktisadi faaliyetlerde yaşanan yavaşlamanın belirgin olması, gelişmiş ülkelerde merkez bankalarının para politikalarında gözlenen normalleşmenin yılın ilk çeyreğinde önemli ölçüde duraklamasına neden olmuştur. Uzun vadeli tahvil getirilerinde gerilemeye neden olan sebep normalleşme sürecinin yavaşlayacağına dair önceden yapılan gözlemlerdir.

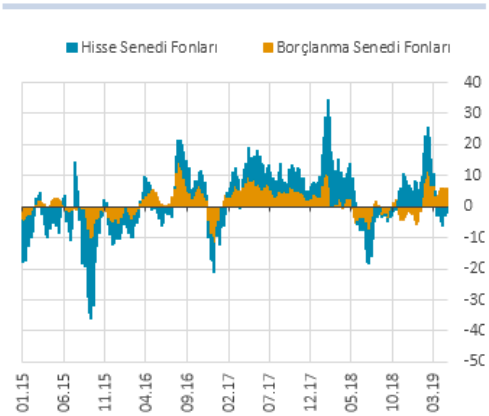
Küresel ekonomilerdeki belirsizliklerin yüksek olması ve gelişmekte olan ülkelerin iç dinamiklerine bağlı olan risk unsurları önem arz etmekte ve buna bağlı olarak ta portföy akımları gelişmekte olan ülkelerde oynak bir seyir halinde olmaktadır.

[12] **Sukuk:** Kira Sertifikası olarak ifade edilir.



Şekil 20:10 Yıl Vadeli Tahvil Getiriler **(%)**

Kaynak: www.bloomberght.com



Şekil 21: Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelen Haftalık Fon Akımlar Grafiği (Milyar ABD Doları, 4 Haftalık Birikimli)

Kaynak: www.epfrglobal.com

Türkiye'de izlenen risk priminde şubat ayından itibaren jeopolitik gelişmeler ve yaşanan belirsizliklerin de etkisi ile gelişmekte olan ülkelerden yukarıya doğru uzaklaşmaya başladı.

Mart ayının sonlarında ise finansal piyasalarda yaşanan hareketlilik ile birlikte uzaklaşma gözle görülür bir hal aldı. Bankaların fonlama maliyetlerinin düşüşü nedeni ile kredilerde gerileme başladı ve buna bağlı olarak ta kredi faizlerinde düşüş devam etti. Genel olarak kredi kullanımında ilk çeyrekte ılımlı bir duruş gözlendi.

Yılın ilk çeyreğinde bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı korunarak para politikasında izlenen sıkı duruş devam ettirildi. Yaşanan finansal gelişmeler ışığında Mart ve Nisan tarihleri arasında fonlama gecelik borç verme olanağından faydalanılarak haftalık repo ihalelerinde geçici olarak ara verildi.

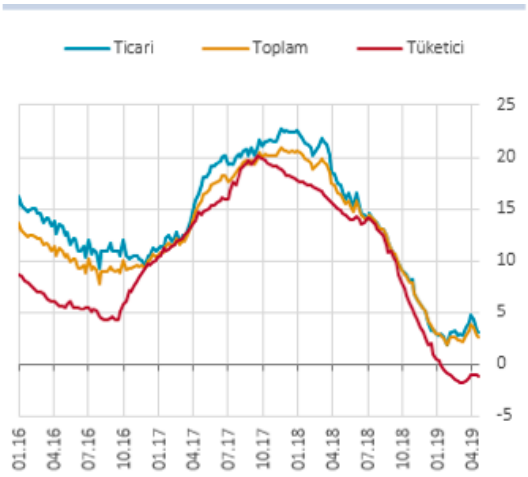
BIST bankalar arası repo piyasasında bu dönemde TCMB işlemleri hariç bırakılarak hesaplanmış olan ortalama faizde artış gözlendi fakat yeniden haftalık repo ihaleleri aracılığı ile yapılması nedeni ile fonlama politika faizi çevresinde dalgalanma seyrine girdi.

Bunun yanı sıra Türk Lirasında yaşanan likidite sıkışıklığının sonucu olarak mart ayının sonunda yaşanan swap piyasasında faizlerin yükselmesi sağlanmıştır. Bu sebepten dolayı swap imkanının limitleri arttırılmış ve bu durum Türk Lirasındaki likidite sıkışıklığının normalleşmesine yardımcı olmuştur.

Sıkı para politikasının sürdürüldüğü dönemde getiri eğrisinin duruşunda ters eğim stabilken, ülkedeki risk primlerinde yaşanan artışın etkisiyle kur takasında ortaya çıkan faizlerde, tüm vadelerde önceki döneme oranla artış yaşandığı izlendi. Bahsi geçen dönemde döviz kurunda yaşanan gelişmelere paralel olarak Türk Lirasında dalgalanma arttı.

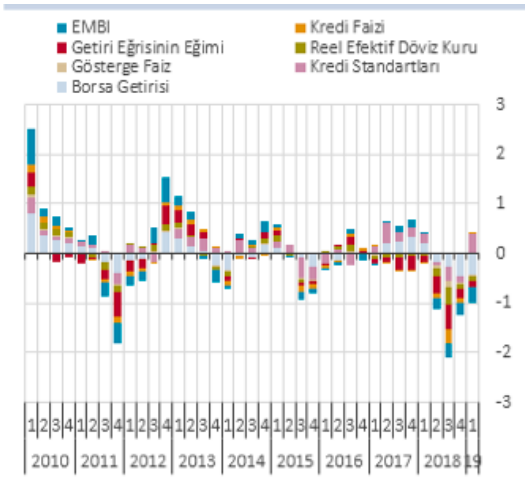
Kredi koşullarında alınan tedbirlerin ve izlenen kısmi gevşemenin etkisiyle yılın ilk çeyreğinde kredi genişlenmesinde bir miktar artış yaşandı. Bu toparlama çoğunlukla ticari kredilerin etkisiyle yaşandı.

Finansal koşulların sıkı olmasıyla birlikte yılın ilk çeyreğinde bir miktar gevşeme meydana geldi. Bu dönemde risk priminde meydana gelen artışın finansal koşulları sıkılaştırıcı etkisinde önceki çeyreğe oranla artış gözlendi.



Şekil 22: TCMB 2016-04.2019 Enflasyon Üzerindeki Değişim Grafiği

Kaynak: www.tcmb.gov.tr



Şekil 23: TCMB 2010-2019 1. Çeyrek Kur, Getiri ve Faiz Değişim Grafiği

Kaynak: www.tcmb.gov.tr

Ocak ayının enflasyon verilerine göre enflasyon düşüşünü etkileyen unsurlar: Türk lirasında yaşanan ılımlı seyir, vergideki geçici indirimler ve talep edilen koşullar olmuştur.

Bunun yanı sıra işlenmemiş gıda ve ithalat fiyatlarındaki yükseliş enflasyonu artırmıştır. Bu durumun sonucunda çizilen yolla ilişkili bir sıkı para politikası kapsamında çekirdek enflasyon eğilimindeki olumlu gelişme, çıktı açığındaki büyüme ve yönlendiren fiyat yükselişlerine bağlı düşüş, enflasyon artışının olumsuz etkilerini örtmüştür.

Bu etkilerin birbirini nötr hale getirmesi sebebiyle 2019 ve 2020 yıllarına ilişkin enflasyon tahminlerinde bir değişiklik yapılmamıştır.

Bu bağlamda Ocak Ayı Enflasyon Raporunda %14,6 olarak verilen 2019 enflasyon tahmini mevcut raporda da değişmemiştir. Gıda fiyatlarıyla ilgili tahminlerin %13'ten %16'ya çıkması tüketici enflasyonu tahminini 0,7 oranında arttırılmıştır.

İthalat fiyatlarının tahmininin petrol fiyatlarındaki yükseliş sebebiyle artması yıl sonundaki tüketici enflasyonunun varsayımını da 0,3 oranında azaltmıştır. Bir diğer varsayım ise bu dönemden önceki rapora oranla iyileşme gözlemlenmesi, 2019 yıl sonu enflasyon tahminine 0,3 oranında azalarak yansıması olmuştur. Ocak ayı enflasyon raporunun tahmin edilenden daha düşük olmasıyla beraber beklenen açığın tahmin edilen revizyona eklentisi ise - 0,1 puan olacaktır.

2020 yılı raporlarına ilişkin tahmin verileri ise gıda fiyatlarındaki tahmini artışın yıl sonu enflasyon tahminini 0,2 puan artıracağı yönünde olmuştur.

Özetle 2020 yılsonu enflasyon varsayımları %8,2 olarak belirlenmiştir. Belirtilen tahminler sonucu geçtiğimiz rapor dönemine oranla finansal dalgalanmalarda gözlenen artışların telafi edileceği kanaatine varılmıştır. Buna ilişkin olarak sıkı parasal duruş enflasyonu kısa sürede tek haneye düşürecektir.

2019 yılında bu görünüm ışığında reel kurun enflasyondaki düşüşte ılımlı bir değerlenme eğiliminde olmasına bağlı olarak, maliyetlerde oluşan baskıların azalacağı ve iç talepte izlenen yavaş seyrin bu durumu belirleyici olacağı gözlenmektedir.

İç talepte ortaya çıkan koşulların zayıf ve sınırlayıcı olan etkisine karşın, yönetilen ertelenmiş fiyat artışları, maliyetlerde oluşan baskılar, fiyatlama davranışlarında meydana gelen belirsizlikler ve enflasyonda beklentilerin yüksek olması fiyat istikrarı açısından risk unsurlarının önemini koruduğuna dair bir işaret olmuştur.

Bu bağlamda izlenen sıkı para politikası duruşu ve güçlendirilmiş politikanın koordinasyonlu olması ışığında, tüketici enflasyonu 2020 yılının ikinci çeyreğinde tek haneye, 2021 sonu itibariyle de hedeflenen % 5 seviyelerine ineceği öngörülmektedir. Döviz kurlarında yaşanan istikrarlı seyir ile dezenflasyon[13] oluşumunda güçlendirilen politikaların ve risk priminde gözlemlenen iyileşme ile beraber geçmişe yönelik endeksleme davranışında yaşanan kırılma ve orta vadeli enflasyon hedeflerinde uyumlu bir duruma gelinmesi önem taşımaktadır.

Sonuç olarak, kısa vadede yaşanan maliyet odaklı birtakım gelişme ve risklere rağmen izleyen üç yıl için belirlenen enflasyon tahminlerinde kayda değer bir değişiklik yapılmamıştır. İlave sıkılaştırma politikaları ile enflasyonda iyileşme hedeflenmiştir. Enflasyonun öngörülebilir seviyelerde olması için elde bulunan tüm para politikası araçlarından etkin bir şekilde faydalanılacaktır. (https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Duyurular/Baskanin+Konusmalari/2019/KonusmaB30_04_2019)

[13] **Dezenflasyon:** Fiyat artış hızı olarak bilinen enflasyonun zaman içerisinde azalmasını ifade eden kavramdır. Yani yüksek enflasyon düzeyinden düşük enflasyon düzeyine geçiş sırasında yaşanan enflasyonun kademeli olarak düşmesi olarak ifade edilmektedir.

SONUÇ

2010 yılında TCMB, yaşanmış olan küresel krizin olumsuz etkilerini en aza indirebilmek amacı ile zorunlu karşılık oranlarında yükseltme yaparak, piyasada bulunan likidite fazlasını azaltmıştır. 2010 yılında güçlü sermaye girişleri ve hızlı kredi genişlemesi yaşanmıştır. Kredi artışlarındaki hızı yavaşlatmak amacıyla zorunlu karşılık oranlarında artış yapılmıştır. 2010 yılının son dönemlerinde yeni tasarlanan para politikalarında önemli olan nokta fiyat istikrarı ile birlikte finansal istikrarın da artması olmuştur.

Dünyadaki konjonktürel gelişmelerle birlikte TCMB önceki araçlarının yanında yeni araçlar da kullanmaya başlamıştır. Bu araçlara örnek olarak; politika faizi, faiz koridoru, zorunlu karşılıklar, ROM ve likidite yöntemi gösterilebilir.

TCMB'nin başarıya ulaşmasında etkili olan bir diğer faktör de kamusal alanda mali disiplini sağlamak ve bankacılık sistemini daha sağlam hale getirmek olmuştur. Para politikasında kullanılan araçlar; faiz koridoru ve Rezerv Opsiyon Mekanizmasının kısa vadeli sermaye hareketlerine hızlı bir şekilde geri dönüşünü sağlamıştır.

Bu araçların kolaylık sağladığı bir diğer nokta da döviz likiditesiyle etkileşime geçerek kur oynaklığında azalmaya sebebiyet vermesi olmuştur.

Bugün; para politikası kavramı dünyadaki ekonomik gelişmelerden ayrı bir şekilde düşünülemez. Bunun dışında; ülkedeki ekonomik gelişim ve değişimler de saf dışı bırakılmamalıdır. TCMB 2011 yılının başlarından itibaren o günün şartlarına uygun bir biçimde yeni para politikası araçları geliştirmiş ve bunları kullanmaya başlamıştır.

Zamanın getirilerine uygun politika bileşenleri ve uygun politika araçları ile düzenlenmiş bir para politikası; beklenen etkinin hem zamanında hem de etkili olmasında faydalı olmuştur.

Bir bütün olarak bakıldığında 2011 yılının son dönemlerinde uygulanan bu politika yabancı para rezervi üzerinde fazlasıyla etkili olmuştur. Ülkede bulunan rezervlerin yabancı para cinsinden istenilen düzeyde olması; ülke ekonomisinin dış etkenlere karşı bağışıklığını arttırmıştır.

TCBM' deki yabancı para rezevlerinin 2014 yılında düşüş göstermesinin nedeni ekonomideki coğrafi riskler, dünya ekonomisindeki bilinmezlikler ve kurdaki gelgitler olmuştur. Bu düşüş 2015 yılının bitimine kadar devam etmiştir. TCMB'nin aralık ayında aktardığı verilere göre yabancı para rezervlerinin 113 milyar dolar olduğu bilinmektedir.

Küresel gelişmelere paralel bir şekilde düzenlenen politika araçlarının uygulanmasıyla birlikte ülkedeki ekonomi de konjonktürel gelişmelere ayak uydurarak gelişmekte ve değişmektedir. Ülkemizdeki ekonomi, diğer ülke ekonomilerine oranla küresel dalgalanmalardan etkilenmeye daha açık bir yapıdadır. Bunun getirisi olarak TCMB hem dünyadaki ekonomiyi hem de ülkemiz ekonomisini sıkı bir biçimde takip etmekte ve önümüzdeki süreçlerde sıkı para politikası duruşunun devam edeceğini göstermektedir.

Küresel risk iştahında 2012 yılında iyileşme sürecine girmekle birlikte, ekonomide dengelenme süreci gözlenmeye başlanmıştır.

TCMB, fiyat istikrarı kapsamında, fiyatlamadaki yukarı riskleri dikkate alarak yılın ilk bölümünde sıkı likidite politikası izlemiştir.

Yılın ikinci yarısında ise enflasyon kontrol altına alınmış ve aşamalı bir şekilde para politikası daha destekleyici bir hale getirilmiştir.

Rezerv Opsiyon Mekanizması yanında faiz oranlarını da araç olarak kullanan TCMB, 2013 yılının ilk çeyreğinde art arda faizlerde indirim yapmıştır. Ekonomik hareketliliğin arttığı bu dönemde ithalatta artış yaşanmış ve ihracatta azalmanın devam etmesi sonucu cari açıkta büyüme yaşanmıştır.

2014 yılı başlarında ölçülü bir şekilde yürütülen para politikası neticesinde alınmış olan önlemler ve sermaye akımlarının zayıf oluşu nedeni ile kredi büyüme hızında kademeli bir şekilde yavaşlama gözlenmiş, PPK' nın Ocak 2014'de toplantısında yaptığı değerlendirmede iç ve dış piyasalardaki risk algısını olumsuz yönde etkileyen gelişmeler ele alınmıştır. Bu süreç içerisinde risk primlerinde artış ve Türk lirasında değer kaybı meydana gelmiştir. Merkez Bankası istikrarı olumsuz yönde etkileyen bu gelişmelerin önüne geçmek için tedbir alacağını belirtmiş ve PPK bu bağlamda istikrarı sağlamak adına operasyonel çerçeveyi sadeleştirmek ve parasal sıkılaştırma yapılmasına karar vermiştir.

2015 yılının son döneminde ise enflasyona karşı sıkı, fiyat istikrarı yönünden destekleyici, döviz likiditesi açısından dengeleyici bir para politikası duruşu izlenmiştir. Alınan ihtiyati önlemler ve izlenen sıkı para politikası sayesinde ticari krediler tüketici kredilerine oranla daha hızlı bir oranla büyümüş ve kredilerin yıllık büyüme hızları makul seviyelerde izlenmiş, bu durum ekonomik büyüme sürecine olumlu yönde katkı sağlamıştır.

Cari işlemlerin düzelme yönünde ivme göstermesine devam etmesi beklenirken, dış talepte yaşanan Avrupa Birliği kaynaklı toparlanma ve dış ticaret hadlerinde yaşanan olumlu gelişmeler 2016 yılı cari denge sürecine olumlu yansıyacağı öngörülmektedir. Ekonomide yaşanan dengelenme devam ederek gelire uygun borçlanma teşvik edilecek, dış şoklara karşı Türkiye ekonomisinin direncini arttırarak küresel belirsizliklerin istikrar üzerindeki olumsuz etkilerinin önemli oranda önüne geçilebilecektir.

TCMB 2016 yılında önemli ölçüde likidite ihtiyacını marjinal fonlama oranı ile karşılamaktadır.

2017 yılında TCMB döviz piyasasında dengeleyici, enflasyon görünümünde sıkı ve finansal istikrarı dengeleyen bir tutumu değiştirmemiştir. Ayrıca fonlamanın büyük ölçüde Geç Likidite Penceresi aracığıyla yapılması nedeni ile para politikası 2017 yılında büyük ölçüde öngörülebilir bir hal almıştır.

Fiyat istikrarının temel amaç olması sebebiyle Merkez bankası eldeki tüm araçları 2018 yılında da kullanmaya devam edecektir.

2019 yılı için risk unsuru yukarı yönlü risk unsuruyla hareket etme sebeplerini Olası ticaret savaşlarına yönelik endişeler, küresel politikalarda yaşanan gelişmeler ve gelişmekte olan ülkelerin mevcut varlıklarına yönelik risk iştahındaki dengesizlikler şeklinde sıralanabilir. 2019 yılı için TCMB eldeki politika araçlarını fiyat istikrarının sağlanması hedefi düzleminde etkin bir şekilde kullanmaya devam edecektir.

KAYNAKÇA

AKGÖNÜL, Hüseyin., 1992, *Türkiye'de Para Arzının Belirlenmesi ve Para Arzı İle Fiyatlar Genel Düzeyi Arasındaki İlişkiler*, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları No:545.

ACAR, Nilgün., İzmir, 1995, *Döviz Kuru Sistem ve Politikalarının Dış Ticaret Açısından Analizi*, 1980 Sonrası Türkiye Örneği, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, D.E.Ü..

BOCUTOĞLU. Ersan., 2012, *Karşılaştırmalı Makro İktisat Teoriler ve Politikalar*, Murathan Yayınevi.

BAŞÇI, Erdem., KARA, Hakan., Mayıs 2011, *Finansal İstikrar ve Para Politikası*, TCMB Çalışma Tebliği, s.s:9-10.

ÇOLAK, Ömer Faruk.,2007, *İktisada Giriş*, Gazi Kitapevi.

ÇİLLER, Tansu., 1983, *Dünyada ve Türkiye' de Döviz Kuru Politikaları ve Sorunları*, İSO Araştırma Dairesi, Yayın Sayısı:13.

DİNLER, Zeynel., 2012, *İktisada Giriş*, Ekin Yayınevi.

ERTUĞRUL, Cemil., İPEK, Evren., ÇOLAK, Olcay., 2011, *Küresel Mali Krizin Türkiye Ekonomisine Etkileri*, Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, cilt:8, sayı:13, s.s:59-72.

ERASLAN, Cemil., TİMURTAŞ, Emirn., 2015, *Avrupa Borç Krizinin Seçilmiş Ülke Örnekleri Üzerindeki Etkileri*, Gazi İktisat ve İşletme Dergisi, s.s:17-54.

ERSOY, Hicabi., IŞIL, Gökhan., Bahar 2016/1, *Küresel Kriz Sonrası Merkez Bankası Para Politikaları Ve Finansal Sistem Üzerine Etkileri*, İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Özel Sayı:29 s.s:349-374.

EREZ, Yalım.,1994, *"5 Nisan Kararları ve Kur Politikası"*, Ekonomik Forum, TOBB Yayın Organı, Sayı:6.

EĞİLMEZ, Mahfi., 2012, 29 Eylül, *"Güncellenmiş Para Politikası Uygulamaları" Kendime Yazılar.*, http:// www.mahfiegilmez.com/2012/09/guncel-para-politikas.html., 04.07.2014.

EĞİLMEZ, Mahfi., 2012, 23 Kasım, *"Karşılıklar Politikası ve Rezerv Opsiyon Katsayısı" Kendime Yazılar*., http://www.mahfiegilmez.com/2012/11/karsılıklar-politikasi-ve-rezerv-opsiyon.html., 04.07.2014.

GÜLŞEN, Cihad., 2009, *"Paranın işlevleri ve Cumhuriyet öncesi kağıt para uygulamaları."*.

YUMUŞAK, İbrahim Güran. Bilgi,2006, *Ekonomi ve Yönetim Kongresi Bildiriler Kitabı*, Cilt:1, Kocaeli Üniversitesi.

KÜÇÜKKALAY, Abdullah Mesut., 2014, *Dünya İktisat Tarihi*, Beta Yayınevi.

KOÇ, B.,2007, *Osmanlı Islahhanelerinin İşlevlerine İlişkin Bazı Görüşler*, *Gaziantep University Journal of Social Sciences*, *6*(2), 36-50.

NEAL, Catherine Bonser., 1996, *"Does Central Bank Intervention Stabilize Foreign Exchange Rates?"*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, First Quarter, 81 (1).

ÖZTÜRK, Emin., 1992, *"Türkiye' de Son Dönemde Para Politikası Tartışmaları"*, TCMB Araştırma ve Eğitim Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliğleri, No:9206.

PAMUK, Şevket.,2017, *Osmanlı İmparatorluğunda Paranın Tarihi*, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları.

PAYA, Merih., 2013, Küresel Ortamda İktisat Politikaları, Türkmen Kitapevi.

PARASIZ, İlker., 2000, *İktisada Giriş*, Ezgi Kitapevi.

S. MISHKIN, Frederic., 2000, *Para Politikası ve Teorisi*, Bilim Teknik Yayınevi,.

S. MISHKIN, Frederic., 2014, *Para Politikası Stratejisi*, Efil Yayınevi.

SOLAMAN, John., 2004, *İktisat Makro*, Bilim Teknik Yayınevi.

SAYIM, Işık.,2004, *Para Finans ve Kriz*, Ankara: Akçağ Yayınları.

SEYREK, İsmail., MIZRAK, Zekeriya., 2009, *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, sayı:22, ss: 388.

ŞENTÜRK, Mehmet., Kayhan, Selim., Bayat, Tayfur., Temmuz 2016, *Küresel Finans Krizi Sonrasında Merkez Bankacılığı ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası*, Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 9(3).,

MCKINNON, Ronald I. (1984) *An International Standard For Monetary Stabilization, Institute For International Economics.*

TUNCA, Zafer., 2015, *Makro İktisat*, Geçit Kitapevi.

UZUNOĞLU, Sadi., 2014, *Bankacılığa Giriş*, Literatür Yayınları.

İNTERNET KAYNAKLARI

http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Para+Politikasi+Cerceve), (18.01.2019)

www.imf.org/external/long/turkish/pubs/ft/survey/so/2013/CAR122013At.pdf.,10.07.2014,1-2, (27.06.2018)

TCMB 2010 Yılı Para ve Kur Politikası, www.tcmb.gov.tr, (16.10.2018)

TCMB 2011 Yılı Para ve Kur Politikası, www.tcmb.gov.tr, (16.10.2018)

TCMB 2012 Yılı Para ve Kur Politikası, www.tcmb.gov.tr, (16.10.2018)

TCMB 2013 Yılı Para ve Kur Politikası, www.tcmb.gov.tr, (22.10.2018)

TCMB 2014 Yılı Para ve Kur Politikası, www.tcmb.gov.tr, (17.11.2018)

TCMB 2015 Yılı Para ve Kur Politikası, www.tcmb.gov.tr, (06.12.2018)

TCMB 2016 Yılı Para ve Kur Politikası, www.tcmb.gov.tr, (27.12.2018)

TCMB 2017 Yılı Para ve Kur Politikası, www.tcmb.gov.tr, (09.01.2019)

TCMB 2018 Yılı Para ve Kur Politikası, www.tc mb.gov.tr, (10.01.2019)

TCMB 2019 Yılı Para ve Kur Politikası, www.tcmb.gov.tr, (05.03.2019)

Enflasyon Hedeflemeleri, www.tuik.gov.tr, (15.02.2019)

Enflasyon Hedeflemesi, www.tcmb.gov.tr, (15.02.2019)