

**PARA POLİTİKASI: ARAÇLARI, AMAÇLARI VE TÜRKİYE  
UYGULAMASI**

Timur ÖNDER

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası  
Piyasalar Genel Müdürlüğü  
Ankara, Mayıs 2005

# PARA POLİTİKASI: ARAÇLARI, AMAÇLARI VE TÜRKİYE UYGULAMASI

Timur ÖNDER

Danışman  
Doç. Dr. Aykut KİBRİTÇİOĞLU

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası  
Piyasalar Genel Müdürlüğü  
Ankara, Mayıs 2005

## ÖNSÖZ

Para politikalarının ekonomi politikaları içinde gün geçtikçe daha önemli bir hale gelmesiyle, merkez bankalarının ekonomi içindeki göreceli etkinliği artmıştır. Böylece, klasik merkez bankacılığında modern merkez bankacılığına geçiş aşamalarında, uygulanan para politikası stratejileri ile bu stratejiler çerçevesinde kullanılan para politikası araçlarının tarihsel değişimi ve gelişimi çok önemli bir konuma gelmiştir. Bu çalışmada bu amaca uygun olarak, genelde dünyada özeld de Türkiye’de tarihsel bir süreç içinde para politikası amaçlarının, stratejilerinin ve araçlarının gelişimi ve değişimin nedenleri açıklanmaya çalışılmıştır.

Bu çalışmamda katkıları büyük olan danışmanım Doç. Dr. Aykut Kibritçioğlu’na ve Piyasalar Genel Müdür Yardımcısı Ali Çufadar’a ve ayrıca çalışmalarımda her türlü desteği veren mesai arkadaşlarıma çok teşekkür ederim.

Timur ÖNDER

## İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
ÖNSÖZ .....	i
İÇİNDEKİLER .....	ii
TABLO LİSTESİ .....	vi
GRAFİK LİSTESİ .....	viii
ŞEKİL LİSTESİ .....	ix
KISALTMA LİSTESİ .....	x
SEMBOL LİSTESİ .....	xiii
EK LİSTESİ .....	xiv
ÖZET .....	xv
ABSTRACT .....	xvi
GİRİŞ .....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM

<b>DÜNYA MERKEZ BANKACILIĞININ TARİHÇESİ</b> .....	4
1.1. Temel Ekonomik Amaçlar ve Para Politikası.....	4
1.2. Tarihsel Süreçte Merkez Bankacılığı ve Para Politikası.....	9
1.2.1. 1668 – 1873 Dönemi: Merkez Bankalarının Ortaya Çıkışı.....	9
1.2.2. 1873 – 1914 Dönemi: Altın Standardı.....	13
1.2.3. 1914 – 1945 Dönemi: Savaşlar ve Krizler Dönemindeki Merkez Bankacılığı.....	14
1.2.4. 1945 – 1971 Dönemi: Bretton - Woods Dönemi Merkez Bankacılığı.....	18
1.2.5. 1971'den Günümüze: Bağımsız Merkez Bankacılığı.....	20

### İKİNCİ BÖLÜM

<b>PARA POLİTİKASI VE PARA POLİTİKASI ARAÇLARI</b> .....	24
2.1. Para Politikası.....	24
2.1.1. Aktarım Mekanizmaları.....	24
2.1.1.1. Miktar Teorisi ve Aktarım Mekanizması.....	25
2.1.1.1.1. Faiz Oranı Kanalıyla Aktarım Mekanizması.....	27
2.1.1.1.2. Kurları İçeren Aktarım Mekanizması.....	28

2.1.2. Para Politikası Stratejileri.....	33
2.1.2.1. Ara Hedefleme.....	36
2.1.2.1.1. Parasal Hedefleme.....	37
2.1.2.1.2. Kur Çapası.....	39
2.1.2.1.3. Merkez Bankası Bilançosu Hedeflemesi.....	41
2.1.2.2. Doğrudan Enflasyon Hedeflemesi.....	41
2.1.3. Para ve Para Arzı.....	45
2.2. Para Politikası Araçları.....	55
2.2.1. Para Politikasının Doğrudan (Direkt) Araçları.....	59
2.2.1.1. Faiz Oranları Kontrolleri.....	61
2.2.1.2. Kredi Tavanı Kontrolleri.....	61
2.2.1.3. Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları.....	63
2.2.1.4. Disponibilite Uygulaması.....	63
2.2.1.5. Finansal Araçların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi.....	64
2.2.1.6. Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü.....	64
2.2.1.7. Tüketici Kredilerinin Kontrolü.....	64
2.2.1.8. Özel Mevduatlar.....	65
2.2.1.9. Merkez Bankasının Moral Takviyesi.....	65
2.2.1.10. Reklam ve Resmi Olmayan Öğütler.....	65
2.2.2. Para Politikasının Dolaylı (Endirekt) Araçları.....	65
2.2.2.1. Açık Piyasa İşlemleri.....	70
2.2.2.2. Döviz – Efektif İşlemleri.....	79
2.2.2.3. Reeskont Penceresi İşlemleri.....	80
2.2.2.4. Zorunlu Karşılık Oranları.....	86
2.2.2.4.1. Zorunlu Karşılıkların Beş Temel Fonksiyonu.....	87
2.2.2.4.1.1. Bankacılık Sisteminin Riskinin Azaltılması.....	87
2.2.2.4.1.2. Para Arzını Ayarlamak.....	88
2.2.2.4.1.3. Kısa Vadeli Faiz Oranlarının İstikrarına Yardımcı Olmak.....	89
2.2.2.4.1.4. Likidite Yönetimini Kolaylaştırmak.....	90
2.2.2.4.1.5. Senyoraj Geliri Sağlamak.....	90

2.2.2.4.2. Finansal Yenilikler, Çarpan Mekanizması ve Zorunlu Karşılıkların Azalan Önemi.....	91
--	----

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

<b>TÜRKİYE'DE MERKEZ BANKACILIĞI, PARA POLİTİKASI VE PARA POLİTİKASI ARAÇLARI.....</b>	<b>94</b>
3.1. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Kuruluş Süreci.....	95
3.2. Dönemler İtibarıyla TCMB Para Politikası ve Araçları.....	101
3.2.1. 1932 – 1940 Dönemi.....	101
3.2.2. 1940 – 1950 Dönemi.....	108
3.2.3. 1950 – 1960 Dönemi.....	113
3.2.4. 1960 – 1969 Dönemi.....	123
3.2.5. 1970 – 1980 Dönemi.....	131
3.2.6. 1980 – 1987 Dönemi.....	146
3.2.7. 1987 – 1990 Dönemi.....	168
3.2.8. 1991 – 1995 Dönemi.....	183
3.2.9. 1995 – 2000 Dönemi.....	201
3.2.9.1. 1999 Yılında Türkiye Ekonomisi ve Ekonomik İstikrar Programı Kararı.....	219
3.2.9.1.1. Ekonomik İstikrar Programının Temel İlkeleri.....	221
3.2.9.1.2. Program Uygulama Sürecinde Karşılaşılan Sorunlar.....	224
3.2.9.2. Kasım 2000'e Girerken Türk Bankacılık Sistemi.....	227
3.2.9.2.1. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri.....	228
3.2.9.2.1.1. Kasım 2000 Krizi.....	228
3.2.9.2.1.2. Şubat 2001 Krizi.....	230
3.2.10. 2001 – 2004 Dönemi.....	233
3.2.10.1. Bankanın Temel Görevleri.....	246
3.2.10.2. Bankanın Temel Yetkileri.....	247
3.2.10.3. Bankanın Başlıca Müşavirlik Görevleri.....	248
3.2.10.4. Mevcut Durumda TCMB'nin Para Politikası Stratejisi, Para Politikası Araçları, Likidite Yönetimi ve Yasal Dayanakları.....	264
3.2.10.4.1. Mevcut Durumda TCMB'nin Para Politikası Stratejisi.....	264
3.2.10.4.2. Mevcut Durumda TCMB'nin Para Politikası Araçları ve Likidite Yönetimi....	266

3.2.10.4.2.1. Açık Piyasa İşlemleri.....	267
3.2.10.4.2.1.1. APİ Müdürlüğü İşlemleri.....	268
3.2.10.4.2.1.2. Para Piyasaları Müdürlüğü.....	273
3.2.10.4.2.2. Reeskont Kredileri.....	278
3.2.10.4.2.3. Zorunlu Karşılıklar.....	280

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

<b>SONUÇ VE ÖNERİLER.....</b>	<b>284</b>
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>288</b>
<b>EKLER .....</b>	<b>302</b>

## TABLO LİSTESİ

### Sayfa No

Tablo 1.1. Ekonomi Politikalarının Hazırlanması ve Yürütülmesi.....	5
Tablo 1.2. 1900 Öncesi Merkez Bankası Kurumları ve TCMB.....	11
Tablo 1.3. Merkez Bankası Sayıları (1900-1990).....	12
Tablo 2.1. Basitleştirilmiş Bankacılık Kesimi Bilançosu.....	48
Tablo 3.1. 1932 - 1940 Dönemi Temel Ekonomik Göstergeler.....	102
Tablo 3.2. 1932 - 1940 Dönemi TCMB Bilanço Gelişmeleri (Milyon TL).....	105
Tablo 3.3. 1940 - 1950 Dönemi Temel Ekonomik Göstergeler.....	109
Tablo 3.4. 1940 - 1950 Dönemi TCMB Bilanço Gelişmeleri (Milyon TL).....	112
Tablo 3.5. 1950 - 1960 Dönemi Temel Ekonomik Göstergeler.....	114
Tablo 3.6. 1950 - 1960 Dönemi TCMB Bilanço Gelişmeleri (Milyon TL).....	122
Tablo 3.7. 1960 - 1969 Dönemi Temel Ekonomik Göstergeler.....	123
Tablo 3.8. 1960 - 1969 Dönemi TCMB Bilanço Gelişmeleri (Milyon TL).....	127
Tablo 3.9. 1970 - 1980 Dönemi Temel Ekonomik Göstergeler.....	139
Tablo 3.10. 1970 - 1980 Dönemi TCMB Bilanço Gelişmeleri (Milyar TL).....	143
Tablo 3.11. 1970 - 1980 Yılları Arasında TCMB APİ Limiti (Milyar TL).....	150
Tablo 3.12. 1980 - 1987 Dönemi Temel Ekonomik Göstergeler.....	152
Tablo 3.13. 1980 - 1987 Dönemi TCMB Bilanço Gelişmeleri (Milyar TL).....	166
Tablo 3.14. 1987 – 1990 Dönemi Temel Ekonomik Göstergeler.....	169
Tablo 3.15. 1987 - 1990 Dönemi TCMB Bilanço Gelişmeleri (Milyar TL).....	181
Tablo 3.16. 1991 - 1995 Dönemi Temel Ekonomik Göstergeler.....	184
Tablo 3.17. 1991 - 1995 Dönemi TCMB Bilanço Gelişmeleri (Trilyon TL).....	200
Tablo 3.18. 1991 – 1995 Dönemi TCMB Analitik Bilanço Gelişmeleri (Milyar TL).....	201



Tablo 3.19. 1995 – 2000 Dönemi Temel Ekonomik Göstergeler.....	202
Tablo 3.20. 1990'lı Yıllarda Ödemeler Dengesi (Milyar ABD Doları).....	205
Tablo 3.21. 2000 Yılı Makroekonomik Hedefleri ile Gerçekleşmeler.....	225
Tablo 3.22. 1995 – 2000 Dönemi TCMB Bilanço Gelişmeleri (Trilyon TL)..	232
Tablo 3.23. 1995 - 2000 Dönemi TCMB Analitik Bilanço Gelişmeleri (Milyar TL).....	233
Tablo 3.24. Programın Makroekonomik Hedefleri ile Gerçekleşmeler.....	235
Tablo 3.25. 2001 – 2004 Dönemi Temel Ekonomik Göstergeler.....	236
Tablo 3.26. İç Borç Takas İşlemi.....	244
Tablo 3.27. 2001 – 2003 Dönemi TCMB Bilanço Gelişmeleri (Trilyon TL)..	262
Tablo 3.28. 2001 - 2004 Dönemi TCMB Analitik Bilanço Gelişmeleri (Milyar TL).....	263
Tablo 3.29. Zorunlu Karşılık ve Disponibilite Oranları (%).....	283

## GRAFİK LİSTESİ

### Sayfa No

Grafik 3.1. Kamu ve TMSF Bankalarına Sağlanan Toplam TCMB Likidite Desteği (Repo Stoku+Doğrudan Alımlar (Trilyon TL)....	241
Grafik 3.2. TCMB Bankalararası Para Piyasası Kotasyonları (Bileşik), İMKB Repo-Ters Repo Pazarı ve Tahvil ve Bono Piyasası Ortalama Bileşik Faiz Oranları.....	242
Grafik 3.3. Piyasadaki Türk Lirası Fazla Likiditenin Gelişimi.....	243
Grafik 3.4. TCMB Faiz Oranları: Asıl Politika Aracı.....	277

## ŞEKİL LİSTESİ

### Sayfa No

Şekil 2.1. Parasal Aktarım Mekanizması.....	30
---	----

## KISALTMA LİSTESİ

API	: Açık Piyasa İşlemleri
Banka	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
BDDK	: Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu
BOE	: İngiltere Merkez Bankası
BOJ	: Japonya Merkez Bankası
BPP	: Bankalararası Para Piyasası
DÇM	: Döviz Çevrilebilir Mevduat
DD	: Bankalar Mevduatı
DEP	: Döviz ve Efektif Piyasaları
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
DİE	: Devlet İstatistik Enstitüsü
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
DTH	: Döviz Tevdiat Hesabı
ECB	: Avrupa Merkez Bankası
EFT	: Elektronik Fon Transferi
EMKT	: Elektronik Menkul Kıymet Transferi
ER	: Serbest Mevduat
Fed	: ABD Merkez Bankası
GİL	: Gün İçi Limit
GSMH-GNP	: Gayrı Safi Milli Hasıla
HDTM	: Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı
HKVAH	: Hazine Kısa Vadeli Avans Hesabı
HM	: Hazine Müsteşarlığı

IMF	: Uluslararası Para Fonu
İAV	: İktisadi Araştırmalar Vakfı
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KB	: Konsolide Bütçe
KKBG	: Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
KMDTH	: Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesabı
LIBOR	: Londra Bankalararası Depo Verme Faiz Haddi
MB	: Maliye Bakanlığı
MBP	: Merkez Bankası Parası
MMK	: Mevduat Munzam Karşılığı
MS	: Para Arzı
NDV	: Net Dış Varlıklar
NİV	: Net İç Varlıklar
NUR	: Net Uluslararası Rezervler
ÖFK	: Özel Finans Kurumları
O/N	: Gecelik Vade
PB	: Faiz Dışı Bütçe Fazlası
PT	: Para Tabanı
PY	: Piyasa Yapıcısı
SDH	: Süper Döviz Hesabı
SPK	: Sermaye Piyasası Kurumu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TD	: Vadeli Mevduat
TEFE	: Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TMO	: Toprak Mahsulleri Ofisi
TOBB	: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği

TPKK : Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu

TRLIBOR : TL Referans Faiz Oranı

TÜFE : Tüketici Fiyat Endeksi

ÜFE : Üretici Fiyat Endeksi

## SEMBOL LİSTESİ

c	: Nakit Tercih Oranı
C	: Nakit Olarak Elde Tutulan Para
D	: Mevduat
e	: Bankaların Serbest Mevduat Tercih Oranı
m	: Parasal Çarpan
M	: Para Arzı
M1	: Dolaşımdaki Para+Bankalardaki Vadesi Mevduat+ Merkez Bankasındaki Mevduat
M2	: M1+Mevduat Bankalarındaki Vadeli Mevduat
M2Y	: M2+Yurtiçi Yerleşiklerin DTH'ları
M3A	: M2+Mevduat Bankalarındaki Resmi Mevduat
M3Y	: M3+DTH
md	: Mevduat Çarpanı
P	: Fiyatlar Genel Seviyesi
rd	: Zorunlu Karşılık Oranı
rt	: Vadeli Mevduat İçin MMK Oranı
t	: Vadeli Mevduat Yatırma Oranı
V	: Paranın Dolaşım Hızı
Y	: Reel Üretim

## EK LİSTESİ

	<b><u>Sayfa No</u></b>
Ek 1. Türkiye’de Uygulanan Kur Rejimleri (1930 – 2005).....	303
Ek 2. TCMB Reeskont ve Avans İşlemlerinde Genel Olarak Uygulanan Yıllık Faiz Oranları (%).....	304
Ek 3. TL Mevduat Zorunlu Karşılık Oranları (%).....	305
Ek 4. TL Mevduat Disponibilite Oranları (%).....	306
Ek 5. 1990 Yılından İtibaren Disponibilite Uygulaması.....	307



## ÖZET

Bu çalışmanın temel amacı, dünyada ve Türkiye’de uygulanan para politikası stratejileri ve bu stratejiler çerçevesinde kullanılan para politikası araçlarının tarihsel gelişimini ve değişimini genel hatlarıyla açıklamaktır. Bu amaca uygun olarak, öncelikle temel ekonomik amaçlar ve dünyada merkez bankacılığının gelişimi incelenmiştir. Ardından merkez bankalarının temel amaçlarına ulaşmak için hangi araçları kullandığı ve bu araçların gelişen ekonomik sistemlerde nasıl bir değişim gösterdiği araştırılmış ve doğrudan (direkt) ve dolaylı (endirekt) para politikası araçlarının performansları karşılaştırılmıştır. Dolaylı para politikası araçlarından reeskont penceresi işlemleri, zorunlu karşılıklar ve özellikle giderek artan önemi nedeniyle açık piyasa işlemleri üzerinde daha detaylı açıklamalarda bulunulmuştur.

1932-2004 TCMB bilançoları ve diğer ekonomik birimlerin verileri kullanılarak yapılan analizlerde, Türkiye’nin, para politikası gelişimleri detaylı bir biçimde açıklanmıştır. Özellikle, 1211 sayılı TCMB Kanunu’nda değişiklik yapan 25 Nisan 2001 tarihli ve 4651 sayılı Kanun’la, TCMB kaynaklarının kamu finansmanı amacıyla kullanılmasına son verilmiş ve uluslararası uygulamada merkez bankası bağımsızlığı için gerekli birçok değişiklik yapılmıştır. İlginç olan bir nokta ise, krizler sonrasında TCMB bağımsızlığının tartışılmaya başlanmasıdır. Önümüzdeki yıllarda, TCMB para politikası stratejisi, para politikası araçları ve likidite yönetiminin nasıl gelişeceği ve bu gelişmelerin hangi yasal dayanaklara bağlı olarak yapılacağı açıklanarak çalışma tamamlanmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Merkez Bankacılığı, Para Politikası, Para Politikası Araçları, Açık Piyasa İşlemleri (APİ), Türkiye’de Merkez Bankacılığı, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB).

## **ABSTRACT**

The main purpose of this study is to analyse the monetary policy strategies implemented in Turkey and in the world and to present generally the historical development of monetary policy instruments used within the framework of these strategies. In parallel to this aim, first main economic targets and improvements in the worldwide are analysed. Then, the instruments that have been used by the central banks in order to reach their main target and how these instruments have been subject to change in improving economic systems are analyzed. Also, the performances of the direct and indirect monetary policy instruments are compared. Detailed analysis are supplied for the discount window, among the indirect monetary policy instruments, reserve requirements and especially for the open market operations because of its growing importance.

In the analysis of the data derived from Central Bank of Turkey balance sheets during the 1932 - 2004 period and other economic institutions, monetary policy developments in Turkey are expressed in detail. Especially by the Law Number 4651 and dated 25 April 2001, which amended the CBRT Law No. 1211, the Central Bank reserves are no longer used to finance public deficits. Also, many required alterations have been made for the Central Bank of Turkey's independence in parallel to the international spirit. The interesting point is that the discussion about Central Bank independence started only after the crisis. This study ends with a final discussion related to the Central Bank monetary policy strategy, monetary policy instruments, and possible liquidity management developments and the legal background of these developments.

**Key Words:** Central Banking, Monetary Policy, Monetary Policy Tools, Open Market Operations (OMO), Central Banking in Turkey, Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT).

## GİRİŞ

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

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

olarak sıralamak mümkündür (Rose, 1986). Bu temel ekonomik hedeflere ulaşılması, bir ülkenin jeopolitik konumu, siyasi ve kültürel yapısı, sağlık ve eğitim kalitesi, yapısal düzenlemelerle şekillenen ekonominin alt yapısı, yönetim kalitesi gibi bir çok faktörle birlikte, yine bu faktörlerden yoğun olarak etkilenen merkezi yönetimin uyguladığı maliye ve para politikalarına bağlıdır. Yapısal koşullar veri olarak alındığında, merkezi yönetimin ekonomi politikalarının başarısında iki önemli birim karşımıza çıkmaktadır. Bunlar; maliye politikalarının yürütülmesinden sorumlu olan hükümet ile para politikası uygulamasından sorumlu olan merkez bankasıdır. Maliye ve para politikaları birbirinden bağımsız değillerdir. Özellikle, yüksek borç yükü nedeniyle borçların çevrilebilirliğinin sorun olduğu Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde maliye ve para politikalarının birbirleri ile etkileşimi ve birbirinin başarısını belirleme gücü daha da artmaktadır.

Bu çerçevede, para politikalarının uygulanmasından sorumlu olan merkez bankaları, ülkenin ekonomik koşullarını ve hükümetin uyguladığı maliye politikalarını veri alarak temel para politikası hedeflerini belirlerler. Temel para politikası hedeflerini belirleyen merkez bankaları, daha sonra bu temel hedeflere ulaşmak için hangi stratejiyi uygulayacaklarını, seçilen strateji çerçevesinde hangi para politikası araçlarını kullanacaklarını ve

seçilen para politikası araçlarını hangi operasyonel alt yapıda gerçekleştireceklerine karar verirler. Doğal olarak, kullanılacak araçlar ile operasyonel alt yapı da ülkedeki finansal sistemin alt yapısından bağımsız olamaz. Bu çerçevede, ülkedeki finansal yapı, para politikası stratejisinde olduğu kadar uygulanacak araçların seçiminde de belirleyicidir.

Bu çalışmanın temel amacı, genelde dünyada, özelde de Türkiye’de uygulanan para politikası stratejileri ile bu stratejiler çerçevesinde kullanılan para politikası araçlarının tarihsel değişimini özetlemek, bu konuda bir temel başvuru kaynağı oluşturmaktır.

Bu amaçla çalışma beş ana bölümden oluşturulmuştur. Birinci bölümde, ekonomik temel amaçlar ve bu temel amaçlara ulaşılmasında merkez bankalarından ve dolayısıyla para politikalarından beklenenlerin tarihsel süreç içinde nasıl bir değişim gösterdiği işlenmektedir.

İkinci bölümde, merkez bankalarının temel amaçlarına ulaşmak için hangi araçları kullandıkları ve bu araçların gelişen finansal piyasalara ve uygulanan ekonomik politikalara paralel olarak nasıl bir değişim gösterdiği ve günümüz modern merkez bankacılığında hangi araçların hangi operasyonel alt yapı üzerinde kullanıldığı gelişmiş ülke örnekleri verilerek özetlenmektedir.

Üçüncü bölüm çalışmanın ana bölümü olarak, Türkiye tecrübelerine ayrılmıştır. Bu bölümde önce Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) nın tarihsel gelişimi ve TCMB’ye verilen rollerin tarihsel süreçteki gelişimi özetlendikten sonra, kullanılan araçların gelişimi bilanço kalemleri bazında analiz edilmekte, dolayısıyla günümüz merkez bankacılığına hangi süreçten ve merkez bankacılığı anlayışı aşamalarından geçilerek geldiği, para politikasının başarı ya da başarısızlıklarının temel nedenlerinin neler olduğu gösterilmektedir.

Dördüncü ve son bölüm ise sonuç ve değerlendirmelere ayrılmıştır. Bu bölümde Türkiye’de uygulanan para politikası araçlarının dünya uygulamaları ile karşılaştırılması yapılmakta ve para politikası araçlarının uygulanan para politikası stratejisi çerçevesinde etkin olarak uygulanarak

temel para politikası amaçlarına ulaşılabilmesi için hangi koşulların gerekli olduğu özetlenmektedir.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### DÜNYA MERKEZ BANKACILIĞININ TARİHÇESİ

#### 1.1. Temel Ekonomik Amaçlar ve Para Politikası

Birçok temel hedef sıralamak mümkünse de, genel olarak ekonomi politikalarının dört temel hedefi bulunduğu yukarıda belirtilmişti. Bu dört temel hedeften başka; faiz oranlarında istikrar, finansal piyasalarda istikrar, döviz piyasalarında istikrar, gelir ve servet dağılımını düzeltmek, faktör dağılımını düzeltmek, kamusal ihtiyaçları karşılamak, bazı sektörlere öncelik tanımak ve onları korumak, özel tüketim alışkanlıklarını düzeltmek, temel mallar arzını güvence altına almak gibi çeşitli hedefler de gözetilebilir.

Bu temel ekonomik hedeflere ulaşmak için uygulanacak ekonomi<sup>1</sup> politikalarını, para ve maliye politikaları olarak iki gruba ayırmak mümkündür. Para politikası<sup>2</sup>, paranın miktarını, maliyetini ve firmalar ile hane halklarının beklentilerini etkileyerek temel amaçlara ulaşmaya yönelik olarak oluşturulan stratejiler bütünü olarak tanımlanabilir. Diğer bir tanımlamayla da, para politikası paranın elde edilebilirliğini ve maliyetini etkilemeye yönelik alınan kararları ifade eder.

Maliye politikası<sup>3</sup> ise tam istihdam, ulaşılabilir (makul) fiyat istikrarı, ekonomik büyüme ve diğer önemli (makro) ekonomik amaçlara ulaşabilmek amacıyla hükümetin gelir ve harcama programlarının toplamıdır veya devletin vergi almak, harcama yapmak, borçlanmak ve bütçe yapmak gibi hak ve yetkilerinden yararlanarak kamu ekonomisinin amaçlarını gerçekleştirmeyi sağlayan bir ekonomi politikasıdır. Maliye politikasının temel araçları; kamu gelirleri (vergi), kamu harcamaları, borçlanma ve borç idaresi ve bütçe

---

<sup>1</sup> Geniş anlamda devletin ekonomiye müdahale araçlarının tamamı iktisat politikası olarak adlandırılmaktadır. Devlet genelde para ve kredi, maliye, dış ticaret, regülasyon ve kontroller ve kit politikalarını kullanarak sosyal ve ekonomik amaçlarını gerçekleştirmeye çalışmaktadır (Türk, 1995; Rose, 1996 ve Aktan, 2001).

<sup>2</sup> Örneğin, Fischer (1994 ve 1996), Gray ve Hoggarth (1996), Guitian (1996) ve Meulendyke (1998).

<sup>3</sup> Örneğin, Türk (1995), Rose (1996) ve Aktan (2001).

politikalarıdır. Buna uygun olarak, temel ekonomi politikalarının genel hatları Tablo 1.1.'de açıklanmıştır.

**TABLO 1.1. EKONOMİ POLİTİKALARININ HAZIRLANMASI VE YÜRÜTÜLMESİ**

Politika Kararları	Enstrümanlar	Operasyonel Hedefler	Ara Hedefler	Nihai Hedefler	Öncü Göstergeleri
<b>Para Politikaları</b>	- Açık Piyasa İşlemleri - Reeskont Penceresi - Zorunlu Karşılıklar - Likidite İhtiyaçları	- Kısa Vadeli Faizler - Parasal Koşul Göstergesi (MCI) - Net İç Varlıklar - Rezerv Para - Meyduat Bankalarının Serbest Tevdiatları	- Parasal Büyüklükler - Nominal Döviz Kurları - Nominal GDP Büyümesi - Enflasyon Tahmini	- Dezenflasyon ve Fiyat İstikrarı - İstihdam - Büyüme - Uluslararası Rezervlerdeki Artış	- Beklenen Enflasyon Oranı - Parasal Büyüklükler - Getiri Eğrisinin Eğimi - Hammaddelerin Fiyatı - Nominal Döviz Kurları
<b>Bankacılık Sistemi</b>	- Basiretli Düzenlemeler - Düzenli Denetimler		- Ödeme Gücünü Geliştirmek - Risk Dağılımını Geliştirmek - Riskli Kredilere Yeterli Karşılık Ayırmak	- Finansal Sistemin Etkinliğini ve Derinliğini Geliştirmek - Olumsuz Şoklarla Başa Çıkabilmek İçin Finansal Sistemi Güçlendirmek	- CAMEL Göstergeleri - Operasyonel Etkinliği, Aktif Kalitesini ve Karlılığı Ölçen Diğer Göstergeler
<b>Maliye Politikaları</b>	- Vergi Sistemi - Harcamaların Seviyesi ve Kompozisyonu - Kamu Borç Yönetimi - Özelleştirmeler	- Faiz Dışı Mali Dengesi	- Konsolide Mali Denge - Operasyonel Mali Denge	- Kamu Açığının Sürdürülebilirliğinin Sağlanması - Reel Faiz Oranlarının Azaltılması - Yerel Paranın Sürekli Bir Biçimde Reel Değer Kaybına Neden Olmak	- Vergi Toplama - İhtiyacı ve İhtiyacı Olmayan Harcamalar
<b>Ödemeler Dengesi</b>	- (Dış) Ticaret Politikası - Dış Borç Yönetimi - Finansal Politikalar (Sermaye Hesabının Dışına Açıklığına Bağlı Olarak)			- Dış Borcun Sürdürülebilirliğinin Sağlanması - Kaynak Dağılımını Geliştirmek	- İhracatın ve İthalatın Seviyesi ve Kompozisyonu - Özel Sektör Dış Borcunun Gelişimi - Kısa Vadeli Sermaye Hareketlerinin Gelişimi - Faiz Dışı ve Cari İşlemler Dengesinin GDP'ye Oranı
<b>Yapısal Reformlar</b>	- Liberalizasyonlar - Özelleştirmeler - Adalet Sisteminin Geliştirilmesi - Vergi ve Harcama Reformları - Kamu Yönetiminin Geliştirilmesi		- Emek Piyasası Esnekliği - Yerli ve Yabancı Yatırımların Büyütülmesi - Bürokratik İşlemlerin Azaltılması	- Potansiyel GDP'yi Arttırmak - Olumsuz Şoklarla Başa Çıkma İçin Ekonomiyi Daha İyi Bir Hale Getirmek	

Kaynak: Financial Programming, Kasım 1999, IMF

Kuşkusuz uygulanan ekonomi politikalarının başarısı için para ve maliye politikaları koordineli ve birbirleri ile uyumlu olması, uygulanan politikaların başarısında belirleyicidir. Merkez bankaları para politikalarını uygulamakla görevli kuruluşlardır. Tarihsel süreçte, merkez bankalarının yukarıda sayılan hedeflere ulaşılması için üstleneceği görevler konusunda değişen uygulamalar olmuş ve yaşanan tecrübeler merkez bankalarının asıl olarak fiyat istikrarına odaklanması gerektiğini, diğer hedeflere en fazla katkıyı bu yolla yapabileceğini göstermiştir. Zira tek bir politika aracı ile, örneğin para politikası ile, bu hedeflerin kısa vadede birbiri ile çeliştiği dikkate alındığında, yukarıdaki hedeflerin hepsine bir anda ulaşmak mümkün değildir (Tinbergen Kuralı, 1952). Örneğin, merkez bankası düşük enflasyon oranı ve bu çerçevede güçlü bir yerli parayı hedeflediği anda, bunun kısa dönemdeki maliyeti işsizlik oranının artması ve ekonomik büyüme hızının düşmesi olabilecektir (Çufadar, 2002). Benzer şekilde, fiyat istikrarı temel hedefi çerçevesinde uygulanacak sıkı bir para politikasının kısa vadede cari işlemler açığını artıracığı, dolayısıyla ödemeler dengesi problemi çıkartacağı da

açıktır. Bankacılık sisteminin sağlıklı olmadığı bir ortamda, sıkı para politikaları, finansal istikrara ve kamunun borçlanma maliyetlerine de olumsuz yansımalarının olması da kaçınılmazdır (Mishkin, 2000). Benzer şekilde, para politikasının büyümenin ve istihdamın artırılması amacıyla ya da ihracatın artırılması amacıyla yürütülmesi, bu çerçevede gevşek para politikalarının uygulanması halinde de bu sefer fiyat istikrarının tehlikeye girecektir. Ancak temel hedefler arasındaki bu çatışma kısa vadede geçerlidir (Hoggarth, 1996).

Ancak, fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik politikalar, uzun vadede yukarıda sayılan temel hedeflerle hem uyumlu olmalıdır, hem de aslında bu hedefler açısından bir önkoşuldur. Fiyat istikrarı, ekonomik ve sosyal istikrarın sağlanabilmesi için olmazsa olmaz bir koşuldur. Fiyat istikrarının sağlanamaması; bir ülkenin ekonomisine, siyasi ve sosyal yapısına verdiği zararların boyutları, Türkiye’de olduğu gibi başta Latin Amerika ülkeleri olmak üzere birçok ülkede görülmekte, bu ülkelerde, büyüme potansiyel, düşmekte, sosyal istikrarsızlıklar ortaya çıkmaktadır.

Fiyat istikrarı, genel bir tanım çerçevesinde, insanların yatırım, tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranını ifade eder (Greenspan, 1994). Bugün gelişmiş ülkelerde, % 1 ile % 3 arasındaki enflasyon oranlarının kabul edilebilir enflasyon oranları olarak nitelendirildiğini görmekteyiz. Dolayısıyla, fiyat istikrarı sadece düşük enflasyon oranına ulaşmayı değil; o oranın sürdürülmesini de kapsar. Ancak, düşük enflasyon oranının sürdürülebildiği ortamlar, fiyat istikrarının sağlandığı ortamlar olarak kabul edilir. Başka bir ifadeyle, enflasyonun % 1 ile % 3 arasındaki düşük seviyelere ulaşip sonra tekrar yüksek, örneğin yüzde 10’un üzerindeki seviyelere çıkması fiyat istikrarının sağlandığı anlamına gelmemektedir (Fischer, 1996). Avrupa Merkez Bankası ise fiyat istikrarını, uyumlaştırılmış tüketici fiyat endeksi yıllık artışının % 2’ye yakın olması olarak tanımlamıştır (ECB, 2001).

Fiyat istikrarının faydaları şu şekilde özetlenebilir<sup>4</sup>:

---

<sup>4</sup> Örneğin, Fischer (1994), Capie, Goodhart ve Schnadt (1994), Gray ve Hoggart (1996) ve ECB (2001).



(i) Göreli fiyatlar kolaylıkla izlenebilir. Fiyat istikrarı, yatırım ve tüketim kararlarının etkin verilmesini sağlar, ülke kaynaklarının en verimli alanlara yönlendirir, böylece büyüme potansiyelini artırır. Etkin olarak bir piyasa ekonomisinin işleyebilmesinin ön koşulu istikrarlı para veya istikrarlı fiyatlardır.

(ii) Tasarruf sahipleri ve yatırımcılar enflasyon nedeniyle risk primi talep etmez. Tasarruf sahipleri ve yatırımcılar enflasyonun dalgalı ve yüksek bir seyir izlediği ülkelerde (ülkemizde olduğu gibi) yatırımlarının getirisini enflasyon riskinden korumak için, olması gerekenden daha yüksek bir getiri talep ederler. Bu da nominal ve reel faizlerin yükselmesine ve dolayısıyla, yatırım maliyetlerinin artmasına neden olur. Yüksek reel faizler yatırımları azaltır ve ülke kalkınmasını olumsuz etkiler. Tasarruf sahipleri ve yatırımcılar, fiyat istikrarının olmadığı ortamlarda uzun vadede kaçınırlar. Bu durumda sermaye piyasalarının gelişmesini önleyerek, uzun vadede yüksek getiri sağlayacak üretken yatırımların yapılmasını olumsuz etkiler.

(iii) Ekonomik birimler karar alma süreçlerinde, geçmişe endeksleme alışkanlıkları yerine, geleceğe bakarlar. Böylece, ekonomide fiyat katılıkları oluşmaz, ekonominin esnekliği artar.

(iv) Verimsiz harcamaları ve yatırımları azaltır. Fiyat istikrarı gereksiz mal stoklamayı azaltarak, buralara harcanan kaynakların verimli alanlarda kullanılmasına olanak verir.

(v) Enflasyondan korunmak için gereksiz ve verimsiz uğraşları azaltır. Yüksek ve dalgalı enflasyon, yatırım kararlarının çok sık değiştirilmesine, yatırım araçları arasında hızlı hareketlere ve çok sık banka ziyaretlerine neden olduğundan, zamanın verimsiz ve gereksiz kullanılmasına yol açar.

(vi) Para ikamesi (currency substitution) azalır. Para ikamesi olgusu, ülkenin senyoraaj gelirini azaltırken, bir anlamda yabancı ülkeye maliyetsiz kaynak sağlar. Para ikamesi ayrıca, merkez bankalarının parasal kontrol kapasitesini azalttığından, fiyat istikrarı sonucu para ikamesinin azalması, para politikasının etkinliğini artırır, reel faizlerin düşmesine yol açarak yatırım ortamını iyileştirir.

(vii) Gelir transferinin ve gelir dağılımının bozulmasını önler. Enflasyondan en çok sabit gelirli toplumsal gruplar zarar görür ve gelir dağılımı kendini enflasyondan koruyamayan toplumsal kesimler aleyhine bozulur. Gelir dağılımının bozulması ve gelir transferleri toplumsal barışı da olumsuz etkiler. Diğer bir deyişle, fiyat istikrarı, ekonomideki kaynaklar üzerinden gerçekleşen yolsuzluğu engelleyerek, ülkenin yoksullaşmasını önler.

(viii) Toplumdaki güven duygusunu perçinler. Bu güven duygusu, insanların kendi paralarına, dolayısıyla sahip oldukları değerlere, elde ettikleri gelirlere ve nihayetinde geleceklerine güvenmeleridir.

Sayılan tüm bu nedenler, fiyat istikrarının gerek ekonomik kalkınma ve gerekse gelir dağılımında adalet ve toplumsal barış açısından ne kadar önemli olduğunu göstermektedir. Nitekim ekonometrik çalışmalar da fiyat istikrarı olan ülkelerin, uzun dönemli kalkınma performanslarının daha yüksek olduğunu göstermektedir. Fischer (1993) ve Barro (1995)'nin de bu konuda yaptığı çalışmalarda, on yıldan daha uzun bir süre % 10 - % 20'den yüksek bir enflasyon oranıyla yaşayan birçok ülkede yüksek değil tam tersine düşük büyüme oranları görülmüştür. Bu çerçevede, bir ülkedeki üretim düzeyi, o ülkenin potansiyel üretim düzeyinin altında olmadıkça, gevşek para politikalarının, diğer bir deyişle düşük faiz, yüksek para arzının, üretim ve istihdam üzerindeki olumlu etkilerinin çok kısa süreli olduğunu, bu politikaların orta ve uzun vadede üretim ve istihdam üzerinde fazla etkili olmadığını ve sadece enflasyona yol açtığını genel doğru olarak kabul edebiliriz. Bu çalışmalar ve 1970'ler ve 1980'lerde yaşanan gelişmeler, merkez bankalarının üretim ve istihdama katkılarının ancak ve ancak fiyat istikrarını gözeterek politikalarla olabileceğini göstermiş, bu görüşler merkez bankacılığının anayasası haline gelmiştir.

Dünyadaki merkez bankacılığı süreci incelendiğinde, çok net bir ayırım mümkün olmamakla birlikte, 1970 öncesi, 1970 – 1990 ve 1990 sonrası olarak üç önemli süreç gözlemlenebilir. 1970 öncesi dönemde, ekonomi politikalarının asıl olarak maliye politikaları çerçevesinde oluşturulduğu, para politikalarının ise yukarıda sayılan temel hedeflere

ulaşılmasında maliye politikalarını destekleyici bir unsur olarak görüldüğü gözlemlenmiştir. Ancak, özellikle 1970'li yılların başında petrol krizinin etkisiyle petrol fiyatlarının aşırı yükselmesi ve merkez bankalarının bu dışsal şokun ülke ekonomileri üzerindeki olumsuz etkilerini gidermek amacıyla gevşek para politikaları izlemeleri sonucu birçok ülkede enflasyonist bir sürecin yaşanması ve bu sürecin olumsuz etkilerinin birçok alanda hissedilmesi nedeniyle, merkez bankalarından beklentiler değişmeye başlamıştır. Bu süreçte, para politikalarının yukarıda sayılan hedeflerin hepsini dikkate alarak düzenlemesinin para politikasını etkisizleştirdiği, üstelik özellikle ekonomik kalkınmaya destek olması amacıyla oluşturulan para politikalarının uzun dönemde hem ekonomik kalkınmaya beklenen desteği sağlamadığı, hem de enflasyonist bir sürece yol açtığı genel kabul görmeye başlamıştır. Bu çerçevede, yukarıda açıklanan ekonomik hedeflere kayıtsız kalmamakla beraber, merkez bankaları uzun dönemde ekonomik büyümenin ön şartı olan fiyat istikrarının sağlanmasından sorumlu kılınmışlardır.<sup>5</sup>

## **1.2. Tarihsel Süreçte Merkez Bankacılığı ve Para Politikası**

Günümüz modern merkez bankacılığını ve para politikası araçlarını tam olarak anlayabilmek için yukarıda özet olarak verilen merkez bankacılığının gelişim sürecine daha detaylı bakmak gerekmektedir. Bu nedenle, aşağıda, doğuşundan günümüze merkez bankacılığı tarihçesinin daha detaylı incelenmesine ihtiyaç duyulmaktadır.

### **1.2.1. 1668 – 1873 Dönemi: Merkez Bankalarının Ortaya Çıkışı**

Paul A. Samuelson, Will Rogers'a atfen merkez bankacılığını ateş ve tekerlek ile birlikte, tarihte meydana gelen üç önemli buluştan birisi olarak göstermektedir (Zarakolu, 1989). Tarihleri boyunca, zaman zaman özellikle savaş dönemlerinde kamunun finansmanı ön plana çıksa da, merkez bankalarının asli görevi paranın iç ve dış değerinin korunması olmuştur. Paranın iç değerinin korunması, yurtiçi piyasalardaki alım gücünün

---

<sup>5</sup> Örneğin, Rose (1986), Deane ve Pringle (1994), Hoggarth (1996), Walsh (1998), Mishkin (2000), Bofinger (2001).

korunması anlamına gelirken, dış değerinin korunması yabancı paralar karşısında değerinin korunması anlamına gelmektedir.<sup>6</sup>

Merkez bankaları, başlangıçta, kâr amacı gütmeyen kamu kuruluşlarından ziyade, özel ticari bankalar olarak ortaya çıkmışlardır. Merkez bankalarının ortaya çıkmasında bir yandan ticari motiveler rol oynarken, diğer yandan da devletin özellikle savaşlar esnasında kamunun finansmanı amacıyla çok fazla devlet kağıt parası basarak aşırı enflasyona yol açmaları nedeniyle, bir ölçüde devletten bağımsız, metaya (örneğin altın) çevrilebilir banknotlar ihraç eden güvenilir kuruluşlara ihtiyaç belirleyici olmuştur. Banknot ihraç eden ilk bankalara onyedinci yüzyılın ikinci yarısında rastlanmıştır. 1661 yılında Stockholm Bankası ilk banknotu ihraç etmiş ise de geçerlilik süresi oldukça kısa olmuştur. Daha sonra 1668'de İsveç Devlet Bankası (Riksbank) merkez bankası nitelikleri ile piyasaya para çıkarmıştır. Bankanın kurucusu Palmstruch banknot ihracı ile ticari senetlerin iskontosu arasındaki ilişkiyi belirleyerek, iskonto işlemini yaptıranlara bankanın çıkardığı banknotları vermiştir<sup>7</sup>.

Ancak, gerçek anlamda merkez bankacılığı çok daha sonra, 18. yüzyılda üç önemli fonksiyonu içerecek şekilde ortaya çıkmıştır. Bu üç önemli fonksiyon; (i) devletin bankası olmak, (ii) banknot ihraç tekeline sahip olmak, (iii) likiditenin son mercii fonksiyonuna sahip olmak olarak sıralanabilir. Bu çerçevede, gerçek anlamda ilk merkez bankası 1694 yılında kurulan İngiltere Merkez Bankası (Bank of England)'dır (Tablo 1.2.). İngiltere Merkez Bankası 1844 yılında kağıt para ihraç tekeline kavuşmuş, 1870 yılında da likiditenin son mercii fonksiyonunu üstlenmiştir. 1844 tarihinde çıkarılan Peel Kanunuyla yeniden düzenlenen bu banka, merkez bankacılığı tekniğini ve ilkelerini geliştirmiş, banknot ihracı ve devletin bankerliğini yapmak suretiyle diğer bankalara göre sağladığı ayrıcalıklı durum, onun bankaların bankası haline gelmesine neden olmuştur. Hükümetin bankerliğini yapması nedeniyle diğer bankalar İngiltere Merkez Bankası'nda hesap açmaya yönelmişlerdir. Bu yolla İngiltere Merkez Bankası zaman içinde bankaların nakit rezervlerini

<sup>6</sup> Örneğin, Deane ve Pringle (1994), Capie, Goodhart ve Schnadt (1994), Hoggarth (1996) ve Fischer (1996).

<sup>7</sup> Capie, Goodhart ve Schnadt (1994), Fischer (1994) ve Hoggarth (1996).

muhafaza eden, takas odası hizmetini gören ve geçici likidite ihtiyaçlarını karşılayan bir kurum haline dönüşmüştür (Deane ve Volcker, 1994). 1854 yılında çeşitli bankalar arasında karşılıklı borç ve alacakların İngiltere Merkez Bankası nezdindeki hesaplarından nakil yapılarak takas edilmesi kabul edilmiştir. İngiltere Merkez Bankası reeskont haddini bir araç olarak sık sık kullanmış ve kredi politikasının yöneticisi olmuştur. Özellikle 1870 yılında İngiltere Merkez Bankasının son borç verme mercii olma fonksiyonunu kabul etmesi, merkez bankacılığı işlemleri için atılmış çok önemli bir adımı oluşturmuştur. Günümüz mevduat bankacılığı anlayışının yeterli, hatta hiç gelişmediği o dönemlerde bir banka için banknot çıkarma yetkisine sahip olmak, o bankanın varlığını sürdürmesi için çok önemliydi. Zamanla, her bağımsız ülke, bağımsızlığın bir simgesi olarak merkez bankası kurmaya yönelmiştir (Tablo 1.2.).

**TABLO 1.2. 1900 ÖNCESİ MERKEZ BANKASI KURUMLARI VE TCMB**

Merkez Bankaları	Bankaların Kuruluş Tarihleri	Banknot İhraç Etme Tarihleri	Son Borç Verme Mercii Tarihleri
Sverige Riksbank	1668	1897	1890
Bank of England	1694	1844	1870
Banque de France	1800	1848	1880
Bank of Finland	1811	1886	1890
Nederlandsche Bank	1814	1863	1870
Austrian National Bank	1816	1816	1870
Noerges Bank	1816	1818	1890
Danmarks Nationalbank	1818	1818	1880
Banco de Portugal	1846	1888	1870
Belgian National Bank	1850	1850	1850
Banco de Espana	1874	1874	1910
Reichsbank	1876	1876	1880
Bank of Japan	1882	1883	1880
Banca D'Italia	1893	1926	1900
TCMB	1930	1930	2002

Kaynak: The Development of Central Banking, Nisan 1994, BOE

Kısmen devlet yardımı ile, fakat başlıca özel sermaye ile 1800'de kurulan Fransa Bankası'nın da devletle sıkı bir ilişkisi vardır. Bu kuruluş devletin bankeri olmuş ve Paris'te yalnızca banknot ihracı yetkisini almıştır.

Sonradan şubelerinin sayısını artırmış ve Banka bütün Fransa'da banknot ihracı yetkisini elde etmiştir. Fransa Bankası hazine işlemleri ve banknot ihracı görevlerinden başka, banka mevcutlarının koruyucusu ve kredi işlemlerinde son başvurulacak kurum rolünü de oynamıştır. Fransa Bankası, merkez bankası haline geldikten sonra da İngiltere Bankası'nın aksine ticaret bankacılığı işlerinden büsbütün vazgeçmemiş, bir kısım müşterisine doğrudan doğruya iskonto yapmaya ve teminat karşılığında ödünç vermeye devam etmiştir.

İsveç Devlet Bankası ve İngiltere Merkez Bankası'ndan sonra, 1800 yılında Fransa Merkez Bankası, 1811 yılında Finlandiya Merkez Bankası, 1814 yılında Hollanda Merkez Bankası, 1816 yılında Avusturya Merkez Bankası ve Norveç Merkez Bankası, 1818 yılında Danimarka Merkez Bankası, 1846 yılında Portekiz Merkez Bankası, 1850 yılında Belçika Merkez Bankası, 1874 yılında İspanya Merkez Bankası, 1876 yılında Reichbank, 1882 yılında Japonya Merkez Bankası, 1893 yılında İtalya Merkez Bankası, 1914 yılında da Federal Rezerv Bankası (Fed) kurulmuştur (Tablo 1.3.).

**TABLO 1.3. MERKEZ BANKASI SAYILARI (1900 - 1990)**

Onar Yıllar İtibarıyla Dünyadaki Merkez Bankası Sayıları	
1990	18
1910	20
1920	23
1930	34
1940	41
1950	59
1960	80
1970	108
1980	137
1990	161

Kaynak : The Development of Central Banking, Nisan 1994, BOE

İlk dönemlerinde banknot ihraç eden bankalar için, ihraç ettikleri banknotlar karşılığında bir meta, altın ya da gümüş bulundurma zorunluluğu vardır. Ancak, % 100 karşılıkla ihraç edilecek banknotların karlılığı olmayacağından, özel bankalar her zaman karşılık oranını düşürerek ve

böylece risk alarak karlılığı artırma olanaklarını aramışlardır. Bu nedenle, sistemin sağlıklı işlemesi, banknot ihraç eden bankalar için devlet güvencesini gerektirmiştir. Bu nedenle, devletler, tek bir bankaya banknot ihraç etme yetkisi vererek rekabet koşullarında banknot ihraç eden bankaların üstlenecekleri riskli işlemlerden kaçınmasını özendirmiştir. Bunun karşılığında da banknot ihraç eden bankalar yüklü miktarlarda sabit faizli devlet tahvili satın almış, bu da banknot ihraç tekeline sahip bankaları fiyat istikrarına yönlendirmiştir.

### **1.2.2. 1873 – 1914 Dönemi: Altın Standardı**

1873 yılında Almanya, Danimarka, Norveç ve İsveç hemen arkasından diğer ülkeler de altın standardını uygulamaya geçmişler ve merkez bankaları sadece altın rezervleri karşılığı para basmaya başlamışlardır. Böylece paralar ülkeler arasında işlem görmeye başlamıştır. Bu döneme liberal finansal sistem dönemi de demek mümkündür. Bu rejimde merkez bankalarının tek amacı paranın altına çevrilebilirliğini garanti altına almak, dolayısıyla paranın aynı anda hem iç, hem de dış değerini korumaktır. Bu dönemde para politikası araçları da aktif olarak kullanılmaya başlanılmıştır.

Amaca ulaşmak için kullanılan temel araç faiz oranlarının kontrolü olmuştur. Merkez bankaları faiz oranlarını kontrol etmek amacıyla altın rezervlerini müdahale amacıyla kullanmış, altın alarak faizlerin yükselmesini, altın satarak da faizlerdeki yükselişi önlemeye çalışmışlardır. Merkez bankalarının bu işlemleri aktif olarak gerçekleştirebilmeleri için kısa vadeli para piyasalarının oluşması gereği ortaya çıkmıştır. Diğer bankaların merkez bankasına borçlu olduğu ülkelerde merkez bankaları bankalara sağladığı krediler için uyguladığı faizler piyasa faizi olmuş, ancak İngiltere’de diğer bankalar merkez bankasına borçlu olmadığı için ilkel anlamda açık piyasa işlemleri ortaya çıkmış, bu amaçla İngiltere Merkez Bankası bankalarla repo ve ters repo türü işlemlere başlamıştır. Bu dönemde merkez bankaları hükümetlerden bağımsız olarak hareket etmişler ve ticari rekabetten çekilerek daha büyük bir rol olan bankaların bankası konumuna geçmişlerdir (Capie, Goodhart ve Schnadt, 1994).

Bir hükümet bankası olarak 1900 yılından önce kurulan merkez bankaları, hem banknot ihracında monopoller hem de 1870 yılından itibaren de son borç verme mercii görevini yerine getirmeye başlamışlardır. Bu dönem içerisinde, Dünyada yukarıda sayılan özelliklere sahip toplam 18 tane merkez bankası bulunmaktaydı.

### **1.2.3. 1914 – 1945 Dönemi: Savaşlar ve Krizler Dönemindeki Merkez Bankacılığı**

1914 – 1945 yılları içinde yaşanan iki dünya savaşı ekonomi politikalarını ve merkez bankacılığını derinden etkilemiştir. 1914 yılının Ağustos ayında savaşın patlak vermesi finansal piyasalarda beklenmeyen bir şok yaratmıştır. Özellikle İngiltere’de bankaların varlıkları diğer ülkelere olan kredilerden oluşurken, yükümlülükleri de yurtiçine karşı bulunmaktaydı. Temmuz ayında savaş olasılığının artması, İngiltere’deki Menkul Kıymetler Borsası’nın kuruluşu olan 1773 yılından beri ilk kez 31 Temmuz itibariyle kapanmasına yol açmış ve havale ödemelerinin başarısızlıkla sonuçlanması da krizin en temel sebebini oluşturmuştur. Böylece birçok ülkede menkul kıymet borsaları kapatılmış ve diğer ülkelerin bankalara olan borçlarını ödeyememesi, teminata bulunan menkul kıymetlerin değerlerinin aşırı düşmesi nedeniyle moratoryum ilan edilmiştir. Benzer durumlarla diğer ülkelerde de karşılaşmıştır.

Bu dönemde gerekli olan, paniğin atlatılması amacıyla gerekli olan likiditenin merkez bankalarınca sağlanmasıydı. Merkez bankaları başlangıçta altın standardına bağlı kalarak gerekli likiditeyi sağlamışlardır. Ancak, savaş harcamaları ile birlikte altın asıl olarak ödemeler dengesinin finansmanı için kullanılmaya, bu çerçevede dolaşımdan kaldırılmaya başlanmıştır. Yine savaş esnasında merkez bankaları hükümete yoğun kredi kullandırmaya başlamışlardır. Artık yaratılan paranın altın karşılığı olarak sağlanması imkanı kalmamıştır. Bu çerçevede merkez bankaları konvertibl olmayan ya hükümetin ya da merkez bankasının yükümlülüğünde olan kanuni mübadele aracı olarak kağıt para (legal-tender) basmaya başlamışlardır (Kindleberger, 1993; Seabourne, 1986). Savaş sırasında liberal ekonomi anlayışından da vazgeçilerek sermaye hareketlerine kontrol uygulaması yaygın olarak



kullanılmaya başlamıştır. Bütçe açıklarının para basılarak finansmanı sonucunda enflasyonun yükselmeye başlaması ile birlikte nominal faizler de yükselmeye başlamış, borç/GSMH oranları hızla yükselmiştir.

Savaş sonrası dönemde her ülke makroekonomik politikalarının amaçları ve tecrübeleri çerçevesinde, merkez bankalarının nasıl bir rol alması gerektiğini gözden geçirmeye başlamıştır. Artan hükümet açıklarının parasallaştırılarak finansmanı hiperenflasyonist gelişmelere neden olmuştur. Böylece yüksek enflasyon ve parasallaştırılan açıklar arasındaki ilişki çok açık bir gerçeği ortaya koymuştur. Bu da müttefik hükümetlerin kendi ülkelerindeki hükümetlerinden bağımsız bir statüde merkez bankalarını kurmak için baskı kurmaya başlamalarıdır. Sonuçta, merkez bankası bağımsızlığıyla ilgili iki temel ders çıkartılmıştır. Birincisi, hükümetle olan ilişkilerde statüsü ne olursa olsun, merkez bankası yurtiçindeki politik baskılardan olabildiğince uzak olmalı. İkincisi ise, parasal istikrar kamu maliyesi istikrarının olmadığı durumlarda imkansızdır. 1920 yılında Brüksel’de toplanmış olan Milletlerarası Maliye Konferansı henüz merkez bankası kuramamış bulunan bütün ülkelerin en kısa zamanda bu eksikliklerini tamamlamaları hakkında bir karar almıştır. Bundan sonra birçok ülkede merkez bankası kurulmuştur. Bugün her ülkede bir merkez bankası vardır. Bu bankaların faaliyetleri buldukları ülkelerin koşullarına göre değişiklikler göstermekle beraber hemen hemen her yerde bunlara aynı görevler verilmiştir. Merkez bankacılığı çeşitli amaçlarla faaliyette bulunan diğer bankalar arasında özel bir uzman kurum halini almış ve uzun yılların tecrübeleri ile kendine özgü birtakım kurallar oluşturmuştur (Meulendyke, 1998).

Savaş sonrası dönemde, savaşı kazanan ülkeler enflasyonist baskıları gidermek ve savaş öncesi para politikası (altın standardı)na dönmek amacıyla çalışmalara başlanmış, İngiltere savunma harcamalarını kısmış ve faiz oranlarını yükseltmiştir. Bu uygulamalar kısa süreli deflasyona yol açmıştır. Ancak, tekrar altın standardı uygulamasına geçiş önünde engeller bulunmaktaydı. Öncelikle, İngiltere Poundunun ve merkezi Avrupa ülke paralarının hangi pariteden altına endeksleneyeceği sorun olmuştur. Zira, savaş

sırasında İngiltere'deki enflasyon Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'deki enflasyondan yüksek seyretmiş, Avrupa ülkelerindeki enflasyon ise çok daha yüksek düzeylerde gerçekleşmiştir. Bu arada, savaşı kaybeden Almanya, Avusturya ve Macaristan'da kontrol edilemeyen bütçe açıkları parasallaştırılarak hiperenflasyona yol açılmıştır. Bu ülkeler, altın standardı uygulamasına şiddetle muhalefet etmişlerdir. Diğer yandan, savaşın gerek mal ve gerekse silah finansmanı ABD tarafından gerçekleştirildiği için dünya altın stokunun büyük bir kısmı ABD'de toplanmıştı. Diğer yandan, altın girişleri nedeniyle para arzı artan ABD'de, ABD Merkez Bankası (Federal Reserve Bank, Fed) enflasyonu önlemek amacıyla sıkı para politikası uygulamayarak, altın girişlerini sterilize etmiştir. Bu dönemde, ABD'de de enflasyon olmasına karşın, ABD altının dolar fiyatını sabit tutmuştur. Bu da altının diğer mallar karşısındaki göreceli fiyatını düşürdüğünden ABD'ye altın girişi yavaşlamıştır. İngiltere'de de savaş sırasında kaybedilen altın rezervlerinin tekrar altın standardına geçiş öncesinde güçlendirilmesi amacıyla yüksek faiz politikası uygulanmaya başlanmıştır.

Fed'in sıkı para uygulamaları ABD ekonomisinde ve dolayısıyla ABD ekonomisine bağımlı hale gelen diğer ekonomilerde deflasyonist bir sürece yol açmıştır. 1929-33 dönemindeki büyük durgunluk tüm ülkelerde ticaret savaşlarına yol açmış, korumacılık yaygınlaşmış, İngiltere 1931'de devalüasyona giderken, ABD altının dolar değerini 1933'te yükseltmiş, Fransa da 1936'da devalüasyon yapmıştır. Böylece, ülkeler arasında para politikasında koordinasyon sağlanamamış, tekrar altın standardına geçiş mümkün olmamıştır. Büyük Depresyonla sonuçlanan ticaretin çöküşü, sabit bir değişim oranından Altın Para Sistemi'nin yeniden inşası girişimini bozmuştur (Fischer, 1994).

Büyük durgunlukla birlikte, uluslararası para sisteminin çökmesi sonucu merkez bankaları, paranın dış değerinin korunması temel amacından vazgeçmişler, ekonomideki kırılganlık ve deflasyon nedeniyle, asıl olarak faiz oranlarının düşük tutulması politikalarına yönelmişlerdir. Bu dönemde, hükümetlerin merkez bankaları üzerindeki etkileri artmaya, 1970'lere kadar

sürecek olan “merkez bankaları hazinenin bir şubesidir, para politikalarını bütçe politikaları çerçevesinde oluştururlar” anlayışı gelişmeye başlamıştır.

Altın para sisteminde merkez bankalarının çıkarttıkları banknotların, talep edilmesi halinde altına çevrilebilmesi çok önemlidir. Bu yolla merkez bankaları faizsiz bir kaynak sağlamışlardır. Bu sistemde banknot ihracı, merkez bankasının altınla ödeme gücü ile sınırlanmıştır. Diğer bir deyişle, merkez bankaları banknot hacmini altın stoklarına göre ayarlamışlardır.

Kağıt para sisteminde ise merkez bankalarının çıkardığı banknotları altına çevirme yükümlülüğü bulunmamaktadır. Bu sistemde para ihracı hükümetin ekonomi politikasına göre, paranın iç ve dış değerini muhafaza edecek şekilde düzenlenmektedir. Bu yeni sistemle birlikte merkez bankalarının görevleri de artmıştır. Tüm bu gelişmelerle devlet tarafından saptanan para esasının muhafazası, paranın istikrarının sağlanması bu bankalara devlet müdahalesini zorunlu kılmaktadır. Özellikle Birinci Dünya Savaşından sonra birçok ülkede, devletin merkez bankası sermayesine ve yönetimine daha geniş ölçüde katılması yolunda bir gelişme görülmüştür (Zarakolu, 1989).

1921 – 1939 yılları arasında kapitalist dünya düzeni en büyük depresyonu ve en yüksek işsizlik oranlarını görmüş ve dünya ticareti ve finansal sistemi çökmüştür. Bu dönemde Keynes’e göre devletin ekonomi yönetimine müdahalesini arttırmasının altında piyasa ekonomisini bozmak niyetinde olmasından değil, tersine sosyalist alternatiflerden korunmak amacıyla bu girişime girdiğine inanılmaktaydı. Böylece bu süreç içinde ekonominin daha büyük bir oranda kamu yönetimine ihtiyaç duyması, merkez bankalarının kamu (özel değil) olarak kurulmasını teşvik etmiştir. Savaş yılları boyunca merkez bankaları, merkezi hükümetin kölesi haline gelmişlerdir. Yine savaş ve savaş sonrası dönemde milliyetçiliğin yayılmasıyla beraber, merkez bankalarının ulusallaşmasını (sermayesinin % 100’nün devlete ait olması) hızlandırmıştır (Capie, Goodhart ve Schnadt, 1994). 2. Dünya Savaşı boyunca para politikası temelde, faiz oranları düşük ve sabit tutulurken, doğrudan kredi kontrolleri aracılığı ile yürütülmüştür. İkinci Dünya savaşı ile birlikte, hükümetlerin merkez bankaları üzerindeki kontrolleri iyice artmış, bu

dönemde, döviz , kredi, fiyat kontrolleri iyice yaygınlaşmıştır. Bu dönemde, daha önce özel sektör sermayeli olan merkez bankaları da kamulaştırılmıştır.

#### **1.2.4. 1945 – 1971 Dönemi: Bretton Woods Dönemi Merkez Bankacılığı**

1945 – 1971 yılları arasındaki savaş sonrası dönemde Keynesyen görüşler ön plana çıkmış ve ABD ve İngiltere öncülüğünde Bretton Woods sistemi oluşturulmuştur. 2. Dünya Savaşı boyunca ABD'ye fiziksel sermaye girişi oldukça artmış, dünyadaki altın varlıklarının önemli bir kısmı bu ülkede tutulmaya başlanmış ve bu gelişmeler sonucunda dünyanın hakim ekonomik gücü haline gelmiştir. Böyle bir yapı, tekrar altın standardı uygulamasını imkansız hale getirmiştir. Bu dönemde hem Japonya hem de Avrupa ekonomileri çökmüş ve üstüne Dünya ülkeleri adeta bir “Demir Perde”yle iki kutuba bölünmüştür. Savaş sonrası dönemde ABD kıt sermaye mallarının tek kaynağı haline gelmiş ve Avrupa'yla gittikçe artan ticarete dolar etkin olarak kullanılmaya başlanmıştır. 1943 – 1944 yıllarında yapılan görüşmeler ve tartışmalarla, ABD ve İngiltere'nin öncülüğünde uluslararası para sistemi olarak, Bretton Woods sistemi kurulmuştur. Bu dönemin bir başka özelliği de uluslararası kurumlar olan IMF – Dünya Bankası ikizleri ve önünde çok çeşitli engeller de olsa GATT oluşturulmuştur (Meulendyke, 1998).

Yeni oluşturulan uluslararası para sisteminde döviz kurlarının değişim oranı sabitlenmiş fakat bu sabitlenen oranlara düzeltilebilme (yeniden sabitlenme) imkanı da verilmiştir. Teoride tüm paralar altına bağlanmakla birlikte, altın stoklarının önemli bir kısmı ABD'nin eline geçtiği için, pratikte, tüm paralar önemli ölçüde ABD dolarına sabitlenmiş ve ABD doları da altına endekslenmiştir. Böylece ABD doları temel para birimi haline gelmiştir.

Savaş, ülkelere tam istihdamı sağlamalarında çok önemli bir rol oynamıştır. Savaş sonrası dönemde ise tam istihdamın korunması için, mal talebinin faiz elastikiyetinin düşük, para talebinin faiz elastikiyetinin yüksek olduğu düşünülerek, Keynesyen politikalar, diğer bir deyişle talep yönetimi ön plana çıkmış, para politikası da talep yönetiminin bir parçası olarak

görülmüştür. Bu dönemde, ekonomik politikalar asıl olarak bütçe politikaları ile yürütülmeye çalışılmıştır.

Savaş sonrası dönemin en önemli özelliklerinden biri de, merkez bankalarına paranın değerini koruma görevinin yanına tam istihdamın ve büyümenin sağlanması gibi yeni görevler eklenmesi olmuştur. 1945 – 1950 yılları arasında ekonomi yönetiminde maliye politikaları ön plana çıkmış ve merkez bankaları Hazine'nin bir alt birimi haline gelmiştir.

2. Dünya Savaşı boyunca para politikası temelde, faiz oranları düşük ve sabit tutulurken, doğrudan kredi kontrolleri aracılığı ile yürütülmüştür. Savaş sonrası dönemde devam eden para politikası; kredi kontrolleri, sermaye ihraçları kontrolleri, faiz kontrolleri, devlet iç borçlanma senedi bulundurma zorunlulukları ve zorunlu karşılık oranları gibi doğrudan para politikası araçları ile yürütülmüştür (Capie, Goodhart ve Schnadt, 1994).

Daha sonraki dönemde, doğrudan para politikası araçlarını ilk terk etmeye başlayan ülke ABD olurken diğer ülkelerde serbestleşme çok yavaş ilerlemiştir. ABD'de, savaş sona erdikten birkaç yıl içinde doğrudan kontrolleri içeren araçlar yerine, piyasa bazlı para politikası araçlarına, özellikle kısa vadeli faiz oranları düzenlemesine, geri dönmüştür. Bu arada tüm dünyada sermaye hareketlerine konulan sınırlandırmalara rağmen gelişen finansal sisteme bağlı olarak sermaye hareketlerinde artma gözlenmeye başlamıştır.

Savaş sonrası ABD, Sovyetler Birliği'nin gelişmesi ve batılı ülkeler için bir tehdit haline gelmesi üzerine savunma harcamalarına devam etmiştir. Bu arada Almanya ve Japonya'nın ekonomilerinin çökmüş olduğu da dikkate alınarak sabitlenen pariteler, savaş sonrası söz konusu ülkelerin çok hızlı biçimde ekonomilerini harekete geçirmeleri sonucunda belirlenen pariteler söz konusu ülkeler için avantajlı hale gelmiş, ABD ticarete konu olan mallarda rekabetçi üstünlüğünü kaybetmiştir. 1960'larda zaten yüksek olan savunma harcamalarına, Vietnam savaşı harcamalarının da eklenmesi, ABD'de enflasyonun yükselmesine neden olmuş, rekabet gücü iyice azalan ABD Almanya'dan Markın değerini yükseltmesini istemiş, ancak bu istek geri çevrilmiştir. Bu da sermaye hareketlerinin arttığı bir ortamda sabit kur

rejimlerinin sürdürülebilirliği imkanını ortadan kaldırmış ve 1960'ların sonunda, 1970'lerin başında ortaya çıkan şoklar Bretton Woods sistemini yıkmıştır.

### **1.2.5. 1971'den Günümüze: Bağımsız Merkez Bankacılığı**

Bretton Woods sisteminin yıkılışı ve dalgalı kur rejimine geçişle birlikte, merkez bankaları para politikası stratejilerinde ve kullandıkları araçlarda çok önemli değişiklikler meydana gelmiş, günümüz modern merkez bankacılığı anlayışının tohumları atılmıştır. Yine bu dönem ve sonrasında merkez bankacılığında parasalcı akımın egemen ortaya çıkmıştır. Sabit kur rejimi, ülkelere enflasyonla uyumlu (accommodative) politikalar uygulanmasını sınırlandırmakta, bir nevi enflasyonist politikalar önünde engel teşkil etmekteydi. Bu engelin ortadan kalkması ile birlikte en azından petrol şoklarının da şiddetlendirdiği ekonomik durgunluğu gidermek amacıyla genişlemeci para politikası uygulanması, batılı ülkelerde enflasyonist süreci hızlandırmıştır. Bu da toplumda gelecek dönem enflasyonist beklentilerin artmasına neden olmuştur. Önceki yıllarda enflasyon savaşlarının ve devrimlerin finansmanının yarattığı geçici bir olay olarak algılanmış ve bu olaylar çözümlendikten sonra durağan fiyat seviyesinin tekrar oluşturulacağı öngörülmüştür. Bu nedenle, enflasyonist beklentilerin olmaması, philips eğrisinin en azından kısa dönemde yatay ve düşük eğimli olmasını sağlamış, bu da kısa vadede üretim/enflasyon seçeneğinin bulunduğu, genişlemeci politikaların fazla enflasyona yol açmadan üretimde artışa neden olacağı fikrinin yerleşmesine neden olmuştur. Halbuki, parasalcı ekolden olan Friedman (1968) ve Phelps (1968), enflasyonist beklentilerin artması ile birlikte, kısa dönemli Philips eğrisinin dikleşeceği, bu nedenle, böyle bir ortamda genişlemeci parasal politikaların üretimde önemli bir gelişme sağlayamayacağı ve enflasyona yol açacağı, daha sonra enflasyonu önlemek için uygulanacak daraltıcı politikalar nedeniyle üretim kayıpları dikkate alındığında, toplamda getiri yerine kayba uğranılacağı konusunda uyarılarda bulunmuşlardır. Onlara göre, para politikası talebi kontrol ederek fiyat istikrarına odaklanmalıydı. Nitekim, 1970'li yılların başında uygulanan Keynesyen politikalarla uyumlu para politikalarının enflasyonu ve durgunluğu

önlemedeki başarısızlığı üzerine parasalcı ekolün önerdiği politikalar uygulanmaya başlamıştır.

Bu dönem, merkez bankalarının görev tanımlamalarında da değişikliklere yol açmıştır. Parasalcı görüşe paralel olarak, merkez bankalarının temel ekonomik hedeflere en büyük katkıyı ancak fiyat istikrarını sağlayarak yapabileceği görüşü ağır basmış, merkez bankaları politika kararlarında İkinci Dünya Savaşı sonrası dikkate aldıkları ekonomik büyümeyi ve tam istihdamı amaç fonksiyonlarından çıkartmaya ve fiyat istikrarına odaklanmaya başlamışlardır.

Dalgalı kur rejimleri ve parasalcı ekolün etkili olması ile birlikte para politikası stratejilerinde de yapısal değişiklikler meydana gelmiştir. Geçmişte merkez bankaları, temel ara hedef olan döviz kurları iken, faiz oranları dönemsel dalgalanmalara karşı kullanılmaktaydı. Bu dönemde ise döviz kurları esnek olduğu için, faiz oranlarının çok daha aktif bir şekilde kullanılması gereği ortaya çıkmıştır. Başta Godfeld ve Laidler olmak üzere, bazı ekonomistler, para talebinin sınırlı sayıdaki değişkenin bir fonksiyonu olduğunu, paranın dolaşım hızının tahmin edilebilir olduğunu ve otoriteler kısa dönemde nominal gelirleri ve daha uzun bir dönemde enflasyonu kontrol edebilmeleri için parasal büyümeye hedefler konulmasının uygun olacağını ileri sürmüşlerdir (Fischer, 1994). Bu ve benzeri çalışmalar, merkez bankalarını parasal hedefleme (monetary targeting) çağına yöneltmiştir. Bu dönemi, para politikası stratejileri açısından, ara hedefleme dönemi olarak da adlandırabiliriz. 1974 yılında Batı Almanya Merkez Bankası (Bundesbank) merkez bankası parasına bir hedef koyarak bu uyum sürecini başlatmıştır. 1975 yılında ABD, Kanada ve İsviçre; 1976 yılında da İngiltere parasal hedeflemeye geçmiştir (Griffiths ve Wood, 1981). Yalnızca 2. petrol şokunun etkisiyle olmamakla birlikte, enflasyon oranları yükselmeye devam etmiş ve parasal istikrarla ilgili kaygılar yükselmiştir. Merkez bankaları bu dönem sonuna kadar faiz oranlarını değiştirmek suretiyle parasal hedeflerine ulaşabilme çabalarını sürdürmüşlerdir. Parasalcılar, faizlerin piyasada serbestçe belirlenebilmesine izin verilmesi ve sezonsal olarak düzeltilmiş para tabanının doğrudan kontrolü için otoritelere baskı yapmışlardır. Bu

tartışma 1980'lerin ortasına kadar devam etmiş ve bu tarihlerde yaşanan krizlerin etkisiyle parasal hedefleme sisteminin çökmesiyle sonuçlanmıştır (Goodhart, 1989 ve 1994).

1980'lerden başlayarak, parasal büyüklükler hedeflerine pratik olarak ulaşılması hem güç olmuş, hem de parasal hedeflere ulaşılması için gösterilen çabalar faiz oranlarının aşırı dalgalanması gereğini ortaya çıkartmıştır. Diğer yandan, teknolojik gelişmeler ve finansal serbestleşme sonucunda yeni ödeme ve tasarruf araçlarının ortaya çıkması, paranın dolaşım hızının durağanlığını zayıflatmış, parasal büyüklükler ile enflasyon arasındaki ekonometrik ilişkinin zayıflamasına neden olmuştur (Bernanke, Laubach, Mishkin ve Posen, 1999). Böylece, parasal hedeflemenin güvenilirliği zayıflamış ve merkez bankaları parasal hedeflemeden vazgeçmeye başlamışlardır. 1980'lerin ortalarından itibaren aşamalı da olsa, merkez bankaları, paranın miktarından ziyade fiyatının, faiz oranlarının kontrolüne yönelmeye başlamışlar, parasal büyüklükler daha çok izlenen önemli bir öncü gösterge niteliğine dönüşmüştür.

1990'lı yıllara gelindiğinde ise, merkez bankacılığındaki temel tartışmalar, operasyonel tekniklerden (faiz oranı-para tabanı kontrolü) merkez bankası bağımsızlığı, sorumluluğu ve güvenilirliği gibi yapısal sorunlara doğru kaymıştır.

Bu zaman diliminde merkez bankaları genel kabul gören orta vadeli fiyat istikrarı amacı için en temel enstrüman olarak ellerinde tek kalan kısa vadeli faiz oranlarını kullanmışlardır. Temel operasyonel problem ise faiz oranları değişikliklerinin ekonomiyi (parasal genişlemeyi) farklı gecikmelerle ve ne derecede etkileyeceği olmuştur. Sonuçta merkez bankaları cari dönem verilerinden çok gelecek dönemde belirsiz olan enflasyon oranı sapmalarına karşı faiz oranı değişikliklerine ihtiyaç duymuşlardır. Bunun anlamı, gelecek dönem enflasyon beklentilerinin (yıllık 1.5 – 2.0) para politikasının yürütülmesinde merkezi bir rol oynamaya başlamış olmasıdır (Capie, Goodhart ve Schnadt, 1994). Dolayısıyla, merkez bankacılığı tarihçesi açısından, 1980'li yıllar merkez bankası bağımsızlığı ve para politikası stratejileri açısından bir geçiş dönemi, 1990'lı yıllar ise merkez bankası



bağımsızlığının artık “*olmazsa olmaz*” olarak görülen, para politikası stratejisi açısından ise “*enflasyon hedeflemesi*”ne geçişin yaygınlaştığı bir dönem olarak adlandırmamız mümkündür. Para politikası araçları açısından ise 1970’li yılları ve sonrası dönemi, doğrudan para politikası araçlarından, piyasa mekanizmasına dayalı dolaylı para politikası araçlarına geçiş dönemi olarak kabul edebiliriz.

## İKİNCİ BÖLÜM

### PARA POLİTİKASI VE PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

#### 2.1. Para Politikası

Para politikasını çeşitli şekillerde tanımlamak mümkündür. Ekonomi literatüründe para politikası, paranın miktarını, maliyetini ve firmalar ile hane halklarının bekleyişlerini etkileyerek temel amaçlara ulaşmaya yönelik olarak oluşturulan stratejiler bütünü olarak tanımlanmaktadır. Diğer bir tanımlamayla da, para politikası paranın elde edilebilirliğini ve maliyetini etkilemeye yönelik alınan kararları ifade eder.<sup>8</sup>

Bu çerçevede, merkez bankalarının (i) alacağı para politikası kararlarının ekonomiyi hangi yollarla etkileyerek temel amaçlara ulaşılmasını sağlayacağını bilmesi (ii) uyguladığı para politikası stratejisi doğrultusunda paranın miktarını/maliyetini nasıl belirleyeceğine karar vermesi gerekmektedir. Bu noktada parasal aktarım mekanizması, para politikası stratejileri ve para politikası araçları kavramları karşımıza çıkmaktadır. Aşağıda öncelikle parasal aktarım mekanizması ve para politikası stratejileri kısaca özetlendikten sonra para politikası araçları detaylı olarak işlenmektedir.

##### 2.1.1. Aktarım Mekanizmaları

Merkez bankaları, firmaların ya da hane halklarının fiyatlama davranışlarını, dolayısıyla, enflasyonu doğrudan kontrol edemezler. Bu nedenle merkez bankaları para politikası stratejilerini belirlerken enflasyonu belirleyen ve kontrol edebilecekleri değişkenleri, bu değişkenlerin enflasyonu hangi kanallarla etkileyeceğini iyi analiz etmeleri ve para politikalarını buna

---

<sup>8</sup> Örneğin, Gray ve Hoggarth (1996), Guitian (1996), Fischer (1994 ve 1996), Meulendyke (1998), Bernanke, Laubach, Mishkin ve Posen (1999), Greenspan (1998), Mishkin (2000), Bofinger (2001), ECB (2001) ve Svensson (2004).

göre belirlemeleri gerekmektedir. Burada aktarım mekanizması (transmission mechanism) kavramı ön plana çıkmaktadır.

Para otoritesi tarafından alınan kararların ve uygulanan politikalarının ekonomiyi ne şekilde etkileyeceği ekonomistler ve para politikası otoriteleri tarafından anlaşılmaya çalışılmış, özellikle son zamanlarda birçok çalışmaya konu olmuştur. Bu mekanizmanın tam olarak formüle edilmesinin mümkün olmaması sebebiyle, parasal aktarım mekanizması bazı ekonomistler tarafından “kara kutu” (black box) olarak adlandırılmıştır<sup>9</sup>. Bu etkileşimin hangi yollarla olduğu ve farklı aktarım kanallarının ekonomiyi nasıl etkilediğinin belirlenmesi ile birlikte uygulanan para politikasının ekonomik büyüklüklere etkisinin daha kesin tahmin edilebilmesi ve hedeflerin para otoritesince daha doğru seçilmesi mümkün olabilmektedir.

#### **2.1.1.1 Miktar Teorisi ve Aktarım Mekanizması**

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

$$M * V = P * Y$$

eşitliği yazılabilir. Burada;

M = Para arzını,

V = Paranın dolaşım hızını,

P = Fiyatlar genel seviyesini,

Y = Reel üretimi,

---

<sup>9</sup> Örneğin, Bernanke ve Gertler (1995), Mishkin (1996 ve 2001) ve Nualtaranee (2001).

göstermektedir. Bu eşitliğin her iki tarafındaki değişkenlerin logaritmasını aldığımızda,

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

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

$$\%M + \%V \approx \%P + \%Y$$

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

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

$$\%M \approx \%P + \%Y$$

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

Buna göre, para arzındaki her artış, ya enflasyona, ya üretim artışına, ya da her ikisinde birden artışa neden olacaktır. Literatürdeki genel görüş, ekonomi potansiyel üretim düzeyinde iken, yani normal kapasitesindeyken, para arzındaki artışın; ilk başta reel üretimi artıracığını, fiyatların ise sınırlı bir artış göstereceğini; daha sonraki aşamada, fiyatların artmaya, üretimin ise ilk yükselişin ardından, normal seviyelerine doğru azalmaya başlayacağını; uzun dönemde ise üretimin normal seviyesine gerileyeceğini ve para arzındaki artışın tamamen enflasyon olarak karşımıza çıkacağını kabul etmektir. Literatürde, para arzındaki artışın ne kadar sürede enflasyona yol açacağı konusunda farklı görüşler vardır. Rasyonel beklentiler hipotezine göre, para arzındaki artışı gören firma ve hane halkları, gelecek dönemde enflasyonun ne ölçüde artacağını bileceklerinden, fiyat ve ücretlerini daha başlangıçta artırırlar ve para arzındaki artışın etkisi çok kısa sürede ortaya çıkar. Ancak, yapılan çeşitli çalışmalar, para politikasındaki değişikliklerin fiyatlar üzerindeki etkisinin gecikmeyle ortaya çıktığını

göstermektedir. Ancak, bu etki ülkeden ülkeye değişmektedir. Yüksek ve dalgalı enflasyona sahip ülkelerde, kontratların ve üretim kararlarının süresi kısa olduğundan, parasal genişlemenin enflasyon üzerindeki etkisi çok daha kısa, örneğin 3 – 6 ay arasındadır (ECB, 2001). Ancak, miktar teorisi aktarım mekanizması konusunda detay vermemektedir.

#### **2.1.1.1.1. Faiz Oranı Kanalıyla Aktarım Mekanizması**

Faiz oranı kanalıyla standart aktarma mekanizması faiz oranına dayalı aktarma süreci, Hicks (1937) tarafından ortaya konulan IS-LM modeli çerçevesinde açıklanmaktadır<sup>10</sup>;

- Para arzındaki artış; para talebi sabitken faizlerin düşmesine neden olacaktır.
- Faiz oranlarındaki düşme; hane halklarının tüketiminin artmasına, yatırımları fonlama maliyetinin düşmesi nedeniyle firmaların yatırım malları talebinin artmasına neden olacaktır. Böylece, hem tüketim, hem de yatırım mali talebinin artması, ekonomide toplam talebin artmasına, bu da üretimin artmasına neden olacaktır. Dolayısıyla, faiz oranı kanalıyla standart aktarım mekanizmasında para arzı artışları ekonomik genişleme yaratırken, parasal bir daralma ekonomik faaliyetlerde de paralel bir daralmaya yol açmaktadır.
- Özel kesim tüketim ve yatırım harcamalarının uzun dönem reel faiz oranına duyarlı olduğu açıklanmaktadır. Fiyat uyarlamasının belirli bir zamanı gerektirdiği varsayımı altında, merkez bankasının kısa dönem nominal faiz oranında yarattığı değişiklik, hem kısa hem de uzun dönem reel faiz oranlarında aynı yönde değişiklik yaratmaktadır. Kısa dönem faiz oranı ile uzun dönem faiz oranı arasındaki aynı yönlü ilişki “uzun dönem faiz oranının beklenen kısa dönem faiz oranlarının ağırlıklı ortalaması olduğunu” ifade eden beklentiler teorisi ile kurulmaktadır. Dolayısıyla, merkez bankasının para arzını artırarak gerek nominal gerekse reel kısa dönem faiz oranını düşürmesi uzun dönem oranında da düşmeye yol açacak ve bu

<sup>10</sup> Örneğin, Hoggarth (1996), Mishkin (1996 ve 2000), Bofinger (2001) ve ECB (2001).

şekilde toplam talep, dolayısıyla üretimde artış meydana gelecektir. Ancak, merkez bankalarının faiz artırması her zaman uzun vadeli faizlerin artacağı anlamına gelmemektedir. Eğer merkez bankasının faiz artırımının uzun vadede enflasyon baskısını azaltacağına inanılıyorsa uzun vadeli faizler artmayabilir, ancak kısa dönemli faizlerin artması yine de iç talebi azaltıcı yönde etkili olur. Zira, uzun vadeli faizler, iç talebin mevcut kısa vadeli faiz artırımını kontrol altına alınacağı beklentisi ve öngörüsü ile artmaz<sup>11</sup>.

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

#### **2.1.1.1.2. Kurları İçeren Aktarım Mekanizması**

Ancak, yukarıdaki aktarım mekanizmasında para arzının kurlar üzerindeki etkileri yer almamaktadır. Dolayısıyla, dışa açık ekonomilerde, dış ticaretin ülke üretimi içindeki payı yüksek olduğundan ((Toplam ithalat + ihracat) / GSMH oranı büyüktür), kurlardaki değişimler, üretim ve fiyatlar üzerinde çok etkili olabilmektedir. Dünya çapında gözlenen globalleşme ve esnek döviz kuru sistemlerinin benimsenmesi yönündeki eğilimler, özellikle küçük ve dışa açık ekonomilerde para politikasının döviz kuru kanalından ortaya çıkan etkilerinin taşıdığı önemi artırmıştır. Kurları içeren aktarım mekanizmasında,<sup>12</sup>

- Para arzının artması; faizlerin düşmesine neden olacaktır.

<sup>11</sup> Örneğin, Romer ve Romer (2000), Romer (2001), Ellingsen ve Söderström (2001 ve 2003).

<sup>12</sup> Örneğin, Hoggarth (1996) ve ECB (2001).

- Faizlerin düşmesi; dışarıya sermaye çıkışlarının artmasına ya da sermaye girişlerinin azalmasına neden olmaktadır. Bu durum yerli paranın değer kaybetmesine neden olacaktır.

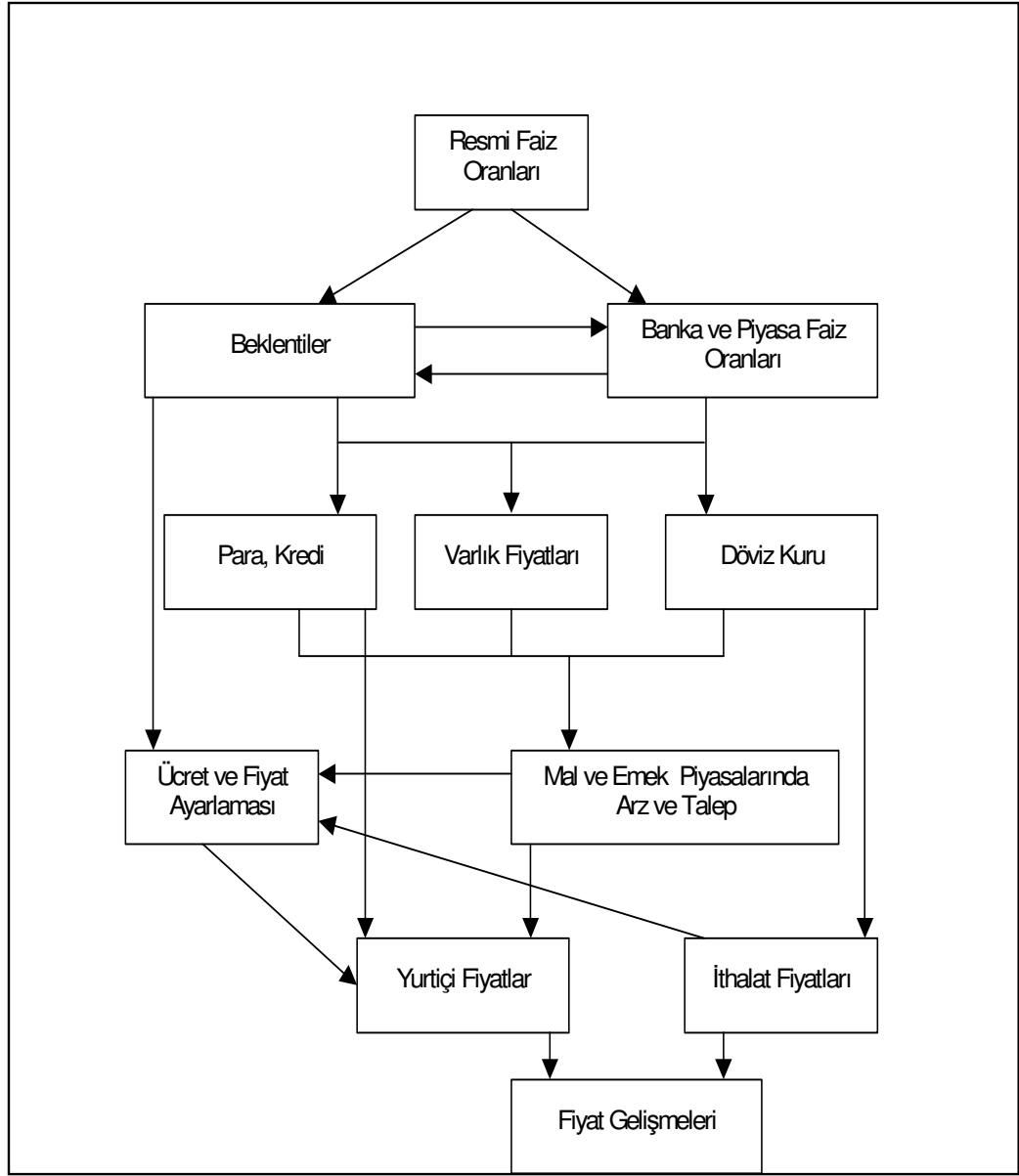
- Yerli paranın değer kaybetmesi de ihracatın yabancı para cinsi olması nedeniyle ihracattan elde edilen gelirlerin yerli para cinsinden artmasına neden olacağından, ihracatın artmasına yol açarken; yerli paranın değer kaybetmesi, ithalatın maliyetini artırması nedeniyle ithal ürünlere olan talebi azaltacaktır. Böylece ülkenin net dış ticaret gelirleri artacaktır.

- Böylece, yerli ürünler için hem yurt dışı talep, hem de yurtiçi talep artacağından, toplam talep artacak, bu da yine yukarıda açıklanan nedenlerle fiyatların artmasına neden olacaktır.

- Kurlardaki artış, fiyatlar üzerindeki talep üzerinden dolaylı etkisinin yanında, bir de ithal ara mallarının ve tüketim mallarının fiyatlarını doğrudan etkilemesi nedeniyle de fiyatlarda artışa neden olacaktır.

Uluslararası finansal sermayenin dünya çapında önemli ölçüde hareketliliğe sahip olması, para politikasının döviz kuru aracılığıyla net ihracatı etkileme sürecinde önemli rol oynamaktadır. Sermayenin hareketli olması, kısa dönem faiz oranları ile döviz kuru arasında faiz oranı paritesi olarak isimlendirilen bir ilişki olduğu anlamına gelmektedir. Faiz oranı paritesine göre, rasyonel beklentilerin varlığında, iki ülkedeki faiz oranları arasındaki farklılık, döviz kuru açısından beklenen değişim oranına eşit olmalıdır. Belirtilen ilişki bozulduğu takdirde, görece olarak yüksek getiri oranının olduğu ülkeye sermaye girişi ortaya çıkacak ve bu süreç beklenen getiri oranları her iki ülke için eşitleninceye kadar devam edecektir (Telatar, 2002).

Aslında aktarım mekanizması çok daha karmaşık bir süreçtir ve piyasaların, firmaların ve hane halklarının beklentilerinin de belirleyici olması nedeniyle tam ve net olarak anlamak mümkün değildir. Aktarım mekanizması çok daha detaylı olmakla birlikte, Avrupa Birliği Merkez Bankası'nın Para Politikası (2001) adlı yayınında Şekil 2.1'deki gibi anlaşılabilir olarak anlatılmaktadır.



**Şekil 2.1 : Parasal Aktarım Mekanizması**

Kaynak: The Monetary Policy of the ECB, 2001

Bu anlatıma göre;

(i) Halkın nakit para ihtiyacının karşılanması ve merkez bankası nezdinde zorunlu karşılık bulundurma gereği nedeniyle, bankaların merkez bankası fonlarına ihtiyaçları vardır ve bankalar bu kaynakları merkez bankasından borçlanarak elde ederler. Merkez bankaları bankaların ihtiyaç



duyduğu likiditeyi sağlamak amacıyla bankalara verdiği kısa vadeli borçların ya da fazla likiditelerini çekmek amacıyla yaptığı borçlanmanın faiz oranlarını kendisi belirler. Dolayısıyla, merkez bankalarının para arzı ve kısa vadeli faiz oranları üzerinde kontrol kabiliyeti vardır.

(ii) Kısa dönemli faiz oranları, bankacılık sistemi kredi faizleri üzerinde belirleyicidir. Merkez bankası kısa dönemli faizleri artırdığında, piyasadan daha fazla likidite çekeceği, ya da sağlayacağı likiditeyi azaltacağı için, piyasaya daha az kredi verilebilir kaynak bırakacak, bu da kredi maliyetlerini artıracaktır.

(iii) Merkez bankası faiz oranlarının düzeyi ve yapılacak değişiklikler piyasaya gelecek dönemdeki politikaları için sinyal olur ve enflasyon beklentilerini etkiler. Eğer faizler yükseltilir ve bu piyasalarca gelecek dönemde enflasyonla mücadelenin ciddi biçimde devam edeceği olarak algılanırsa, enflasyon beklentileri düşer.

(iv) Enflasyon beklentilerindeki değişiklik, gerek uzun dönemli faizler gerekse ücret ve fiyatlama davranışları üzerinde önemli etkiler yapar. Enflasyon beklentilerinin düşmesi, işçilerin gelecek dönemde daha fazla ücret talep etmelerini engellerken, uzun vadeli kontratların, örneğin kiraların, okul ücretlerinin daha makul düzeylerde belirlenmesine yol açar. Enflasyon beklentileri, uzun dönemli faiz oranları üzerinde de etkilidir. Enflasyon beklentilerinin düşük olması, uzun dönemli faizlerin de düşük olmasına neden olur.

(v) Bankacılık sisteminin kredi verilebilir kaynaklarının azalması ve kredi maliyetlerinin artması, yatırım ve harcama talebinin düşmesine neden olur.

(vi) Faiz oranlarının düzeyi ve gelecek dönemdeki enflasyona ilişkin beklentiler, finansal varlıkların değerini,

finansal varlıkların değerindeki değişiklik de hane halklarının tasarruf-harcama eğilimlerini, firmaların yatırım eğilimlerini etkileyerek talep üzerinde belirleyici olur. Yüksek faiz oranları, tasarruf eğilimini artırırken, yatırım eğilimini azaltacak, böylece toplam talebi azaltacaktır.

(vii) Faiz oranlarındaki değişiklik ve enflasyon beklentileri kurlar üzerinde de belirleyici olacaktır. Kısa dönemli faizlerin yüksek, gelecek döneme ilişkin enflasyon beklentilerinin düşük olması, yerli paraya talebi artırarak kurların düşmesine yol açacaktır.

(viii) Yukarıda açıklandığı üzere, kurlar, ihracatı ve ithalatı etkilemesi nedeniyle toplam mal ve hizmet talebini ve arzını doğrudan etkileyecektir. Faizlerin artması, kurları düşürecek, bu durum ithalatı teşvik ederken, ihracat üzerinde baskıya yol açacak, böylece yurtiçinde üretilen mallara olan toplam talebi azaltacak, toplam talebin azalması da işçilik talebinin düşmesine neden olacaktır.

(ix) Toplam işçilik talebinin azalması da doğrudan ücret artış taleplerini azaltacak, bu da fiyat artışlarını engelleyici bir faktör olacaktır.

(x) Böylece, toplam talep, işçilik ücretleri ve kurlar tüketim sepetindeki malların fiyatlarını belirleyecektir.

Sonuç olarak; merkez bankaları, politika araçlarıyla, kısa vadeli faizleri ve para arzını kontrol etmekte, para arzı ve kısa vadeli faizler; hem talebi, hem kurları, hem de enflasyon beklentilerini birden fazla kanal aracılığı ile etkileyerek, fiyatlar, dolayısıyla enflasyon üzerinde etkili (belirleyici) olmaktadır.

### 2.1.2. Para Politikası Stratejileri

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

(i) Nihai hedef,

(ii) Ara hedef,

(iii) Operasyonel hedefler,

(iv) Hedefe ulaşmada kullanılacak politika araçları ve bu politika araçlarını uygulama yöntemleridir.

Nihai hedef (final or ultimate objectives); reel büyüme, istihdam, gelir dağılımı, ödemeler dengesi veya fiyat istikrarı gibi politika yapıcıların ilgilendiği ve karar verdiği oldukça geniş makroekonomik değişkenleri ifade etmektedir. Farklı yerlerde ve zamanlarda, yukarıda sayılan makroekonomik değişkenlerin biri yada birkaçı para politikası hedefleri olarak kullanılmıştır. Günümüzde merkez bankacılığında genel kabul gören nihai hedef ise, bir önceki bölümde detaylı olarak işlendiği üzere, fiyat istikrarını sağlamak ve korumaktır (Guitian, 1996).

Ara hedefler (intermediate target variables), nihai hedefe ulaşılmasını sağlayacak olan, nihai hedefi belirlediği düşünölen ve büyük ölçüde merkez

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

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

Bu değişkenler, enflasyonun gelişimi ve gelecekteki seyri hakkında güvenilir bilgi verirler ve merkez bankaları tarafından kontrol edilebilirler. Merkez bankaları ara hedef seçiminde 3 önemli kriteri göz önünde bulundurur (Çufadar ve Kasapoğlu, 2002):

a- Asıl hedefle istikrarlı bir ilişki: Ara hedef olarak seçilecek değişken ile enflasyon arasında her zaman geçerli olan, zamana ve koşullara göre değişmeyen bir ilişki olmalı; ara hedef, enflasyonu her zaman tahmin edilebilir oranda etkileyebilmelidir. Örnek olarak, bir değişken, enflasyonu bazen % 80 bazen de % 30 oranında etkiliyorsa, bu değişkenle enflasyon arasında istikrarlı bir ilişki yok demektir.

b- Aktarım mekanizmasında belirleyicilik: Ara hedef olarak seçilecek değişken, enflasyonu güçlü bir şekilde etkileyebilmelidir. Örnek olarak, aktarım mekanizmasında, enflasyonu % 80 oranında belirleyen bir değişken, % 50 oranında belirleyen bir değişkenden daha belirleyicidir.

c- Merkez bankasının kontrolünde olma: Bir değişken, enflasyonu istikrarlı ve güçlü bir şekilde belirlese dahi, eğer merkez bankasının o değişken üzerindeki kontrolü zayıfsa, o değişken iyi bir ara hedef değildir. Örnek olarak, enflasyonla hem istikrarlı bir ilişkiye sahip olan, hem de aktarım mekanizmasında çok belirleyici olan bir değişkenin kontrolü zorsa, bu değişken iyi bir ara hedef değildir. Son yıllarda kurlar buna örnek teşkil etmektedir. Kurlarla enflasyon arasında hem istikrarlı hem de güçlü bir ilişki

olmasına karşın, özellikle spekülatif nitelikli sermaye hareketlerinin (serbestleştirilmesinden sonra) çok arttığı günümüzde, kurların genelde merkez bankaları tarafından kontrol edilmesinin zor olduğu görülmektedir.

Operasyonel hedef değişkenleri (operating target variables), ara hedef değişkenlerine göre, merkez bankası politikaları tarafından daha hızlı ve doğrudan etkilenebilen gecelik faiz oranları veya bankaların rezerv durumu gibi değişkenler olup, ara hedef değişkenleri ve/veya nihai hedef üzerinde oldukça anlamlı (güvenilir) etkilere sahiptir.

Para politikası araçları uygulama yöntemleri; para politikası araçlarının kullanımına ilişkin usul ve esasların belirlendiği teknik düzenlemeleri içermektedir.

Sonuç olarak; para politikası, para arzı, kısa vadeli faizler ya da kurlar gibi enflasyon üzerinde belirleyici olan değişkenlerin kontrolüne dayanır. Ancak, merkez bankaları sermaye hareketlerinin serbest olduğu ortamlarda, para arzı, faiz oranı ve kurlar seçeneklerinden sadece birini doğrudan kontrol edebilir. Bu üç değişkenden ikisi ya da üçü aynı anda doğrudan kontrol edilemez. Buna literatürde *impossible trinity*<sup>13</sup> (*imkansız üçlü*) de denilmektedir. Örnek olarak, kurların kontrol edilmeye çalışıldığı bir programda, faiz oranları mevcut kur düzeyi ile tutarlı değilse ve bu nedenle dövize talep olursa, piyasadaki likidite daralacağı için, merkez bankası faizlerdeki yükselişe göz yummak zorunda kalır. Çünkü, eğer faizlerin yükselmesini engellemek için piyasaya likidite verirse, döviz talebi devam edeceğinden, merkez bankası rezerv kaybetmeye başlar ve rezervlerin azalması ilave döviz talebini tetikler. İlave döviz talebi tekrar likidite ihtiyacı ortaya çıkartarak faizler üzerinde baskı yaratır. Bu durumda, döviz rezervleri sınırlı olduğundan, merkez bankası, sonuçta ya kurları kontrol etmekten vazgeçmek ya da faizlerin yükselmesine izin vermek seçeneklerinden birini seçmek zorunda kalır. Sabit döviz kuru sisteminde, para piyasalarındaki dengesizlik nihai olarak ödemeler dengesi aracılığıyla elimine edilebilmektedir. Dolayısıyla, para arzı, döviz kurları ve faiz oranları, hepsi bir arada merkez bankası tarafından sabitlenemez. Herhangi bir monopolcü

---

<sup>13</sup> Örneğin, Obstfeld (1998) ve Frankel (1999).

davranışı gibi, merkez bankası ya fiyatı ya da tekel gücüne sahip olduğu ürünün miktarını belirleyebilirken, piyasa bazlı bir sistemde her ikisini de aynı anda hedefleyemez. Merkez bankası ya fiyat istikrarı amacına ulaşabilmek amacıyla para tabanını veya döviz kurunu hedef değişken olarak kullanabilmekte ya da döviz kuru amacına ulaşabilmek için faiz oranını veya para tabanını hedef değişken olarak kullanabilmektedir (Guitian, 1996).

Para politikasının başarısı için, merkez bankalarının nihai hedefe ulaşmak için uygulayacağı stratejilerini önceden belirlemek, beklentileri şekillendirmek amacıyla bu stratejisini kamuoyu ile paylaşmak ve para politikası araçlarını bu strateji çerçevesinde tutarlı bir şekilde uygulamak zorundadır. Genel olarak iki tür para politikası stratejisi vardır:

- 1) Ara hedefleme,
- 2) Doğrudan enflasyon hedeflemesi.

#### **2.1.2.1. Ara Hedefleme**

Merkez bankası ara hedefleme stratejisinde, kamuoyuna enflasyonla mücadele için belirlediği ara hedefini ilan etmekte ve araçlarını bu ara hedefi tutturmaya yönelik olarak oluşturmaktadır. Diğer bir deyişle, iki aşamalı politika sürecinin birinci aşamasında, merkez bankası kontrol edebileceği bir değişkeni seçer ve bu ara hedefi nihai amacına yönelik olarak kullanır. İlk aşamada seçilen değişken üzerine konulan hedef, ikinci aşamaya geçilmeden önce ulaşılması gereken bir amaç niteliği kazanır. Ancak, ara hedef ile enflasyon arasında yüzde yüz ilişki olmadığından, ara hedefin tutturulması enflasyon hedefinin tutturulacağı anlamına gelmez. Bu durumda, ara hedef tutturulsa dahi, enflasyon hedeflenen düzeyin üzerine çıkabilir. Ayrıca, uzman olmayan kişilere, sokaktaki vatandaşa, ara hedef ile enflasyon arasındaki ilişkiyi, dolayısıyla merkez bankasının niyetini, politikalarının anlamını net olarak anlatmak zordur. Bu nedenle ara hedeflemenin, enflasyonun önemli belirleyicilerinden olan bekleyişler üzerindeki etkisi zayıf kalabilir.

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

Üç çeşit ara hedefleme stratejisi vardır :

1)Parasal Hedefleme,

2)Kur Çapısı ve,

3)Merkez Bankası Bilançosu Hedeflemesi.

İzleyen üç alt bölümde bu ara hedefleme stratejileri özetlenecektir.

#### **2.1.2.1.1. Parasal Hedefleme**

Parasal hedefleme, 1990'lı yıllara kadar yaygın olarak kullanılan bir para politikası stratejisidir ve çok basit haliyle miktar teorisine dayanır :

$$% M \approx \% P + \% Y - \% V$$

Parasal hedeflemede, ara hedef olarak seçilecek para arzı tanımı, ekonometrik çalışmalardan sonra enflasyonla en istikrarlı ilişkiye sahip olan, enflasyon üzerinde en fazla etkiye sahip ve merkez bankasının en fazla kontrol edilebilme kriterleri dikkate alınarak belirlenir. Eğer paranın dolaşım hızı istikrarlı ise, yukarıdaki eşitlik sağlıklı olarak kullanılarak parasal büyüklükler enflasyonu kontrol etmek amacıyla kullanılabilir. Örnek olarak, Almanya M3'ü, İsviçre ise mevsimsel olarak düzeltilmiş M0 hedeflerini kullanmışlardır. İsviçre'de enflasyon hedefi ortalama olarak % 1 açıklanmıştır. Almanya Merkez Bankası reeskont (discount) ve Lombard kredi imkanlarını para piyasası faiz oranları için bir taban ve tavan oluşturması amacıyla kullanmış ve daha sonraki aşamalarda bu etkiyi APİ ile yapmaya başlamıştır (Guitian, 1996). Ayrıca, Avrupa Merkez Bankası da, ara hedef olarak M3'ü hedeflemekte, istikrarlı büyüme trendi olarak % 2 – % 2.5'u seçmekte,

enflasyonu % 2 olarak hedeflemektedir. Yapılan çalışmalar, paranın dolaşım hızının yıllık bazda % 0.5 – % 1 aralığında azaldığını göstermektedir. Buna göre;

$$\% M3 = \% P + \% Y - \% V$$

$$\% M3 = \% 2 + \% 2 - (\% - 0.5)$$

$$\% M3 = \% 4.5 \text{ olmaktadır.}$$

Benzer şekilde, ülkemizde 2001-2004 dönemi para tabanı hedefleri de miktar teorisine göre belirlenmiştir. Programda paranın dolaşım hızının istikrarlı olacağı varsayımıyla, paranın dolaşım hızındaki değişim yaklaşık sıfır olarak kabul edilmiştir. Ancak, yukarıdaki eşitlik aslında matematiksel olarak yaklaşık doğru olup, eşitliğin hassas hali aşağıdadır:

$$(1 + \% M) = (1 + \% P) * (1 + \% Y) / (1 + \% V)$$

Parasal hedefler, para politikası ve politika otoritelerinin enflasyonu düşürme niyetleri hakkında kamuoyuna ve piyasalara anında sinyaller göndermektedir. Bu sinyaller enflasyon beklentilerinin oluşmasına yardımcı olarak, daha düşük enflasyon yaratılması sonucunu doğurabilmektedir. Bu politikanın temelinde çok önemli iki unsur vardır :

1) Amaç değişken (enflasyon) ile hedeflenen parasal büyüklük arasında güçlü ve güvenilir bir ilişkinin var olması zorunluluğu,

2) Hedeflenen parasal büyüklüğün merkez bankası tarafından kontrol edilebilmesi zorunluluğudur.

Dolayısıyla, öncelikle istikrarlı bir para talebi olmalıdır. Daha sonra, hedeflenen parasal gösterge para otoritesinin kontrolü altında olmalıdır. Son olarak ise, hedeflenen parasal gösterge, fiyat hareketleri açısından bir öncü gösterge olmalıdır. Parasal hedefleme stratejisinde; kısa vadeli faiz oranları operasyonel hedef olarak, para arzı (büyümesi) ara hedef olarak ve nihai amaç olarak ise enflasyon seçilmektedir.



Ancak, özellikle 1980'lerin ikinci yarısından başlayarak, mevduata alternatif repo, yatırım fonu gibi yeni finansal araçların gelişmesi, kredi kartı, ATM gibi yeni ödeme araçlarının ve teknolojilerin ortaya çıkması, finansal liberalleşme gibi birçok faktör, para talebi tahminini zorlaştırmış, bu çerçevede, para arzının tanımlanması zorlaşmış ve para arzı tanımlarının enflasyon üzerindeki belirleyiciliğinin şiddeti ve istikrarı azalmıştır. Bu nedenle, son 10 – 15 yıldır parasal hedeflemenin popülerliği giderek azalmıştır.

#### **2.1.2.1.2. Kur Çapası**

Döviz kurları günümüzde özellikle küçük ve dışa açık ekonomiler için taşıdıkları önem ve reel ekonomiyi doğrudan etkileme potansiyelleri nedeniyle, uygulanan para politikası çerçevesinde doğrudan hedef, gösterge veya araç olarak kullanılmaktadır. Döviz kuruna yönelik uygulamalar, bir uçta tamamen sabit kur sistemi, diğer uçta ise tam serbesti olmak üzere, iki rejim arasında şekillenmektedir. Tamamen sabit kur sisteminde, ulusal para yabancı bir para veya paralardan oluşan bir sepet karşısında sabitlenmekte ve bu değer in sürmesi para otoritesi tarafından bazen açık bazen de dolaylı olarak garanti edilmektedir. Para Kurulu (currency board) türü uygulamalarda, bir taraftan kur sabitlenirken diğer taraftan ulusal para arzı tamamen bu kur üzerinden gerçekleştirilen döviz alış – satışlarına bağlanmaktadır. Tamamen serbest kur sisteminde ise, döviz kurunun fiyatı doğrudan (kura hiçbir müdahale olmaksızın) piyasada oluşan arz ve talebe göre belirlenmektedir. Ara rejim olarak adlandırılan, Avrupa Para Sistemine geçiş aşamasında da uygulanan kurun bir bant içerisinde hareketine müsaade eden yapı ile kontrollü dalgalanma (managed float) ve sürünen kur (crawling peg) adı altındaki sistemlerde ise, kur belli bir takım kriterlere göre yönlendirilmekte ve para otoritesi tarafından gerektiğinde müdahale edilmektedir. Kura yönelik bu tür rejimlerin seçimi, ülkelerin içinde bulunduğu şartlara göre değişmektedir.

Dışa açık ekonomilerde kurlar enflasyon üzerinde önemli bir belirleyiciliğe sahiptir. Diğer yandan, uzun süre yüksek enflasyonla yaşayan ülkelerde, özellikle halkın enflasyondan korunmak için fiyatlamada kurlardaki

değişiklikleri dikkate almaya başlamaları, kurlarla enflasyon arasındaki ilişkiyi (geçişkenliği (yansımayı) = pass-through) çok kuvvetlendirir. Ayrıca bu dönemlerde toplumun çeşitli kesimlerinde yerli paradan yabancı para birimlerine (dolarizasyon) doğru yoğun bir kaçış olduğu görülmüştür. Böylece ortaya çıkan para ikamesi de döviz kurlarındaki hareketliliği arttıracaktır. Bu da, kurdaki bir değişimin otomatik olarak para arzını etkileyeceğidir. Devalüasyon, yabancı para varlıklarının değerini yerli para değeriyle arttırmakta, böylece toplamda para arzı da artmaktadır (Berg ve Borensztein, 2000). Diğer yandan, uzun süreli enflasyon tecrübesi yaşayan ülkelerde, geriye dönük endeksleme yaygın bir davranış halini almaktadır. Geriye dönük endeksleme, basit olarak, hane halklarının gelecek dönem ücret taleplerini, mülk sahiplerinin gelecek dönem kira bedellerini ve firmaların fiyat ayarlamalarını ve bütçe planlarını geçmiş dönem enflasyonunu dikkate alarak belirlemeleridir. Bu nedenle, enflasyonist beklentilerin kırılması ve enflasyonun fazla ekonomik daralmaya neden olmadan daha az maliyetle düşürülmesi için kurlar ara hedef olarak kullanılabilir. Bu stratejide, kurlar önceden ilan edilen düzeylerde tutularak, halkın ve firmaların ücret ve fiyatlarını ilan edilen kurlarla uyumlu belirlemeleri beklenir. Kurların ilanı, şeffaftır ve herkes tarafından kolayca izlenebilir. Dolayısıyla, eğer inandırıcı olursa; hem her kesimin gelecek dönem enflasyonuna ilişkin bekleyişlerini doğrudan etkilemesi, hem de aktarım mekanizmasında doğrudan çok etkili olması nedenleriyle, enflasyonu düşürmede çok etkindir. Böylece, özellikle bekleyişleri etkilemesi nedeniyle, daha az üretim kaybıyla enflasyonun kontrol altına alınması mümkündür.

Ancak, kur çapası stratejisinin yukarıdaki avantajlarına karşın önemli dezavantajları da vardır: Kur çapası uygulamalarında, merkez bankasının likidite ve faizler üzerindeki kontrolü kaybolur ve likidite ve faizler ödemeler dengesi gelişmelerine göre belirlenir. Eğer, kur artışlarının kontrol edilmesine karşın, enflasyon yeteri kadar düşmezse, yerli para değer kazanır ve ithalat artarken, ihracat geriler bu da cari işlemler açığına yol açar. Yüksek cari işlemler açığı, doğrudan yabancı yatırımları yolu ile finanse edilmediğinde, ancak yüksek faizlerin teşvik edeceği “sıcak para” ile finanse edilebilir. Bu durumda ekonomi dışsal şoklara çok duyarlı hale gelir ve kur politikası

spekülatif ataklarla karşı karşıya kalabilir. Bu gelişmelerin muhtemel sonucu da, devalüasyonu gerektirebilir.

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

Özellikle, 1990'lı yılların ikinci yarısında, kur çapası uygulayan birçok ülke, spekülatif ataklara maruz kalmış ve istikrar programları başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Bu tecrübeler ışığında, kur çapası stratejisi, günümüzde popülerliğini yitirmiştir.

#### **2.1.2.1.3. Merkez Bankası Bilançosu Hedeflemesi**

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

#### **2.1.2.2. Doğrudan Enflasyon Hedeflemesi**

Daha önce de belirtildiği üzere, parasal ara hedeflemede, parasal büyüklüklerle enflasyon arasındaki güçlü ve istikrarlı ilişkinin kaybolması, kurların ara hedef olarak seçilmesinin de sakıncaları nedeniyle, 1990'lı yıllardan başlayarak Kanada, Finlandiya, Yeni Zelanda, İspanya, İsveç,

İngiltere ve Avustralya gibi ülkelerde, enflasyon hedeflemesi stratejisi popüler olmaya başlamıştır. Para politikasının yürütülmesinde gözlemlenen gelişmeler ise temel olarak enflasyonun doğrudan hedeflendiği politikaların yaygınlaşması eğilimini içermektedir. Finansal liberalizasyon uygulamalarının, parasal büyüklüklerin hedeflendiği para politikalarının etkinliğini azaltması sonucu, özellikle yapısal sorunlarını çözümlemiş ekonomilerin temel olarak toplumsal uzlaşmaya dayanan enflasyon hedeflemesi politikalarına yönelmesine neden olmuştur (Bernanke, Laubach, Mishkin ve Posen, 1999).

Doğrudan enflasyon hedeflemesi, merkez bankalarının genellikle hükümetlerle birlikte, para politikası amacı olarak belli bir enflasyon rakamını hedeflemeleridir. Bu tür bir uygulamada hedeflenen enflasyonun, beklentileri etkileyebildiği ölçüde, nominal çapa görevini üstlenmesi öngörülür. Diğer politikalardan farkı, enflasyon hedefinin net bir şekilde kamuoyuna duyurulması ve bu konu ile ilgili doğrudan sorumluluk alınmasıdır. Uygulamada, uygulayıcı kurum olarak merkez bankaları amaca yönelik bir araç bağımsızlığına kavuşmaktadır. Diğer bir deyişle, merkez bankaları, kur ve faiz politikalarını enflasyonu kontrol altına almak amacı ile istedikleri biçimde kullanabilmektedirler. Bu tür uygulamalar, bir ekonomideki tüm büyüklüklerin nominal çapa özelliğini kaybetmesi sonucu bir zorunluluk olarak da ortaya çıkabilmektedir. Bu tür bir politikanın başarısı için, güçlü ve sağlıklı bir mali yapı, enflasyon ile para politikası araçları arasında gözlenebilir ve istikrarlı bir ilişki, kredibilite, bağımsızlık ve açıklık gibi unsurlar ön koşul olarak sayılmaktadır (Guitian, 1996).

Enflasyon hedeflemesinde, belirli bir dönem için belirlenen enflasyon hedefi merkez bankasının temel politika hedefi olarak belirlenir. Bu stratejide, merkez bankası herhangi bir ara hedef ilan etmez. Para politikası, enflasyon tahminlerinin ve beklentilerin hedeflenen enflasyondan sapmasına göre yönlendirilir. Hedeflerin kamuoyuna ilanı ve kurumsal kararlılık belirgindir. Şeffaflık, kredibilite (güvenilirlik), sağlıklı iletişim ve hesap verebilirlik kavramları ön plana çıkar. Yani, sınırlanmış serbesti yaklaşımı olarak ifade edilen, para politikasının iki önemli fonksiyonu yerine getireceğini ortaya

koymaktadır ki bunlar, politika otoritesi ile özel kesim arasındaki iletişimin geliştirilmesi ve para politikasında disiplin ve hesap verebilirliğin sağlanmasıdır (Telatar, 2002). “Enflasyon Hedeflemesi” yalnızca bir enflasyon öngörüsü açıklamak değil, merkez bankasının para politikası araçlarını sadece enflasyon hedefine yönelik olarak kullanacağını taahhüt ettiği bir para politikası uygulama biçimidir.

Bu tür bir uygulamada, hedeflenen enflasyonun, beklentileri etkileyebildiği ölçüde nominal çapa görevini üstlenmesi, yani hane halklarının ve firmaların gelecek döneme ilişkin fiyatlandırma davranışlarını ve bütçe planlamalarını enflasyon hedefini dikkate alarak belirlemeleri öngörülmüştür. Enflasyon hedeflemesinin ara hedeflemeden farkı, enflasyon hedefinin net bir şekilde kamuoyuna duyurulması ve bu konu ile ilgili doğrudan sorumluluk alınmasıdır.

Uygulamada, uygulayıcı kurum olarak merkez bankaları amaca yönelik bir araç bağımsızlığına kavuşmaktadırlar. Diğer bir deyişle, merkez bankaları, kur ve faiz politikalarını enflasyonu kontrol altına almak amacıyla istedikleri biçimde kullanabilmektedirler. Bu tür uygulamalar, ülkemizde olduğu gibi, bir ekonomideki tüm büyüklüklerin nominal çapa özelliğini kaybetmesi sonucu bir zorunluluk olarak da ortaya çıkabilmektedir.

Politikanın başarısı için gerekli olan temel ön koşullar şunlardır<sup>14</sup> ;

- Kamu maliyesinde disiplin ve finansal istikrar: Hazinesinin borçlarını sürdürülebilirliği, bankacılık sisteminin sağlığı gibi sorunlar, merkez bankası faiz politikası üzerinde baskı oluşturmamalıdır.
- Enflasyon ile para politikası araçları arasında güçlü ve istikrarlı bir ilişki: Enflasyonu belirleyen faktörler merkez bankasınca kontrol edilebilir olmalı, merkez bankası politikaları enflasyonu etkileyebilmelidir.
- Kurların fiyatlar üzerindeki belirleyiciliğinin azalması: Enflasyon hedeflemesinde dalgalı kur rejimi esastır. Merkez bankasının kontrolü dışındaki, herhangi bir dışsal şok nedeniyle kurlarda önemli

<sup>14</sup> Örneğin, Bernanke, Laubach, Mishkin ve Posen (1999).

dalgalanmalar olabilir. Eğer kurlar ile enflasyon arasındaki ilişki çok yüksek ise, bu durumda merkez bankasının politika araçlarının enflasyon üzerindeki etkisi azalır ve enflasyon hedefine ulaşılması güçleşir.

- Fiyatlamada geçmiş enflasyona dönük endekslemenin kırılması: Geriye dönük endeksleme, para politikasının etkinliğini azaltarak, enflasyonla mücadelenin maliyetini artırır.
- Mal ve hizmet piyasalarında rekabetçi fiyatlama: Rekabetçi olmayan fiyatlama davranışlarının yaygın olduğu ortamlarda, merkez bankasının talebi kontrol etmeye yönelik politikalarının fiyat artışları üzerindeki etkisi azalır.
- Güvenilirlik (kredibilite), bağımsızlık, şeffaflık ve hesap verebilirlik: Enflasyon hedeflemesinde en önemli öğelerin başında, bekleyişlerin enflasyon hedefi çerçevesinde oluşturulması gelir. Hane halklarının ve firmaların, merkez bankasına güvenerek, fiyatlama davranışlarını merkez bankasının ilan ettiği hedefi dikkate alarak belirlemeleri, dışsal bir şok olmadıkça ve merkez bankası para arzını artırıcı politika uygulamadıkça, zaten enflasyonun önemli ölçüde hedefler çerçevesinde gelişmesi ile sonuçlanır. Ancak, eğer dışsal şoklar ya da politik baskılar sonucu uygulanan gevşek para politikası nedeniyle enflasyon hedeflenenden yüksek çıkarsa, merkez bankasına güvenerek fiyatlama yapan kesimler önemli zararlarla karşı karşıya kalırlar. Bu nedenle, merkez bankaları bağımsızlığı çok önemli olup, merkez bankalarını politik baskılardan koruyacak, politikalarını istedikleri gibi uygulayacakları ortamı yaratacak kanuni düzenlemeler zorunludur. Merkez bankasına olan güvenliliği sağlayacak diğer bir faktör de şeffaflıktır. Merkez bankaları, para politikası stratejilerini, uyguladıkları politikalarını, örneğin faiz indirim kararlarını kamuoyuna açıkça ilan etmeli, her işlemini şeffaf bir şekilde gerçekleştirmeli ve gerekçelerini inandırıcı bir şekilde savunabilmelidir.

Sonuçta, enflasyon hedeflemesinde öncelikle enflasyon patikası tahmin edilmektedir. Daha sonra, belirli bir zaman aralığına ilişkin enflasyon hedefi, nokta ya da belirli bir dalgalanma marjı ile birlikte, periyodik olarak

açıklanmaktadır. Enflasyon hedeflemesinde, operasyonel hedef olarak kısa vadeli faiz oranları, orta vadeli hedef olarak beklenen enflasyon ve öncelikli amaç olarak ta enflasyon hedefi kullanılmaktadır. İster ara hedef, ister nihai hedefin kendisi kullanılsın, temel amaç; seçilen büyüklüklerin, ekonomik karar alma süreçlerinde referans olarak alınmasını (çapa görevi) sağlamaktır. Diğer bir deyişle para politikasının amacına ulaşması, ancak politika uygulayıcısının bu büyüklüklere yönelik olarak yaptığı öngörüler sonrasında, ekonomideki diğer birimlerin de bu öngörüü esas alarak, bu öngörüye güvenerek, fiyat, ücret artışı ve yatırım gibi kararlarını aynı çerçevede şekillendirmeleri ile mümkündür.

### **2.1.3. Para ve Para Arzı**

Her ne kadar son yıllarda, parasal büyüklükler ile enflasyon arasındaki ilişkinin zayıfladığı yönünde bulgular olsa da, tarihsel veriler enflasyonun parasal bir olgu olduğunu göstermektedir. Bu durumu Milton Friedman'ın "enflasyon her yerde ve her zaman parasal bir olgudur ve yalnızca para arzındaki artışın reel üretimden fazla olması ile ortaya çıkar" sözleri çok iyi özetlemektedir (Hoggarth, 1996). Bu nedenle hangi para politikası stratejisi uygulanırsa uygulansın, fiyat istikrarında para arzının kontrolü önemini korumaktadır.

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

Bu çerçevede, para arzının tanımlanması ve para arzı ile merkez bankası bilançosu arasındaki ilişkinin netleştirilmesi gerekmektedir. Para, mal ve hizmetlerin alım ve satımında kullanılan ve genel geçerliliği olan araçlardır. Önemli olan nokta, bu işlemlerde kullanılan paranın ödemelerde kabul ediliyor olmasıdır.

Para Arzı yukarıdaki tanımlamalara göre, piyasada bulunan mal ve hizmet alımlarında kullanılabilen veya kullanılacak kadar likit olan araçların toplamıdır. Buna “dar para arzı” tanımı diyoruz ve M1 olarak adlandırıyoruz<sup>15</sup>;

$M1 = \text{Dolaşımdaki Para} + \text{Bankalardaki Vadesiz Mevduat} + \text{Merkez Bankasındaki Mevduat (Küçük bir tutardır)}$

$\text{Dolaşımdaki Para} = \text{Emisyon} + \text{Ufaklık Para} - \text{Banka Kasaları Toplamı}$

Eğer, vadeli mevduatların da likit olduğunu varsayarsak, ikinci bir para arzı, “geniş para arzı” tanımına ulaşırız. Bu da M2 olarak adlandırılmaktadır;

$M2 = M1 + \text{Mevduat Bankalarındaki Vadeli Mevduat}$

Daha geniş para arzı tanımları;

$M2Y = M2 + \text{Yurtiçi Yerleşiklerin DTH'ları}$

$M3A = M2 + \text{Mevduat Bankalarındaki Resmi Mevduat}$

$M3 = M3A + \text{Merkez Bankasındaki Diğer Mevduat}$

$M3Y = M3 + \text{DTH'lar}$

Ülkemizde, M3A, M3 ve M3Y para arzı tanımları pek popüler değildir.

Ekonomik analizlerde ve merkez bankaları para politikalarının belirlenmesinde baz alınacak parasal büyüklükler ülkeden ülkeye ve zaman

---

<sup>15</sup> Örneğin, Gray ve Hoggarth (1996), Iden (2001).



içinde farklılıklar gösterebilmektedir. Bu farklılaşmanın nedenlerinin başında, ekonomik yapı yanında, para ikamesi olgusu ve yeni finansal araçlarla birlikte mevduat benzeri yeni yatırım araçlarının ortaya çıkması etkili olmuştur.

Para ikamesi, basit anlatımıyla, tasarruf ve harcamalarda yabancı paraların yerli paranın yerini almaya başlaması, ikame etmesidir. Para ikamesi ile birlikte, hem merkez bankalarının parasal büyüklükleri kontrol etme gücü azalmakta, hem de sadece yerli para cinsi parasal büyüklüklerden oluşan büyüklükleri baz alan ekonomik analizlerin gücü azalmaktadır. Literatürde para ikamesi düzeyinin göstergesi olarak M2Y/M2 oranına bakılmaktadır. Bu oranın artması para ikamesinin artması anlamına gelmektedir (Berg ve Borensztein, 2000).

Finansal piyasaların derinleşmesi ve gelişmesi, globalleşme, bilgisayar ve iletişim teknolojilerindeki hızlı gelişme finansal piyasaların ve bu çerçevede para olarak kabul edilebilecek varlıkların sürekli değişmesine, ortaya daha önce olmayan yeni finansal araçların çıkmasına neden olmaktadır (Günel, 2001). Bu çerçevede, repo ve yatırım fonları gibi yeni finansal araçların ortaya çıkması da yeni parasal büyüklüklerin tanımlanması ve analizlerde dikkate alınması gereğini ortaya çıkartmıştır. Örnek olarak repo ve likit fonlar bir anlamda vadesiz ya da çok kısa vadeli mevduat yerine geçen bir araçlardır. Bu çerçevede artık paranın tanımlanması da güçleşmektedir. Bu nedenle, günümüzdeki ekonomik analizlerde standart parasal büyüklüklerin yanında örneğin Türkiye’de reponun parasal büyüklüklere eklenmesiyle M1+R, M2+R ve M2Y+R gibi tanımlarda kullanılmaktadır (Berüment, 2005).

Para politikası uygulamasında merkez bankalarının öncelikle kendi bilançolarını kontrol altında tutabilmeleri gerekmektedir. Para arzları ile merkez bankası bilançosu arasında çok sıkı bir ilişki vardır. Bu ilişkiyi daha iyi ve basitçe açıklamak için bankacılık sistemi konsolide bilançosunu çıkarmamız (Tablo 2.1.) ve buradaki kalemleri anlamamız yararlı olabilir.

**TABLO 2.1. BASİTLEŞTİRİLMİŞ BANKACILIK KESİMİ BİLANÇOSU**

<b>Merkez Bankası Bilançosu</b>	
<ul style="list-style-type: none"><li>• Net Dış Varlıklar</li><li>• Kamu Sektörü Kredileri<ul style="list-style-type: none"><li>• DİBS Portföyü</li></ul></li><li>• Bankacılık Sektörü Kredileri<ul style="list-style-type: none"><li>• Açık Piyasa İşlemleri</li><li>• Reeskont Kredileri</li></ul></li><li>• Net Diğer Kalemler</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Emisyon</li><li>• Serbest Mevduat</li><li>• Zorunlu Karşılıklar</li></ul> <p>=</p> <p><b>Para Tabanı ≈ Rezerv Para</b></p>
<b>Bankacılık Sektörü Bilançosu</b>	
<ul style="list-style-type: none"><li>• Kasa</li><li>• MB'ndaki Serbest Mevduat</li><li>• MB'ndaki Zorunlu Karşılıklar</li><li>• Ticari Krediler</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Vadesiz Mevduat</li><li>• Vadeli Mevduat</li><li>• MB'ndan Alınan Krediler<ul style="list-style-type: none"><li>• Açık Piyasa İşlemleri</li><li>• Reeskont Kredileri</li></ul></li></ul>
<b>Konsolide Bilanço ( Netleş. Mer.Ban. ve bankalar bilançosu)</b>	
<ul style="list-style-type: none"><li>• Net Dış Varlıklar</li><li>• Kamu Sektörü Kredileri<ul style="list-style-type: none"><li>• DİBS Portföyü</li></ul></li><li>• Net Diğer Kalemler</li><li>• Ticari Krediler</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Dolayımdaki Para (Emisyon-Kasa)</li><li>• Vadesiz Mevduat</li><li>• Vadeli Mevduat</li></ul> <p>=</p> <p><b>Para Arzı</b></p>

Kaynak: Çufadar ve Kasapoğlu, TCMB, 2002

Bankacılık sisteminin konsolide bilançosunu iki ana alt bilanço oluşturmaktadır: Merkez Bankası Bilançosu ve Ticari Bankalar Bilançosu. Bu iki bilançonun birleştirilmesi sonucu bankacılık sistemi konsolide bilançosu elde edilir. Tablo 2.1.'den de görüleceği üzere, konsolide bilançonun pasif tarafı bize geniş para arzı tanımını verir. Bu bilançonun aktifinde meydana gelecek herhangi bir değişiklik, pasifinde de eşit bir değişikliğe neden olur. Dolayısıyla Merkez Bankası kendi bilançosunun yapısını ve büyüklüğünü değiştirerek konsolide bilançonun yapısını ve büyüklüğünü (para arzını) değiştirebilir.

Bu kısa açıklamalardan sonra para arzını etkileyen faktörleri ve basitleştirilmiş bir Merkez Bankası Bilançosu'nu daha detaylı inceleyebiliriz.

Bir ekonomide para arzını, dört önemli aktör ve bu aktörlerin davranışları belirler (Çufadar ve Kasapoğlu, 2002). Bu aktörler :

- 1-Merkez Bankası,
  - 2-Bankalar,
  - 3-Tasarruf sahipleri,
  - 4-Bankalardan borçlananlar,
- olarak sıralanabilir.

Biliyoruz ki bankacılık sistemi kaydi olarak para yaratır. Bu para yaratma mekanizmasını basitçe şöyle açıklayabiliriz:

1- Sisteme herhangi bir miktarda para girişi olduğunda, ki bu asıl olarak merkez bankası işlemleri ile olur, para ilk defa bir bankaya mevduat (D) olarak yatırılır.

2- Mevduatı kabul eden banka, bu mevduat için belirli bir oranda karşılık (zorunlu karşılık = rd) ayırdıktan sonra kalan miktarı kredi olarak verir.

3- Krediyi alan firma veya hane halkı bu kredi ile herhangi bir mal veya hizmet karşılığı harcama yapar.

4- Harcanan bu para tekrar aynı veya başka bir bankaya mevduat olarak döner .

5- Banka, dönen mevduat için tekrar bir munzam karşılık ayırarak kalan miktarı firmalara veya hane halkına kredi olarak verir.

Ve kaydi para yaratma işlemi 3. ile 5. aşama arasında devam eder. Burada dikkat edilmesi gereken nokta, her bir aşamada merkez bankası nezdinde zorunlu karşılık ayrıldığı için yaratılan yeni mevduatın gittikçe azaldığıdır. Bu kaydi para yaratma işlemine mevduat yaratma işlemi

diyebiliriz. Bu işlem sonucunda yaratılan toplam mevduat  $(1 / rd) * D$ 'ye eşittir. Diğer bir deyişle, mevduat zorunlu karşılığını % 20 olarak kabul edersek, sisteme ilk defa TL 100 girdiği zaman, bankacılık sektörü bu girişten en fazla TL  $(1 / 0.20) * 100 = 500$  'lük toplam mevduat yaratabilir. Bu işlemde mevduat çarpanı (md) :

$$md = (1 / rd) \quad (1)$$

olmaktadır.

Yukarıdaki mevduat yaratma işleminde, bazı basitleştirici varsayımlar konulmuştur. Bu varsayımlar ;

- Sistemde bir tek mevduat munzam karşılığı oranı olması, yani vadeli ve vadesiz mevduatlara eşit oranda munzam karşılık ayrılması,

- Bankaların yatırılan her mevduatı hiçbir kısmını kasalarında veya Merkez Bankası serbest mevduat hesaplarında tutmadan kredi olarak vermeleri,

- Firmaların veya hane halklarının elde ettikleri paranın tamamını bankacılık sektörüne tekrar mevduat olarak geri vermeleri,

olarak sıralanabilir. Tabi uygulamada bu varsayımlar geçerli değildir. Bu nedenle piyasaya herhangi bir para girişi olduğunda, yaratılacak mevduat miktarı yukarıda bulunan TL 500'dan az olacaktır. Daha gerçekçi olmak için yukarıdaki varsayımları biraz gevşetmemiz gerekecektir.

Öncelikle, bankalar belirli bir oranda serbest mevduat tutarlar. Serbest mevduatların (ER), bankaların mevduatlarının (DD) belirli bir oranına eşit olduğunu kabul edersek ;

$$ER = e * DD \quad (2)$$

mevduat çarpanı;

$$md = 1 / (rd + e) \quad (3)$$

olacaktır.

İkinci olarak, firmalar ve hane halkları ellerine geçen paranın tamamını bankaya mevduat olarak yatırmayıp, bir kısmını olası bir ani harcama için ellerinde tutmak isterler (C). Ellerinde tutmak istedikleri kısmın yatıracakları mevduatlarının belli bir oranına ( c ) eşit olduğunu varsayarsak;

$$C = c * DD \quad \text{ya da} \quad c = C / DD \quad (4)$$

mevduat çarpanı;

$$md = 1 / (rd + e + c) \quad (5)$$

olacaktır.

Üçüncü olarak, vadesiz mevduat (DD) ve vadeli mevduat (TD) farklı zorunlu karşılıklara tabi tutulabilir. Firmaların ve hane halklarının yatıracakları vadeli mevduatların, vadesiz mevduatların belli bir oranında (k) olacağını kabul edersek;

$$t = TD / DD \quad (6)$$

mevduat çarpanı;

$$md = 1 / (rd + rt * t + e + c) \quad (7)$$

( rt = Vadeli mevduat için mevduat munzam karşılığı)

Bu aşamadan sonra, yukarıda belirlenen mevduat çarpanı ile basitleştirilmiş Merkez Bankası Bilançosunu ilişkilendirerek para arzı modelini ve parasal çarpanı yaratabiliriz.

Dar anlamda para arzı (M1);

$$M1 = C + DD \quad (8)$$

C = Dolaşımdaki para,

DD = Vadesiz mevduat,

olarak tanımlanmıştı.

Merkez Bankası parasal büyüklükler tablosunda parasal taban;

$$B = C + R \quad (9)$$

$$R = \text{Bankalar Mevduatı} = ER + RR \quad (10)$$

ER = Serbest Mevduat,

RR = Zorunlu Karşılıklar,

olarak tanımlanmıştır. Yukarıda verilen eşitliklerde çeşitli manipülasyonlar yaparak aşağıdaki eşitlikleri bulabiliriz.

$$R = e * DD + rd * DD + rt * t * DD \quad (11)$$

$$B = c * DD + e * DD + rd * DD + rt * t * DD \quad (12)$$

$$DD = B / ( rd + rt * t + c + e ) \quad (13)$$

Dördüncü eşitliği 8. eşitliğe yerleştirerek 14. eşitliği;

$$M1 = DD * (1 + c) \quad (14)$$

Ve 13. eşitliği 14. eşitliğe yerleştirerek 15. eşitliği;

$$M1 = [(1 + c) / ( rd + rt * t + c + e )] * B \quad (15)$$

elde edilir ve para arzı ile merkez bankası bilançosunu ilişkilendirebiliriz. Sonuç olarak, parasal çarpanı;

$$md = [(1 + c) / ( rd + rt * t + c + e )] \quad (16)$$

olarak elde ederiz.

Eğer para arzı tanımımız geniş para arzı ise (M2), parasal çarpanımız;

$$md = [(1 + c + t) / ( rd + rt * t + c + e )] \quad (16.1)$$

olacaktı.

Örnek olarak,  $r_d = 0.10$ ,  $r_t = 0.03$ ,  $C = \text{TL } 200$  milyar,  $ER = \text{TL } 6$  milyar,  $DD = \text{TL } 600$  milyar,  $TD = \text{TL } 1,600$  milyar olduğunu varsayarsak,  $c = 0.333$ ,  $t = 2.667$ ,  $e = 0.01$  olacak ve  $md = 2.55$  olacaktır.

Bu, eğer parasal taban TL 1 artarsa, para arzının TL 2.55 artacağı anlamındadır.

16. ve 16.1. eşitliklerden de görüleceği üzere, zorunlu karşılık oranlarında ( $r_d$  ve  $r_t$ ), bankaların fazla mevduat tutmaya başlamalarında ( $e$ 'deki bir artış) ve halkın nakit tutma oranında ( $c$ ) meydana gelebilecek bir artış parasal çarpanı azaltacaktır.

Parasal çarpanı tahmin etmek, para otoritesine (merkez bankasına) para tabanını etkileyerek para arzını belirleme imkanı verir. Yukarıda açıklanan modelde zorunlu karşılık oranı ( $r$ ), halkın elinde nakit tutma (nakit tercihi) oranı ( $c$ ) ve vadeli mevduat yatırma oranı ( $t$ ) gibi davranışsal parametrelerdeki değişiklikler ve para tabanının (PT)'daki değişiklikler merkez bankasının, bankaların ve halkın davranışları sonucu değişir ve para arzını etkiler.

Yukarıdaki formüllerin çok fazla karışık olduğu düşünülerek, para arzı ve merkez bankası bilançosu arasındaki ilişkiyi çok daha basit olarak aşağıdaki gibi elde edebiliriz.

$$\text{Mevduat Çarpanı} = 1 / r$$

$$r = \text{Zorunlu Karşılık Oranı}$$

Varsayım : Halk hiç elinde nakit tutmayacak; bankalar hiç serbest mevduat tutmayacak.

$$\text{Parasal Çarpan} = \text{Para Arzı (MS)} / \text{Para Tabanı (PT)}$$

$$\text{Para Arzı} = \text{Dolaşımdaki Para (C)} + \text{Vadeli ve Vadesiz Mevduatlar (D)}$$

$$\text{Para Tabanı} = \text{Emisyon (C)} + \text{Zorunlu Karşılıklar (R)} + \text{Serbest Mevduatlar (F)}$$

$$\begin{aligned}\text{Parasal } \text{Çarpan} &= (C + D) / (C + R + F) \\ &= (C / D + D / D) / (C / D + R / D + F / D) \\ &= (1 + c) / (c + r + e)\end{aligned}$$

c = Halkın nakit tercih oranı

e = Bankaların Serbest Mevduat tercih oranı

Sonuç olarak;

Para Arzı = Parasal Çarpan \* Para Tabanı

$$M = m * PT$$

Bu eşitliğin, sağ tarafındaki bir değişkenin değişmesinin para arzı üzerindeki etkisini bulmak için, eşitliğin türevinin alınması gerekmektedir (aşağıda, “d” değişim miktarını göstermektedir) :

$$d(M) = d(m) * PT + m * d(PT) + d(m) * d(PT)$$

Dolayısıyla, yukarıdaki eşitlikten de görüleceği üzere, para arzını kontrol etmek amacıyla ;

1- Parasal Çarpan,

- Zorunlu karşılık oranı “r” artırılırsa; parasal çarpan “m” düşer; Para arzı “M” azalır.

- “r” azaltılırsa; “m” artar; “M” artar.

2- Para Tabanı,

3- ya da her ikisi birden,

etkilenmeye çalışılır. Böylece, para arzının fiyat istikrarını aksatmayacak düzeylerde tutulması amaçlanır.

Bu amaçla, merkez bankaları ya dolaylı para politikası araçlarıyla kendi bilançosunu, ya da doğrudan para politikası araçlarıyla bankaların



bilançolarını kontrol altına tutmaya çalışırlar. Bu araçlara ilişkin bilgiler, tarihsel değişim süreçlerini de içerecek şekilde aşağıda sunulmaktadır.

## **2.2. Para Politikası Araçları**

Yukarıdaki formüllerde de görüleceği üzere, merkez bankaları, para arzını para politikası hedefleri ile tutarlı düzeyde tutabilmek amacıyla ya kendi bilançosunu ya da parasal çarpanı kontrol etmek zorundadırlar. Ancak, merkez bankaları para arzını ya da paranın maliyetini diğer bir deyişle faiz oranlarını sadece kendi bilançosunu kontrol ederek gerçekleştirmemişler, kendi bilançolarının kontrolüne yönelik para politikası araçlarının yanında doğrudan kredi verilebilir kaynakların miktarının ya da bu kaynakların maliyetinin kontrolüne de yönelmişlerdir. Merkez bankalarının para politikası çerçevesinde kullandıkları araçlar, ekonomik yapının değişimine, buna bağlı olarak birinci bölümde özetlenen merkez bankacılığı anlayışının tarihsel gelişimine göre değişiklik göstermiştir.

Para politikası araçlarını, doğrudan ve dolaylı para politikası araçları olarak iki grupta sınıflandırmak mümkündür. Doğrudan ve dolaylı araçların uygulamasında iki temel ayırım vardır<sup>16</sup> :

**1.** Doğrudan araçlar yapılan düzenlemelerle ya fiyatları (faiz oranlarını) ya da miktarları (kredi - mevduat) belirler veya sınırlandırırken, dolaylı para politikası araçları ise piyasadaki arz - talep koşulları etkilenecek yürütülmektedir.

**2.** Kredi tavanları biçimindeki dolaysız para politikası araçları temelde finansal sistemde yer alan kurumların (ticari bankalar) bilançolarını etkilemeyi amaçlarken, dolaylı para politikası araçları ise merkez bankası bilançosunu veya merkez bankası imkanlarının fiyatlarını (faizlerini) etkilemeyi hedeflemektedir. Dolayısıyla, doğrudan araçlar müdahale içerirken, dolaylı araçlar piyasa bazlı araçlardır.

Merkez bankacılığı tarihinde, 1970'ler öncesi dönemde, sermaye hareketlerinin kontrol edilmesi, ekonominin genelinde kamu müdahalesinin

---

<sup>16</sup> Örneğin, Gray ve Hoggarth (1996).

yoğun olması ve finansal piyasaların gelişmemesi nedeniyle genelde doğrudan para politikası araçlarının yoğun olarak kullanıldığını görmekteyiz. Ancak, daha sonraki dönemde liberal ekonomi anlayışının, bu çerçevede piyasa mekanizmasının etkinliğinin artırılmasına yönelik yapısal reformlara bağlı olarak finansal piyasaların gelişmeye, sermaye hareketlerinin artmaya başlamasına bağlı olarak, 1970'lerin sonlarına doğru, gelişmiş ülkeler kredi kontrolleri, faiz oranı tavanları ve doğrudan krediler gibi doğrudan araçları kullanmayı bırakarak, açık piyasa işlemleri, reeskont imkanı ve zorunlu karşılıklar gibi dolaylı para politikası araçlarına yönelmişler ve daha sonraki yıllarda da gelişmekte olan ülkeler bu gelişmeleri uygulamaya başlamışlardır.<sup>17</sup>

Etkin para politikası araçları, parasal otoritelerin etkilemek istediği para, kredi veya faiz oranları gibi değişkenler üzerinde maksimum derecede kontrol imkanı vermeli ve ekonomideki tasarrufların dağılımına ve bunların etkin hareketliliğine zarar vermeyecek gibi çeşitli arzu edilmeyen olumsuz yan etkilerinin minimize edilmesini sağlamalıdır (Balino, 1985). Bu çerçevede, dolaylı para politikası araçlarına geçişin iki temel sebebi vardır<sup>18</sup> :

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

1980'ler ve 1990'larda, piyasanın çalışmasını bozan birçok enstrüman ya kaldırılmış ya da azaltılmıştır. Merkez bankaları para politikası uygulamalarında, genelde, 1985'lere kadar doğrudan düzenleyici güçlerini kullanmaya devam etmişler; sonraki yıllarda ise dolaylı olarak merkez bankası parasını ihraç eden kurum sıfatıyla piyasa koşullarını etkilemişlerdir. 1980 sonrasında finansal piyasalara doğrudan (direkt) müdahale eden para politikası araçlarının yerine, dolaylı (endirekt) para politikası araçları ön plana çıkmıştır. 1980 sonrası uygulamalarda, gelişmiş ülkelerde piyasa mekanizmasını ön plana çıkaran dolaylı para politikası araçlarından API

<sup>17</sup> Örneğin, Alexander, Balino ve Enoch (1995).

<sup>18</sup> Örneğin, Alexander, Balino ve Enoch (1995).

ağırlıklı bir araç olarak kullanılırken; gelişmekte olan ülkelerde ise finansal piyasaların gerekli olgunluğa erişememesinden (yeterli derinliğe ve genişliğe ulaşamaması) dolayı daha çok dolaysız para politikası araçları ile dolaylı para politikası araçlarından zorunlu karşılıklar ve reeskont oranları ağırlıklı olarak kullanılmıştır. Bununla birlikte, gelişmekte olan ülkelerde de finansal piyasaların teknolojik ve yasal değişimlere bağlı olarak gelişmeye ve serbestlemeye başlaması, gerekli derinliğe ve genişliğe ulaşma çabalarıyla birleşince, açık piyasa işlemleri giderek daha yoğun bir şekilde kullanılmaya başlanmış ve önemi giderek artmıştır.

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

Doğrudan para politikası araçlarından dolaylı para politikası araçlarına geçiş sırasında incelenen ülke örnekleri, bu geçişin genelde üç aşamadan oluştuğunu göstermiştir (Alexander, Balino ve Enoch, 1995).

Dolaylı araçlarla ilk kez tanışan bir ülke, öncelikle birinci aşama olarak adlandırılan bölümde, fazla likiditeyi çekmeye ihtiyaç duyacaktır.

Başlangıç aşamasında bu amaç için kullanılabilir en uygun araç, zorunlu karşılıklar olabilmektedir. Zorunlu karşılık oranları arttırılmak yoluyla bu amaca ulaşmak mümkün olabilir. Bu aşamada ayrıca, gelişmekte olan interbank (bankalararası para piyasası) piyasalarında bankalar, merkez bankasının son ödünç verme (last lender of resort) fonksiyonuna ihtiyaç duymaktadırlar. Piyasanın ihtiyaç duyduğu fonlama için de, merkez bankasının bir sisteme gereksinimi olacaktır (He, 2000). Bu durumda merkez bankası faiz oranları kontrollerini kaldırmalı, menkul kıymet piyasalarının gelişmesi için yasal ve teknik prosedürleri başlatmalı ve bankacılık sisteminde rekabeti arttırmalıdır.

İkinci aşamada, DİBS ve merkez bankası kağıtlarının API ihale yoluyla satılmasına başlanmalı ve faiz oranları esnekliği sağlanmalıdır. Bu DİBS ve merkez bankası menkul kıymet ihraçları hem risksiz hem de likide yakın varlıklar olduğu için, ikincil piyasanın gelişimini ve varlığını güçlendirmektedir. Böylece açık piyasa işlemlerinin etkin kullanılmasının sağlanabilmesi için gerekli olan ikincil piyasanın gelişimine destek verilmektedir. Hatta bu kağıtlar repo-ters repo ve/veya teminat olarak diğer piyasa işlemlerine de yardımcı olmaktadır. Bu durumda ikinci aşamada zorunlu karşılıkların oranları indirilmeye başlanmalı, menkul kıymetlerin (teminatta) aktif olarak kullanıldığı işlemlerle, ortaya çıkabilecek fazla likidite sterilize edilebilecektir. DİBS'lerin ve merkez bankası kağıtlarının ihaleleri, hem parasal kontrol hem de para piyasası gelişmelerini sağlamak için diğer enstrümanlarla birlikte kullanılmalıdır.

Üçüncü aşamada ise, otoriteler genellikle ikincil piyasa menkul kıymet ve para piyasası işlemlerinin gelişimini sürdürmek için, piyasaya reformlarla baskı yapmalıdır. Bu reformlar da merkez bankasına, operasyonları sırasında esneklik ve devamlılık sağlayacaktır. Buradaki geçiş süreci; kuruluşların, enstrümanların ve piyasanın altyapısının ne kadar hızlı geliştiğine bağlıdır. Bu aşamada sorulabilecek en kritik soru ise, ne zaman doğrudan araçların tamamen bırakılıp ve yalnızca dolaylı araçların kullanımına geçileceğidir. Bu sorunun kesin yanıtı ise, her ülke için geçerli tek, tam ve de kesin bir cevabının olmadığıdır.

### 2.2.1. Para Politikasının Doğrudan (Direkt) Araçları

Para politikası araçları, para politikası hedeflerine ulaşabilmek amacıyla kullanılan ve merkez bankasının kontrolü altında olan büyüklükler veya değişkenlerdir (Leite, 1992). Doğrudan para politikası araçları ise ara hedefleri doğrudan kontrol eden araçlardır veya (dolaysız para politikası araçları) merkez bankalarının para politikası uygulamalarını piyasanın inisiyatifi yerine, yasal düzenlemeler yoluyla yerine getirmesidir. Diğer bir deyişle, doğrudan kontroller genelde ticari bankalardaki kredi ve mevduatın fiyatını veya miktarını merkez bankası tarafından doğrudan kontrol edilebilmesidir. Miktar kısıtlamalarına örnek olarak banka kredilerinin veya mevduatlarının artışına (büyüme hızlarına) tavanlar konulması gösterilebilir. Faiz oranı kontrollerine örnek ise, bankanın kredi veya mevduat oranlarına üst sınır konulması gösterilebilir. Dolayısıyla, en çok kullanılan dolaysız para politikası araçları faiz oranları kontrolleri ve merkez bankası kredilerinin bankalar için tahsis edilen tavanlarıdır (Gray ve Hoggarth, 1996).

İlk olarak, doğrudan araçlar, en azından başlangıçta, kredi büyüklüklerinin kontrol edilebilmesinde veya kredinin dağıtılabilmesinde ve bunların maliyetleri için güvenilir bir yol olarak düşünülmüştür. Hatta, bu enstrümanlar, en azından gelişmiş bazı ülkelerde, sorunsuz olarak olumsuz etkileri çok net görülmeden 1980'lerin ortalarına kadar etkin olarak kullanılmışlardır. İkinci olarak, doğrudan araçların kamuoyuna ve politikacılara açıklanabilmesi ve yürütülmesi göreceli olarak kolaydır. Üçüncü olarak, bu araçların doğrudan mali yükü (fiscal costs) göreceli olarak düşüktür. Dördüncü olarak, bu araçlar parasal bir program biçimine kolayca dönüştürülebilirler. Beşinci olarak, belli hedeflere kredi aktarmak istenirse doğrudan araçlar hükümetlere çok çekici gelmektedir. Altıncı olarak, gelişmemiş ve rekabetçi olmayan bir finansal sisteme sahip ülkelerde dolaylı araçların kurumsal çerçevesi geliştirilirken, uygulanabilecek yegane para politikası enstrümanı doğrudan araçlardır. Yedinci olarak, dolaylı para politikası araçlarına geçiş esnasında birçok hükümetin korkusu, finansal piyasaların çok sığ olabileceğinden dolayı, faiz oranı etkilerinin ve hareketliliğinin yatırımları olumsuz olarak etkileyebileceğidir. Bu nedenle

merkez bankaları, finansal piyasaları belli bir olgunluğa erişinceye kadar, belli bir süre için bazı doğrudan araçları kullanmayı sürdürebilirler. Sekizinci olarak, eğer yurtiçi kredi imkanının başka bir kaynağı yoksa, döviz kuru rejimine bakılmadan banka kredi tavanları uygulaması çalışır. Dokuzuncu ve son olarakta, en azından geçici bir süre için doğrudan araçlar en iyi ikinci olarak veya finansal sektördeki ciddi bir kriz gibi spesifik ya da genel piyasa olumsuzluklarının yaşandığı durumlarda destekleyici bir araç olarak kullanılabilir (Alexander, Balino ve Enoch, 1995).

Doğrudan araçların kullanıldığı bir parasal kontrolde, kredinin dağıtımı ve maliyeti hem keyfi hem de ekonomideki bazı sektörleri teşvik etmek gibi parasal hedeflerle çokta ilgili olmayan sebeplerle ilişkili olabilir. Bu da rekabetin bozulmasına yol açmaktadır.

Doğrudan para politikası araçlarının avantajları aşağıdaki gibi özetlenebilir:

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

Doğrudan para politikası araçlarının dezavantajları ise aşağıdadır:

- Tek tek banka kontrolleri, finansal sistem içinde yer alan herkese fayda sağlayan rekabetçi bir yapı oluşmasını engeller. Rekabet daha etkin bir bankacılık için, daha düşük kredi daha yüksek mevduat faiz oranlarının teklif edilmesine imkan sağlar.
- Bazı bankalar üzerinde yapılan selektif kredi kontrolleri piyasaları bozmakta ve bu kontrollerin ekonomiye yüklediği maliyetlerde ölçülememektedir.

- Direkt kontroller, yurtdışına veya denetimsiz piyasalara doğru kayışı teşvik etmektedir. Dünya finansal sistemine entegre olmuş ve giderek açık hale gelen bir ülke de ki firmalar ve hane halkları, yurtiçindeki engellemelerden kaçınmak için yurtdışından borçlanmayı tercih ederler.

#### **2.2.1.1. Faiz Oranı Kontrolleri**

Merkez bankası minimum veya maksimum mevduat ve kredi faizlerini ve/veya bazen de ortalama mevduat ve kredi faizleri arasındaki farkı (açıklığı-spread) belirleyerek çeşitli sınırlamalar koyabilirler. Bu araç günümüzün gelişmiş ekonomilerindeki etkin çalışan modern merkez bankacılığı sisteminde artık kullanılmamaktadır. Merkez bankalarının bu aracı kullanmamasının en temel sebepleri ise; merkez bankasının kredi piyasasını dengeye getirecek bir faiz oranını belirlemesi hem çok zordur hem de bu piyasada dengede olmayan faiz oranlarının ekonomiye maliyeti çok yüksektir. Ayrıca, bankalar verecekleri kredinin fiyatını (maliyetini) belirleme aşamasında risk faktörlerini de hesaba katabilecekleri bir esnekliğe ihtiyaç duymaktadırlar. Serbest piyasa ekonomilerinde, faizlerdeki değişiklikler kredi kaynaklarına olan arz ve talebi dengelemektedir (Leite, 1992). Bu yolla farklı sektörler için farklı faiz oranları uygulanabilmekte, teşvik edilmek istenen sektörlerle verilecek kredilerin faiz oranları daha düşük tutulabilmekte ve sonuçta kaynakların bu sektörlerle aktarılması veya diğer sektörlerle kaymasının engellenmesi amaçlanmaktadır.

Faiz oranı tavanları (mevduat ve ödünçler için) 1970'lere kadar çok sık kullanılan yöntemler olmuştur. Bunların içinde en çok bilineni ise, 1980'lerin başında ABD'de kaldırılan Q düzenlemeleri olmuştur. Miktar kısıtlamaları, özellikle banka operasyonlarındaki ödünç verme tavanları, 1979 yılına kadar İngiltere Merkez Bankası'nın para politikası enstrümanları arasında çok önemli bir rol oynamıştır.

#### **2.2.1.2. Kredi Tavanı Kontrolleri**

Parasal (finansal) programlama; büyüme, ödemeler dengesi ve enflasyon için belirlenen hedefler çerçevesinde hükümete ve diğer ekonomik

ajanlara açılacak toplam kredi büyümesinin hesaplanmasında kullanılmaktadır. Merkez bankaları, ticari bankaların çeşitli ekonomik faaliyetlerle ilgili olarak açacakları kredilere bir takım sınırlamalar getirebilir. Toplam kredi genişlemesi her bir ticari bankanın toplam kredi hacmi içindeki payı nispetinde dağıtılmakta ve belirlenmektedir. Ayrıca, hem faiz oranı hem de kredi tavanı kontrolleri genel olarak, yani herhangi bir sektörü teşvik etmek veya engellemek için değil, tüm parasal genişlemeyi frenlemek için de kullanılabilir.<sup>19</sup>

Selektif kredi kontrolleri hemen hemen tüm ülkelerin uygulamalarında, ekonomideki belirli öncü sektörler için kredi imkanı sağlamayı amaçlamıştır. Buradaki temel sorun, ekonomik büyümeyi sağlayacak sektörler hakkında ekonomik ajanlara göre politika yapıcıların daha çok bilgiye sahip olduğunun varsayılmasıdır.

Kredi tavanları genellikle merkez bankalarının kendilerine yüklenmez, aksine merkez bankaları tarafından ticari bankalara uygulanır ve temelde üç çeşidi vardır:

- 1) Merkez bankalarının ticari bankalara verdiği krediler, bu ticari bankaların pasifindeki mevduatlar ile sınırlanabilir,
- 2) Ticari bankaların kredileri öz kaynaklarının belli bir katı ile sınırlanabilir,
- 3) Ticari bankaların verdikleri krediler, kredi alanlar için sınırlandırılabilir.

Sonuçta, eğer bazı bankalar kendi kredi tavalara ulaşamazlarsa, toplam kredi genişlemesi programlanandan daha düşük bir seviyede gerçekleşerek planlanan büyümeyi muhtemelen olumsuz etkileyecektir. Ayrıca, bir bankanın kendi kredi tavanına ulaştıktan sonra toplayacağı mevduat faiz getirisi sağlamayacağından dolayı, banka bazında kredi tavanları mevduat hareketliliğini olumsuz etkilemektedir. Kredi kontrollerinin ortaya çıkardığı problemler ise; bankalararası para piyasası gelişiminin teşvik

---

<sup>19</sup> Örneğin, Güneş (1990) ve Leite (1992).



edilmesiyle, bankalara kendilerine ait kredi tavanlarının ticaretine izin verilmesiyle, kredi tavanı limitine ulaşan bankaların fazla likiditelerine faiz ödenmesiyle ve fazla rezervlerini borç verme imkanına ekleyerek üst tavanlarını yükseltmeleriyle azaltılmıştır (Leite, 1992).

Kredi tavanlarının belli bir zaman için, belirli kuruluşlar veya sektörler tarafından uygulanması kredi dağıtım mekanizmasında sabit kemikleşmiş bir yapı oluşturur. Doğrudan araçlar kredi kontrollerinde ve faiz oranlarında çoklu bir yapıya neden olarak parasal koşullarda etkinsizliğe ve bozulmaya yol açar. Hatta doğrudan araçların etkin kullanımı likidite fazlalığına, finansal piyasalarda baskıya ve mali aracılık hizmetlerinin bozulmasına yol açabilir. Bankaların mevduatları büyürken kredi verebilmelerine konulan tavanlar, fazla likidite yaratma eğilimindedir. Bu fazla likidite de krediler serbest bırakıldığında enflasyonist bir potansiyele sahiptir. Düzenlemelerle faizlerin denge seviyelerinin altında tutulması, finansal piyasalarda baskıya neden olabilir. Bu da tasarrufların etkin olmayan bir biçimde kullanılmasına yol açarak, tasarrufların menkul kıymetlere ve gayri menkullere kaymasına sebebiyet verir.

#### **2.2.1.3. Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları**

Banka bazında reeskont kotaları, bankaların amaçlarına, risk durumlarına ve likidite ihtiyaçlarına bağlı olarak belirlenmektedir. Belirlenen bu kotalar sayesinde bazı bankaların reeskont penceresinden daha fazla yararlanabilmesiyle, belirlenen bazı sektörlerin desteklenmesi amaçlanmıştır. Eğer tarım sektörüne daha fazla kaynak aktarılması amaçlanmışsa, tarım kredisi veren bankaların reeskont kotaları yüksek tutulabilmiştir. Ayrıca, tahsis edilen bu kotaların kullanılabilmesi için, ilgili sektörlerden reeskonta kabul edilebilecek menkul kıymetlerin de kapsamı değiştirilebilmektedir.

#### **2.2.1.4. Disponibilite Uygulaması**

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

uygulaması bankaların likiditesini ve dolayısıyla aktif yapısını düzenleyen zorunlu bir araçtır. Eğer, piyasa faiz oranları satın alınan DİBS'lerin faiz oranlarından yüksekse, bu yolla piyasa faiz oranlarından daha düşük bir faizle bir kısım fonlar kamu sektörüne aktarılmış olmaktadır. Böylece bankaların fonlama maliyeti artar. Tersine durumda ise bankaların fonlama maliyetini düşürücü etki yapmaktadır. Disponibilite uygulaması bankalara kaçınacak alan bırakmayarak (pasiflerin tamamını içerecek şekilde) uygulanmasıyla dolaysız, bankaların kaçınabilecekleri alanlar bırakarak (pasiflerin bir kısmını içerecek şekilde) uygulanmasıyla dolaylı bir araç niteliğindedir.

#### **2.2.1.5. Finansal Araçların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi**

Merkez bankaları, bankaların portföyünde bulunduracakları menkul kıymetlerin bileşimini etkileyebilirler. Bu yolla, finansal kuruluşların ellerindeki fonların, ekonomik büyümeye katkıda bulunabilen sektörlerle transferi sağlanabilir.

#### **2.2.1.6. Hisse Senedi ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü**

Bu tür menkul kıymetlerin taksitle satın alınması durumunda, alınan kıymetlerin ne kadarının peşin ödeneceği belirlenmektedir. Bu tür kredi kontrolleri, ABD'de 1930'lu yıllarda bankaların borçlandıktan sonra senet piyasalarında spekülasyon davranışları sonucunda, senet fiyatları aşırı yükselmiş ve alınan senetler tekrar teminat gösterilerek yeniden borçlanmaları yoluyla para arzının hızlı artışı nedeniyle uygulamaya konulmuştur.

#### **2.2.1.7. Tüketici Kredilerinin Kontrolü**

Para otoritesi, konut ve dayanıklı tüketim mallarının taksitli satışlarında, müşteriden tahsil edilecek minimum peşinat miktarını, vade yapısını ve bu amaçla verilen kredi faizlerini değiştirmek yoluyla, söz konusu mallara olan talebi istediği yönde etkileyebilmektedir.

### **2.2.1.8. Özel Mevduatlar**

Özel mevduatlar, ticari bankalar tarafından açılması zorunlu olan ancak yapılan düzenlemelerle bu mevduatların merkez bankasında tutulması ile para arzındaki genişlemeyi sınırlayan araçlardır. İthalat teminatları bu işlemlere örnek olarak verilebilir.

### **2.2.1.9. Merkez Bankasının Moral Takviyesi**

Merkez bankası, bankaların davranışlarını değiştirmesi için ikna gücünü kullanabilir. Bu politikaya, merkez bankasının açık ağız politikası ya da ahlaki korkutma politikası da denmektedir. Özellikle, kriz dönemlerinde, Asya ülkelerinde (Singapur, Malezya) çok sık kullanılmıştır. Bu politikanın yasal bir dayanağı olmamakla beraber, merkez bankası bankaları ülke çıkarları doğrultusunda hareket etmeye ikna edebilir.

### **2.2.1.10. Reklam ve Resmi Olmayan Öğütler**

Merkez bankaları görüşlerini kamuoyu ile paylaşmak için birçok yol kullanabilir. Merkez bankası görüşlerini basın yayın organları aracılığıyla açıklayabileceği gibi, yapacağı tavsiyelerle firmaların bekleyişlerini de etkileyebilir.

### **2.2.2. Para Politikasının Dolaylı (Endirekt) Araçları**

Dolaylı para politikası araçları piyasa mekanizmaları aracılığıyla para parasal hedefi etkilemektedir (Leite, 1992). Diğer bir söylemle, dolaylı para politikası araçları merkez bankalarının piyasalara bir aracı gibi girerek işlem yapmasını sağlayan, inisiyatif piyasalara bırakan araçlardır. Literatürde piyasa bazlı araçlar olarak da tanımlanabilen dolaylı araçlar, piyasadaki katılımcıların isteğine bağlı olarak (gönüllü) piyasa fiyatlarıyla yapılan işlemler sayesinde bankalara sağlanan likiditeyi değiştirmektedir.<sup>20</sup> Bu yüzden birçok gelişmekte olan ülke makroekonomik hedeflerine ulaşabilmek amacıyla, piyasa bazlı araçların kullanımını daha aktif bir hale getirerek, kullandıkları parasal kontrol sistemlerini yeniden yapılandırmışlardır (Wong, 1992).

<sup>20</sup> Örneğin, Alexander, Balino ve Enoch (1995).

Merkez bankaları aşağıdaki para politikası araçlarını kullanarak piyasadaki rezervlerin elde edilebilirliğini ve bankalararası para piyasası faiz oranı gibi kritik kısa vadeli faiz oranlarını etkileyerek para politikasını yürütmektedirler. Doğrudan araçların giderek etkinsizleşmesi ve uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların azaltılmasıyla birlikte, dolaylı para politikası araçları para politikasının yürütülmesinde para otoritelerine oldukça büyük esneklikler sağlamıştır (Guitian, 1996).

Dolaylı araçlar, doğrudan araçların tersine, mali aracılık hizmetlerinin etkin olarak kullanılmasını sağladığı için ve kayıt dışı finans sektörünün büyümesini teşvik etmediğinden dolayı daha etkindir. Ayrıca, büyük oranda teknolojik gelişmelerin bilgi ve işlem maliyetlerini düşürmesiyle yaşanan finansal yenilikler (ve liberalizasyon) de bu araçların kullanımını daha fazla etkinleştirmiştir. Doğrudan araçlar piyasalar vasıtasıyla kullanıldığından, ekonomik olarak bazı parasal büyüklükler daha önemsiz bir hale geldiğinde bile bu araçlarla parasal koşullar etkilenebilmektedir. Yapısal reformlarla ekonomi serbestleştirilerek ve piyasa rekabeti sağlanarak, piyasa bazlı araçların para politikası yönetiminde ağırlığı giderek artmıştır. Böylece, faiz oranları ve döviz kurları gibi temel fiyat göstergeleri, para politikası içinde çok daha önemli bir hale gelmiştir

Dolaylı araçların çeşitlenmesinde en önemli nokta, merkez bankasının etkilemek istediği kredi-faiz oranları veya para miktarı gibi değişkenleri hangi araçlarla kontrol edebileceğidir. Kullanılan araçların etkileri mutlaka tahmin edilebilir olmalıdır. Böylece parasal kontrol için kullanılan araçlar eğer esnekse, ortaya çıkan parasal etkiler anında değiştirilebilir veya tersine çevrilebilir. Teminat karşılığı yapılan merkez bankası operasyonları yalnızca bir likidite kontrol aracı değil aynı zamanda finansal piyasaların gelişimini teşvik eden bir uygulamadır (Alexander, Balino ve Enoch, 1995). Dolaylı araçlar para politikası uygulamalarında daha büyük bir esneklik sağlamaktadır. Ani şoklara ve yanlış politika uygulamalarına karşı, dolaylı araçlar kullanılarak anında değişiklik yapılabilir. Özellikle yıllık ya da dönemsel olarak yapılan doğrudan araçlardan kredi tavanı değişiklikleri bu tür ani ve hızlı politika değişikliklerine imkan vermemiştir. Piyasa bazlı

parasal araçlar, ticari bankaların ve diğer finansal kuruluşların likidite pozisyonlarını değiştirmek yoluyla, dolaylı olarak para, kredi ve faiz oranlarını etkilemektedirler (Wong, 1992). Dolaylı para politikası araçlarıyla, merkez bankası kendi yükümlülüğünde bulunan rezerv paranın miktarını veya fiyatını kontrol ederek, tüm bankacılık sistemindeki kredi ve para miktarı ve faiz oranları çok daha geniş ölçüde etkilenebilmektedir (Gray ve Hoggarth, 1996).

Dolaylı araçlar kredi dağıtımında ve para politikasının oluşturulmasında piyasa güçlerine dayandırıldığından dolayı, hem ekonomik sinyallerin en temel kaynağı olan finansal piyasaların gelişimine hem de siyasi baskıların (depoliticize) azalmasına yardımcı olmaktadır. Dolaylı araçlardan etkin olarak yararlanabilmek için, merkez bankasının bu araçları uygun bir kapasiteyle ve doğru analizlerle birlikte kullanması zorunludur. Finansal serbestleşmeyle birlikte dolaylı araçların kullanılmasının en temel avantajı finansal tasarrufların artmasıyla birlikte yatırımların etkinliğinin artması olmuştur.

Merkez bankası dolaylı para politikası araçlarını kullanarak sağlayacağı parasal tabanı (rezerv parayı) belirleme imkanına sahiptir. Bu da bankaların likidite pozisyonlarını etkilemekte ve böylece yeni denge piyasa faiz oranları oluşmaktadır. Finansal sistem<sup>21</sup> aracılığı ile merkez bankası tüm sistemin likidite ihtiyacını belirleyebilmekte, fakat bu belirlenen likiditenin dağılımını piyasa kendisi yapmaktadır (Alexander, Balino ve Enoch, 1995).

Doğrudan para politikası araçlarını ilk defa gelişmiş ülkeler terk etmeye başlamıştır. Kanada doğrudan araçları kullanmayı 1967 yılında bırakmıştır. 1980'lerin sonlarına kadar bazı doğrudan araçlar kullanılsa da, ABD'de de dolaylı araçların kullanılmasında uzun bir geleneksel sürece sahiptir. Batı Avrupa ülkelerinin büyük bir kısmında ise dolaylı para politikası araçlarına geçiş süreci kademeli ve daha gecikmeli olarak gerçekleşmiştir. Fransa ve İngiltere'de 1960'ların sonu 1970'lerin başında bu araçları kullanmaya doğru önemli girişimlerde bulunmuşlardır. Hatta her iki ülkede bir süre boyunca doğrudan araçların bazılarını kullanmayı sürdürmüşlerdir.

---

<sup>21</sup> Bir piyasa ekonomisindeki finansal sistemin en önemli fonksiyonu, toplumun tasarruflarının harekete geçmesine yardım etmek ve bu tasarrufların en etkin yatırım araçlarına ulaşmasını sağlamaktır (Wong, 1992).

Merkez bankalarının dolaylı araçları kullanabilmeleri için; finansal piyasaların yeterince geliştiği, makroekonomik dengelerin sağlandığı ve faiz oranlarının kontrollü olmasına rağmen piyasa faizlerine oldukça yakın olduğu İngiltere ve Fransa'da, dolaylı para politikası araçlarının adaptasyonu ve finansal liberalizasyonun ilk girişimleri çeşitli aksilikler yüzünden olumsuzlukla sonuçlanmıştır. Özellikle Fransa'da para politikası araçlarının karışımının etkin olmaması ve zorunlu karşılıkların faiz oranı yönetimini desteklemek için kullanılması ve belli faiz oranı artışlarının Fransa finansal sektörünü bozarak esnek faiz oranı yönetimini engellemesi, bu başarısızlığı yaratmıştır. Fransa tam anlamıyla dolaylı para politikası araçlarının kullanımına 1987 yılında geçebilmiştir (Quintyn, 1991). Bu nedenle, para ve maliye politikası hedeflerinin çatışmasının önlenmesi, dolaylı araçların etkinliği için çok önemlidir. 1980'lerin ortasında başlayan ve günümüzde Avrupa Birliği'ni oluşturan ülkelerin finansal entegrasyon süreci, ülke ekonomilerini birbirlerine çok daha büyük oranda bağımlı hale getirmiş ve sonucunda da dolaylı para politikası araçlarına geçiş sürecine hız kazandırmıştır. Bu geçiş sayesinde kullanılan para politikası teknikleri de değişime uğramıştır. Almanya'da açık piyasa işlemleri, reeskont işlemlerinin ve minimum zorunlu karşılıkların önceki dönemlerde yarattığı baskıları azaltarak, Bundesbank'ın kısa dönemli rezerv yönetiminin temel amacı haline gelmiştir. Belçika, Danimarka, İtalya, Hollanda, İspanya, Finlandiya, Norveç ve İsveç dolaylı para politikası araçlarını 1980'lerin sonunda ve 1990'ların başında kullanmaya başlamışlardır. Avrupa'daki bu parasal entegrasyona doğru kayış sürecinin ortaya çıkardığı dolaylı araçların kullanımı, benzer şekilde Yunanistan, İskoçya ve Portekiz'de de kullanılmaya başlanmıştır (Alexander, Balino ve Enoch, 1995).

Her ne kadar Japonya hiçbir zaman kredi tavanlarını kullanmamış olsa da, kullandığı en önemli doğrudan para politikası araçları faiz oranı kontrolleri ve moral takviyesi (moral suasion) olmuştur. Japonya'nın dolaylı araçlara geçişi, 1970'lerin ikinci yarısında başlayan ve 1996 yılında tamamlanan geniş liberalizasyon çalışmalarıyla başlamıştır. BOJ'un moral takviyesini kullanımı 1980'lerin başlarında hızla azaltılmış ve 1991 yılında da resmi olarak bırakılmıştır. Banka ödünçlerinin faiz oranları 1940'tan beri

serbest olmakla birlikte, mevduat faizlerinin serbestleştirilmesi 1970'lerin ikinci yarısında başlatılmış ve sürekli bir şekilde devam ettirilmiştir. Bunların tersine, Yeni Zelanda 1985-1986 yıllarında, başarılı bir liberalizasyon değişim programıyla, dolaylı para politikası uygulamalarına geçmiştir (Alexander, Balino ve Enoch, 1995). Meksika ise parasal kontrol amacıyla doğrudan para politikası araçlarından piyasa bazlı araçlara geçiş döneminde, zorunlu karşılıkları kullanmayı bırakmış ve acil ödünç verme hariç reeskont penceresi işlemlerini de kullanıma kapatmıştır (Axilrod, 1995).

Dolaylı para politikası araçlarının kullanılmaya başlanmasıyla para politikasının etkinleşmesi; geçiş sürecinin sonunda parasal çarpanların ve temel parasal büyüklüklerin yönetilebilir seviyelere inmesi, bunların tahmin edilebilirliğini kolaylaştırmıştır. Bu geçişle faiz oranları da pozitif değerler almış ve kısa vadeli faizlerdeki volatilité artmış böylece geçiş sonrası bu faizler hem piyasa koşullarına hem de merkez bankası davranışlarına daha hassas hale gelmiştir.

Dolaylı araçların, istikrarlı ekonomik koşullara ve sürdürülebilir mali politikalara ihtiyacı vardır. Dolaylı para politikası araçlarının etkin kullanımı için, mali disiplinin sağlanması çok önemlidir. Bunun için hükümetin mali açıklarının parasal finansmanına merkez bankası tarafından kesin bazı kısıtlamalar koymak, yürütülen para politikası açısından çok faydalıdır. Bu tür bir program, borçlanma enstrümanlarının genişlemesine, piyasa bazlı işlemlere ve ikincil piyasa işlemlerine de destek vermiştir. Borç yönetimi ve para politikası hedefleri arasındaki potansiyel çatışmaların, para politikası lehine çözümlenmesi de çok önemlidir.

Sonuç olarak, bu geçiş aşamalarının sonunda para politikasının yürütülmesi amacıyla, gelişmiş ülke merkez bankaları aşağıdaki dolaylı (endirekt) para politikası araçlarının bir karışımını kullanmaktadırlar :

#### 1- Açık Piyasa İşlemleri,

- Repo, Ters Repo, Doğrudan Alım, Doğrudan Satım,
- Depo (mevduat) alımı; Depo satımı,

- Merkez bankası likidite senedi ihracı,
- 2- Döviz - Efektif İşlemleri,
  - Döviz müdahaleleri,
  - Döviz alım – satımları,
- 3- Reeskont Penceresi İşlemleri,
- 4- Zorunlu Karşılık Oranları.

Yukarıdaki para politikası araçlarından ilk üç madde (açık piyasa işlemleri, döviz-efektif işlemleri ve reeskont penceresi işlemleri) Para Tabanını; son madde (zorunlu karşılık oranları) ise Parasal Çarpanı etkilemek için kullanılmaktadır.

#### **2.2.2.1. Açık Piyasa İşlemleri**

Açık piyasa işlemleri (API) en geniş anlamıyla finansal enstrümanların<sup>22</sup> açık piyasada merkez bankası tarafından ya birincil piyasada ya da ikincil piyasada alınarak veya satılarak bankacılık sisteminin toplam rezervlerini daraltarak veya genişleterek, nihai olarak ülkenin para arzını etkileyebilmek olarak tanımlanabilir. Diğer bir tanımlaması ise; interbank, para ve menkul kıymetler pazarlarının tam anlamıyla gelişip, aktif olarak kullanıldığı ülkelerde açık piyasa işlemleri bankacılık sisteminin toplam rezervlerinin (likiditelerinin), menkul kıymetlerin piyasa fiyatlarından merkez bankası tarafından alınıp veya satılarak etkilenmesidir. Bu işlemler ya kesin alım-satımla veya repo-ters repo işlemleriyle yapılabilmektedir (Iden, 2001).

Açık piyasa işlem çeşitleri ve uygulanma nedenleri aşağıdadır:

**a) Doğrudan Satım İşlemleri:** Merkez bankası, piyasadaki likiditenin sürekli olarak fazla olacağına inanıyorsa, söz konusu fazla likiditeyi çekmek için, API portföyündeki kıymetleri bankalara/aracı kurumlara satar ve karşılığında bankalar, ellerindeki fazla likiditeyi merkez bankasına kalıcı

<sup>22</sup> Hazine bonosu ve devlet tahvili (treasury bills), merkez bankası senetleri (central bank bills) ve birinci derece özel sektör senetleri (prime commercial paper).



olarak devrederler. Böylece bankaların/aracı kurumların toplam rezervleri azaltılır.

**b) Ters Repo İşlemleri (Geri Alım Vaadiyle Satım):** Merkez bankası, piyasadaki likiditenin geçici bir süre için fazla olduğunu, belli bir süre, örneğin 30 gün, sonra tekrar normal seviyelerine döneceğini düşünüyorsa, fazla likiditeyi ters repo işlemleri ile piyasadan çeker. Ters repo işlemlerinde merkez bankası, APİ portföyündeki senetleri bankalara/aracı kurumlara belirli bir süre için belirli bir fiyattan geri almak vaadiyle satar, bankalar/aracı kurumlarda karşılığında ellerindeki fazla likiditeyi geçici bir süre için merkez bankasına devrederler. Ters repo işlemlerinde iki anlaşma aynı anda yapılmış olur. Merkez bankası, senetleri bankalara/aracı kurumlara belirli bir fiyattan, belirli bir vade için satarken, işlemin vadesinde de belirlenen faizle birlikte, aynı senetleri bankalardan/aracı kurumlardan geri alacağını kabul etmiş olur. İşlemin vadesinde bankalar/aracı kurumlar aynı senetleri tekrar merkez bankasına satmak zorundadırlar.

**c) Doğrudan Alım İşlemleri:** Merkez bankası, likiditenin kalıcı olarak istenilen düzeylerden az olacağına inanıyorsa, eksik olan likiditeyi sağlamak için bankalardan/aracı kurumlardan kıymet alır ve karşılığında bankalara/aracı kurumlara nakit aktarır. APİ portföyüne, piyasadan alınacak devlet iç borçlanma senetlerinin vadeleri, eski kanunda işlem valörü itibariyle bir yıldan kısa vadeli olması gerekirken; yeni düzenlenen kanunla, artık böyle bir vade sınırlaması uygulanmamaktadır. Çağdaş merkez bankacılığı ilkeleri merkez bankalarının birincil piyasadan (Kamudan-Hazineden) kıymet almasına imkan vermemektedir. Doğrudan alım işlemi sonucunda, bankalar kalıcı olarak ekonominin ihtiyaç duyduğu likiditeye kavuşurken, faizlerin enflasyon hedefi ile tutarlı düzeylerde kalması sağlanmış olur. Böylece bankaların/aracı kurumların toplam rezervleri arttırılır.

**d) Repo İşlemleri (Geri Satım Vaadiyle Alım):** Merkez bankası, piyasadaki likiditenin geçici bir süre için istenilen düzeyden az olduğunu, belli bir süre, örneğin 30 gün, sonra tekrar normal seviyelerine döneceğini düşünüyorsa, eksik likiditeyi repo işlemleri ile piyasaya verir. Repo işlemlerinde merkez bankası, bankalardan/aracı kurumlardan kıymetleri belirli

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

**e) Depo (Mevduat) Alımı ve Satımı:** Bu tür işlemler bir nevi bankalar arası mevduat işlemleri olup, asıl olarak merkez bankalarının “likiditenin son merci” işlevleri gereği kullanılır. Merkez bankaları genelde para piyasası gecelik vade faiz oranlarının belirli bir bant içinde oluşmasını hedeflerler. Bu çerçevede, merkez bankaları, gecelik vadede para piyasasında faizler üst sınıra çıktığında, açık piyasa işlemleri çerçevesinde bankalara teminat karşılığı, likidite verirler, ya da faizler çok düştüğünde, bankalardan mevduat alarak faizlerin aşırı dalgalanmasının önüne geçmeye çalışırlar.

**f) Merkez Bankası Likidite Senedi İhraçları:** Merkez bankaları, likidite fazlasını doğrudan kendi ihraç edecekleri kısa vadeli “likidite senetleri” ile de çekebilirler. Likidite fazlalığı yaşayan ülkelerde bu tür senetler aktif bir açık piyasa işlemi aracı olarak kullanılmaktadır.

Gelişmiş ülkelerde en temel parasal kontrol aracı APİ'dir. Diğer para politikası araçlarının tersine, açık piyasa işlemleri çok esnek bir para politikası aracı ve bireysel anlamda kuruluşların katılabilmesi yönünden de zorunlu değil isteğe bağlıdır. APİ istenilen sıklıkta ve miktarda uygulanabilmesiyle, bu yolla da kısa dönemli faizlerde veya para tabanında istikrar sağlamayı amaçlayan çok kullanışlı bir yöntemdir. APİ bankalara herhangi bir vergi yüklememektedir. Ayrıca açık piyasa işlemleri finansal

piyasalarda rekabetin yaratılması ve büyütülmesi için çok daha uygun bir tekniktir. Birçok ülke merkez bankası piyasada likidite sıkıntısı yaratarak, bankaları merkez bankasından borçlanmaya zorlamakta ve bu gibi borçlanma koşulları temel bir para politikası aracını oluşturmaktadır. Diğer bir deyişle, açık piyasa işlemleri merkez bankasına kendi inisiyatifindeki parasal operasyonların hacminde ve zamanlamasında büyük esneklik sağlamakta ve piyasalarda gerçekleştirilen bu işlemler herkese açık olup doğrudan kontrollerin ortaya çıkardığı etkisizliği de engellemektedir.<sup>23</sup>

Her ne kadar ikincil piyasalar merkez bankalarına (finansal serbestleşmeyle birlikte) daha büyük bir esneklik sağlasa da, serbestleşmenin ilk aşamalarında birincil piyasa ki ikincil piyasalar yeterince gelişmediği için daha çok kullanılmıştır (Axilrod, 1998). Bankalararası para piyasaları etkin olarak çalışmayan bir ülkede, açık piyasa işlemlerini tam ve etkili olarak kullanmak mümkün değildir (Alexander, Balino ve Enoch, 1995).

Eğer merkez bankası para politikasının yürütülmesinde gerekli kredibiliteye sahip değilse, ister gelişmiş ister gelişmekte olan ülkeler olsun, ekonomide finansal istikrarın sağlanması çok daha zor bir duruma dönüşmektedir. Bu nedenle, merkez bankası portföyünün oldukça likit ve risksiz bir bileşime sahip olması çok büyük bir önem arz etmektedir. Eğer piyasalar oldukça yüksek bir gelişim seviyesine ulaşmışsa, finansal kuruluşlar sürekli ve büyük hacimli işlemler aracılığıyla günlük likiditelerini ve nakit akımlarını yönetmeye başlamışlardır. Bu da, merkez bankasına kendi inisiyatifinde olan APİ'yi daha etkin kullanma imkanı vermektedir (Axilrod, 1995).

Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) piyasasının yeterli gelişmediği ülkelerde, aktif bir bankalararası para piyasası para politikasının yürütülmesinde çok daha önemli bir konuma sahiptir. Böylece etkin bir DİBS piyasası olsun ya da olmasın, birçok ülkede ki gelişmiş veya gelişmekte olan rekabetçi bir interbank pazarı, açık piyasa işlemlerinin temelde piyasa merkezli para politikasının yönetiminde etkin olabilmesi için gerekli bir

---

<sup>23</sup> Örneğin, Alexander, Balino ve Enoch (1995), Axilrod (1995), Gray ve Hoggarth (1996), Fischer (1994 ve 1996), Akhtar (1997), Axilrod (1998), Bernanke, Laubach, Mishkin ve Posen (1999), Mishkin (2000), Bofinger (2001) ve Svensson (2004).

önkoşuldur. Ayrıca, DİBS'lerin çoklu fiyat ihaleleri kullanılarak yapılacak satış yöntemi, rekabetçi bir menkul kıymetler piyasası gelişimini desteklemek için, Hazinesin ve merkez bankasının kontrolleri altındaki en önemli faktörlerden bir tanesidir. Yeni kurulan menkul kıymetler piyasasının etkin ve aktif olarak çalışabilmesi için; piyasanın çalışma saatleri olabildiğince esnek olmalı, etkin bir gözetim ve denetim sistemi kurulmalı ve merkez bankası aktif olarak piyasa işlemlerine taraf olarak katılmalıdır (Akhtar, 1997).

Gelişmekte ve geçiş ekonomilerinde uygulanan APİ; bankacılık sisteminin yapısına, finansal sistemin serbestleşme derecesine, merkez bankasının eğitimli personeline, yeterli istatistiksel verilere, finansal yapıya ve DİBS veya özel para piyasası enstrümanlarının kullanılmasına bağlı olarak piyasa koşullarında çok çeşitlilik göstermektedir. Ekonomiler büyüdükçe ve piyasalar olgunlaştıkça, birçok ülke ikincil piyasada oldukça esnek olan açık piyasa işlemlerini, özellikle repo-ters repo ve interbank piyasası işlemlerini, para politikasının yürütülmesinde kullanmaya başlamaktadırlar. Repo ve ters repo işlemleri, doğrudan alım ve doğrudan satım işlemleriyle kıyaslandığında, özellikle sermaye girişlerinin ve/veya çıkışlarının olduğu dönemlerde piyasadaki likiditeyi dengelemek (düzenlemek) amacıyla çok sık kullanılmaktadır.

Açık piyasa işlemleri para politikasının yürütülmesinde iki şekilde uygulanabilir :

1) Aktif olarak; belirlenmiş bir rezerv miktarını hedefleyerek ve rezervlerin fiyatının yani faiz oranlarının serbestçe dalgalanmasına izin vererek, (likidite (rezervler) kullanılır),

2) Pasif olarak; belirli bir faiz oranını (fiyatı) hedefleyerek, rezerv miktarının dalgalanmasına izin vererek, (faiz oranlarını kullanılır).

APİ, ya aktif olarak rezerv miktarı hedeflenerek ya da pasif biçimde para piyasası faiz oranı hedeflenerek yürütülmektedir. Açık piyasa tipi operasyon (open market-type operations) birincil piyasada ya yeni Hazine ya da merkez bankası menkul kıymetlerinin merkez bankası tarafından parasal kontrol amacıyla fazla likiditeyi çekmek için kullanılmaktadır. Hazine veya

merkez bankası menkul kıymetlerinin birincil piyasada açık piyasa tipi operasyonlarla ihraç edilmesi, ülkeye sermaye girişlerinin yoğun olduğu dönemlerde bankacılık sistemindeki fazla likiditeyi çekmek için çok elverişli bir yöntemdir.

Aktif APİ uygulamasında operasyonel hedef olarak kullanılan likidite, açık piyasa işlemlerinin yokluğunda tahmini olarak sağlanacak likidite tutarı için hedef (amaç) kıyaslanır. Eğer hedeflenen rezerv tutarı tahmin edilenden büyük ise eksik likidite tutarı sağlanır ya da eğer hedeflenen likidite tutarı tahmin edilenden küçük ise fazla rezerv miktarı çekilir. Pasif APİ uygulamasında operasyonel hedef olarak kullanılan faiz oranları hedefinde ise, likiditenin çekilmesi veya eklenmesi hedeflenen faiz oranıyla yapılmaktadır. APİ ticari bankalar veya piyasa yapıcılar (primary dealers)<sup>24</sup> ile yapılmakta ve DİBS, merkez bankası senetleri, yabancı paralar ve ticari senetler gibi menkul kıymetlerle yürütülmektedir. İşlem çeşidi olarak ise repo, ters repo, doğrudan alım, doğrudan satım ve forex swap uygulanmaktadır. Kullanılması bankaların kendi inisiyatifinde olan reeskont penceresi veya Lombard imkanı, bankalararası para piyasası daha az gelişmiş ülkelerde çok daha önemlidir. APİ'nin etkinliği arttıkça, zorunlu karşılıklar da daha az kullanılan ve daha önemsiz bir konuma geçmişlerdir (Iden, 2001).

Piyasaları hassas ve iyi gelişmiş olan sanayileşmiş ülkeler, birkaç istisna dışında, genelde likidite temini için daha yoğun bir şekilde pasif yaklaşım tarzını APİ aracılığı ile kullanmaktadırlar (Axilrod, 1995). Gelişmekte olan ülkelerde para politikasının etkilerini yansıtacak (geçirecek) etkin ikincil veya interbank piyasalarının olmayışı, bu ülkelerde aktif yaklaşımın kullanılmasının bir sebebi olabilmektedir. Diğer bir sebepte, aktif yaklaşım, özellikle enflasyonun kontrolünün en temel (overriding goal) amaç olduğu durumlarda, merkez bankasına kendi politika hedeflerini daha anlaşılır daha açık bir biçimde belirlemesine imkan vermesinden kaynaklanmaktadır

---

<sup>24</sup> Piyasa yapıcılar (PY), özel yükümlülükleri ile birlikte ayrıcalıkları olan ve seçilen bir grup araçlardır. PY'ler DİBS'lerin birincil piyasa satışlarını destekleme ve benchmark kağıtlar için piyasa oluşturma gibi yükümlülükleri vardır. Ayrıcalıkları ise merkez bankasıyla parasal operasyonlarda, ihale teminatı vermemek ve özel APİ limitleri gibi özel hakları vardır. PY seçiminde genelde bankanın sermaye yeterliliğine, piyasaya olan yükümlülüklerine ve iyi yönetilmesine bakılmaktadır. Piyasanın göreceli olarak tam gelişmediği durumlarda, merkez bankası muhtemelen PY'leri müşteri portföylerini (tabanlarını) genişletmeleri konusunda destekleyecek ve bu yolla hem Hazine'nin borç yönetimi hem de APİ uygulamaları kolaylaşacaktır.

(Axilrod, 1998). Gelişmekte olan ülkelerde piyasanın gelişmeye başladığı erken aşamalarda, likidite ihtiyaçları için işaretler verebilecek yeterli etkinlikte ikincil veya interbank piyasalarının olmayışı, likidite temininde aktif yaklaşımın seçilmesinde çok önemli bir etkidir. Bir ülkedeki döviz kuru ve ödemeler dengesi istikrarının önemi, çeşitli IMF destekli programlar aracılığıyla temelde bankaların likiditeleri veya parasal taban büyüklüğü yerine merkez bankasının net iç varlıkları kullanılabilir. Sonuçta bir merkez bankasının aktif veya pasif bir yaklaşımla API'yi kullanabilmesi o ülkenin piyasalarının ve ekonomisinin yapısına bağlı olacaktır.

API'nin ister aktif ister pasif yaklaşımda parasal kontrolün etkin bir aracı olabilmesi için, bankaların reeskont penceresini kullanabilmelerine kesin kısıtlamalar koymaya ihtiyaç vardır. Açık piyasa işlemleri, genelde bu tür kısıtlamalar olmadan, finansal koşullarda ve bankaların rezervlerinin kontrollerinde en temel para politikası aracı olarak kullanılamaz. Bu nedenle, reeskont penceresi işlemleri yüksek faiz veya giriş kısıtlamaları gibi koşullarla daha az çekici bir kredi şekline dönüştürülmelidir (Axilrod, 1998). Eğer bankalar merkez bankasından kendi istekleriyle borç alabileceklerse, API bu genişleme nedeniyle etkin bir biçimde para piyasası faiz oranını veya bu amaçla toplam rezervleri etkilemeyi veya parasal tabanı kontrol edemeyecektir. Bankaların likidite talebiyle ve piyasa operasyonları aracılığıyla sağlanan likidite arasında pozitif bir açık varsa, bu durumda bankalar reeskont penceresinden borçlanma yoluna giderek bu açığı karşılayacaklardır. Bu genişleme durumunda API, para ve kredi koşullarının etkilenmesindeki sınırlayıcı rolünün yerine getirilmesinde etkin bir rol oynayamayacak ve ekonominin ihtiyaç duyduğu çapa (anchor) görevinin yerine getirilmesini para piyasası faiz oranı değil reeskont penceresi faiz oranı gerçekleştirecektir. Eğer reeskont politikası kesin olarak kısa vadeli ihtiyaçlar için kapatılırsa, bu aracın piyasadaki düzenleme veya emniyet sübabı fonksiyonlarını ortadan kaldırmış olacaktır (Akhtar, 1997).

Günümüzde açık piyasa işlemleri, merkez bankacılığının en etkin para politikası aracı haline gelmiştir. Açık piyasa işlemlerinin etkinliğinin en önemli nedenleri; faiz oranlarının ve işlem miktarlarının asıl olarak merkez

bankasının tamamıyla inisiyatifinde olması, günün her saatinde değişik yöntemlerle kullanılabilmesi nedeniyle esnek ve etkin olması, gün içerisinde yapılan işlemlerin çok kolay bir biçimde tersine çevrilebilmesi ve gerçekleştirilen işlemlerin etkilerinin çok hızlı bir biçimde piyasalarda görülmesidir. Böylece, bu işlemler gün içerisinde rahatlıkla tersine çevrilebilmekte ve parasal taban üzerinde küçük miktarlardaki ayarlamalara (fine-tuning) imkan vermektedir. Açık piyasa işlemleri genelde ikincil piyasa işlemleri olduğundan dolayı, bu işlemlerin etkinlikle uygulanabilmesi için gelişmiş bir para ve menkul kıymetler (sermaye) piyasalarının (EFT, EMKT ve geniş kapsamlı bir yasal altyapı) oluşturulması gerek koşuldur. Özellikle DVP olarak adlandırılan (delivery versus payment system) ödeme sistemi kurulmalı ve geliştirilmelidir (Iden, 2001). Bu dönüşüm süreci tamamlandıktan sonra, API para politikasının esnek ve efektif bir aracı olarak kullanılabilir. Bu nedenle, açık piyasa işlemleri 1980'lerden başlayarak gelişmekte olan ülkelerde aktif olarak uygulanmaya başlanmıştır. Açık piyasa işlemleri ile piyasadaki yerli para likiditesi ve para piyasası faiz oranları belirlenir ve de para tabanı kontrol edilebilir.

Ekonomilerin büyümesiyle finansal piyasalarda gelişme ve derinleşme gözlenmekle birlikte, piyasanın gelişiminin parasal ve maliye otoritelerinin yol göstericiliğine ihtiyacı hep olmuştur. Bu süreçte öncelikle doğrudan araçlardan API'nin kullanıldığı birincil piyasa kağıt ihalelerine doğru bir kayış başlamıştır. Sonra da, tamamen bu kağıtların kullanıldığı daha esnek olan ikincil piyasa gelişimine doğru bir kayış gerçekleşmiştir. Dolayısıyla birincil piyasada yapılan API'ler aktif ikincil piyasaların evrimi için bir başlangıç oluşturmuştur (Axilrod, 1998). Merkez bankasının piyasadaki kilit rolünü geliştirebilmesi için; DİBS'ler için şeffaf ve etkin bir birincil piyasa ihalesi gerçekleştirmeli, piyasayı bilgilendirmeli, kullandığı araçlarla ilgili düzenlemeleri ve standartları yapmalıdır. Ayrıca, bankacılık sistemine çok kolay bir biçimde kredi sağlamamalı, likidite rasyosu gibi oranlarla bankaları DİBS piyasasının esiri yapmamalı, DİBS'leri piyasa fiyatlarının altından almaları için bankacılık sistemine baskı yapılmamalı ve hazine yükümlülüklerini zamanında ve tam olarak yapmalıdır (Iden, 2001).

Açık piyasa işlemleri yapmanın en temel dezavantajları ve engelleri ise; açık piyasa işlemlerinin maksimum etkin kullanımı ve esnekliği için hem etkin bir ödeme sistemine hem de uygun menkul kıymetlerin kullanıldığı aktif, derin ve geniş ikincil piyasaya ihtiyaç vardır. Ayrıca merkez bankasının likidite tahmini ve piyasa analizleri için gerekli imkanları olmalı ve sağlıklı bankacılık sistemi, sık piyasalar, uygun olmayan finansal araçların ve bilgi eksikliğinin de azaltılması gereklidir (Iden, 2001).

İkincil piyasanın olmadığı durumlarda, hazine bonosu, merkez bankası senetleri veya depoları gibi likidite çekme işlemleri veya kredi ihaleleri gibi likidite verme işlemleri açık piyasa tipi işlemleriyle birincil piyasada yapılabilmektedir. Likidite tahmini ve piyasa analizi için; finansal verilere, sezonsal olarak nakit ve kredi taleplerine, hazine borçlarının vadelerine ve hazine işlemleri hareketlerinin likidite (rezerv) üzerindeki etkilerinin bir değerlendirilmesine ihtiyaç vardır.

Ayrıca, para politikası aracından çok, para piyasası yönetimi<sup>25</sup> için güvenlik sübabı işlevi gören destek imkanları (standing facilities) ceza faiz oranıyla (piyasa faizlerinin üzerinde bir oranla) kullanılmalıdır. Eğer merkez bankası bankacılık sisteminin kısa vadeli likidite ihtiyacını kolay ve doğru bir şekilde tahmin edemiyorsa, hem borç verme (lending) hem de mevduat (deposit) destek imkanlarını kullanması çok faydalıdır. Bu iki oran faizlerin belirlenmiş bir bant içinde hareket etmesine imkan vermiştir. İngiltere’de geç borç verme imkanı (late lending-küçük bir gruba), Almanya’da Lombard İmkanı ve ABD’deki reeskont penceresi (ceza faiz oranı uygulanmaz) bu işleme örnek olarak gösterilebilir. Bu kaynağı kullanım imkanı ilgili bankanın sermayesinin belirli bir oranıyla veya belirlenmiş vadelerle sınırlandırılabilir. Bu imkan genelde kısa vadeli olup, kısa dönemli ödünçleri (veya mevduatları) veya repoyu ya da kısa vadeli menkul kıymetlerin merkez bankası tarafından doğrudan alımı yollarıyla kullanılmaktadır. Birçok gelişmiş piyasa ekonomilerinin merkez bankaları bu çeşit kredi imkanlarını piyasa katılımcılarına sağlamaktadır. Genelde merkez bankaları bu işlemler için

---

<sup>25</sup> Para yönetimi (money management), bankaların likiditesine ve kısa dönemli piyasa faiz oranlarına istikrar kazandırmaktır. Para politikası (monetary policy) ise, daha uzun bir dönemde sürekli bir şekilde bankaların mevduat-kredi faizlerini ve/veya mevduat-kredi miktarlarını etkilemektedir.



piyasa faizlerinin üzerinde bir oranla bankacılık sistemine teminat karşılığında ödünç vermekte ve ödünç alıcılar herhangi bir oran talep etme hakkına sahip değillerdir. Kural olarak, merkez bankaları piyasa faizlerinin altında bir taban faizle de piyasaya mevduat yapma imkanı tanımaktadırlar ve bu işlem (standing deposit facilities) çok yaygın olarak katılımcılar tarafından kullanılmamaktadır. Bu ödünç verme ve ödünç alma imkanları arasındaki asimetri, birçok gelişmiş ülke piyasalarındaki bankacılık sisteminin devamlı olarak rezerv eksikliği (likidite ihtiyacı) içinde olduğunu yansıtmaktadır (Gray ve Hoggarth, 1996).

Genelde API'de, merkez bankası ya çekmeyi/vermeyi düşündüğü belirlenmiş bir likidite miktarını teklif edebilir ve bankacılık sistemine talepleri için faiz oranlarını belirleme imkanı verir ya da faiz oranını belirler ve bankaların miktarı belirlemesine imkan tanır. Başlangıçta, merkez bankası faiz oranlarına bir sınır koymak isteyebilir (likidite verirken bir alt limit, likidite çekerken bir üst limit) ve sonraki aşamada çekeceği ya da vereceği likidite miktarına bir üst limit koymak isteyebilir. Her ne kadar bu sınırları açıklamak gerekmeseyse de, politika etkisinin daha büyük olması için başlangıçta bunları sisteme açıklamak gerekebilir (Gray ve Hoggarth, 1996).

Uygulamada ise, merkez bankaları bankacılık sistemine likidite verecekse genellikle fiyatı belirlemektedir. Gelişmiş piyasalarda genelde bankacılık sektörü merkez bankasından borçlanan kesim olduğu için, merkez bankasının ödünç verme oranı bu oranlar için bir alt limit oluşturacaktır. ABD'de Fed funds rate, teoride, her ne kadar piyasa tarafından belirlense de; aslında Fed'in API aracılığıyla piyasaya target interest rate ile ne kadar likidite vereceğine bağlıdır. Çünkü, piyasadaki oyuncular kendi talepleri için geçerli olacak faiz oranlarını belirlerken, bu oranı göz önünde bulundurlar. Fed funds rate ise genelde bu hedef oran etrafında % 0.25'lik bir bant içinde dalgalanmaktadır.

#### **2.2.2.2. Döviz – Efektif İşlemleri**

Merkez bankaları, tam dalgalı kur politikası uygulamıyorlarsa, kur politikalarını döviz ve efektif alış ve satışları ile gerçekleştirirler. Merkez

bankasının döviz ve efektif alış-satışlarının kurlar üzerindeki etkisi yanında piyasadaki yerli para likiditesi üzerinde de doğrudan etkisi vardır. Merkez bankası döviz ve efektif sattığında piyasadaki yerli para likiditesi azalırken; aldığıında, piyasadaki yerli para likiditesi artacaktır. Merkez bankaları döviz ve efektif alış-satışlarını asıl olarak piyasadaki likiditenin kontrolü amacıyla kullanmazlar. Bu nedenle, likidite üzerindeki etkilerine rağmen, çoğu kez, döviz ve efektif alış satışı standart para politikası araçları arasında sayılmaz.

### **2.2.2.3. Reeskont Penceresi İşlemleri**

Reeskont penceresi uygulaması, para-menkul kıymet piyasalarının gelişmediği 1980'ler öncesinde merkez bankalarının en önemli dolaylı politika araçlarından bir tanesiydi. Reeskont penceresi işlemlerinin en temel amacı, merkez bankalarının finansal sistem için son ödünç verme kaynağı (mercii) fonksiyonunu yerine getirmesidir. Bu uygulamada bankalar, merkez bankasının belirlenen genelde kısa vadeli senetleri, merkez bankasının belirlediği faiz oranlarından iskonto ettirerek ihtiyacı olan likiditeyi elde ederler ve aniden ortaya çıkabilecek panik havasını da yatıştırılmaya çalışırlar. Diğer bir deyişle, bankalar bu yolla ellerindeki ticari senetleri, vadeleri dolmadan merkez bankasına kırdırarak rezerv ihtiyaçlarını karşılayabileceklerdir. Etkin bir reeskont politikası uygulaması için, gelişmiş bir risk santralizasyon merkezine ihtiyaç duyulmaktadır. Reeskont politikası uygulaması ile merkez bankalarının bankalar aracılığı ile reel sektör firmalarına da kredi kullandırması söz konusudur ve bu uygulama, ekonomik büyümenin de önemli bir amaç olduğu eski merkez bankacılığı anlayışını yansıtır. Hatta, geçmişte, merkez bankalarının reeskont politikaları ile seçilmiş bazı sektörleri desteklemesi, bu sektördeki firmaların ticari senetleri karşılığı kredi vermesi söz konusu olmuştur. Ancak, piyasaların gelişmesi sonucu açık piyasa işlemlerinin etkinleşmesi ve modern merkez bankacılığı anlayışı nedeniyle, reeskont penceresi artık çok aktif olarak kullanılan bir araç değildir.

Bankacılık sistemine sağlanan reeskont kredileri üç temel amaç için kullanılmaktadır (Balino, 1985):

1. Mali açıdan güç durumdaki bankalara yardım etmek için,
2. Para ve kredi koşullarını kontrol etmek için,
3. Selektif kredi politikalarını etkilemek için.

Birinci görev olan zor durumdaki bankalara yardım etmek, merkez bankasının son başvuru kaynağı fonksiyonuna tekabül etmektedir. Eğer merkez bankasının bu yardımı ucuz ve limitsiz ise, finansal kuruluşlar bu imkanı piyasa fonlarına tercih edebilirler. Bu da parasal genişlemeye ve tasarrufların etkin olmayan bir biçimde dağılmasına yol açmaktadır. Eğer merkez bankasının bu yardımı çok pahalı veya sınırlı ise, bu durumda ekonomik ve finansal istikrarı tehlikeye sokabilir.

İkinci görevde ise, genelde reeskont oranını değiştirmek yoluyla, bankaların bu kaynaktan ödünç alma isteklerini azaltmakta veya arttırmaktadır. Böylece reeskont oranı değişikliği, hem piyasa koşullarını değiştirmek hem de merkez bankasından borçlanma maliyetini değiştirmenin etkisini destekleyerek, bir duyuru etkisine sahiptir. Bankalar bu imkanı kullanıp kullanmamakta özgürdürler. Merkez bankası ticari bankalara verilecek kredi miktarlarını bu yolla tahsis edebilir. Bu da doğrudan reeskont hacmini kontrol ettiği için, para ve kredi hacmi üzerinde merkez bankasına sıkı bir kontrol imkanı vermektedir. Merkez bankası mevcut kredinin bankalar arasında tahsisinde belirli kriterlere ihtiyaç duymaktadır. Bunlar, mevduatları oranında dağıtılabılır veya selektif kredi biçiminde verilebilir veya piyasa fiyatlarıyla ihale biçiminde sağlanabilir. Selektif kredi politikası biçiminde yürütülebilmesi için, kredi miktarının tam olarak önceden belirlenmesi gerekmektedir. Aksi takdirde bu durum parasal kontrolü tehlikeye atabilmektedir. Merkez bankası, reeskont kredisi imkanının vadesini ve ne tür kağıtları bu işleme kabul edeceğini açıklaması çok önemlidir. Merkez bankası kredisinin uygun vadesi bu kredinin amacına bağlıdır. Reeskonta kabul edilen kağıtlar, parasal genişlemeyi kısıtlamaya hizmet etmemekle birlikte, genelde merkez bankasının bu kredi için istediği bir teminat görevini görmektedir (Balino, 1985).

Bazı merkez bankaları duyuru etkisini kullanmak için reeskont oranını değiştirirler, böylece gelecek dönemde bu pencereden borçlanmanın zor mu yoksa kolay mı olacağına dair para politikası oluşumunda piyasaya bir işaret verirler. Diğer merkez bankaları ise para piyasası koşullarını etkilemek için temelde bu aracı kullanırlar. Bu amaç için diğer araçlar kullanılarak (DİBS satmak gibi) piyasada likidite sıkışıklığı yaratılır ve bankalar merkez bankasından borçlanmaya zorlanırlar (Alexander, Balino ve Enoch, 1995).

Reeskont kredileri, likidite açığı veren bankaların (en son likidite kaynağı veya ilk likidite kaynağı olarak) merkez bankasından bu açığın kapatılabilmesi amacıyla kredi temin edebilmesini sağlayan bir para politikası aracıdır. Merkez bankalarının iki çeşit reeskont politikası olabilir.

Birincisi, merkez bankasının en son likidite kaynağı (en son durumda ödünç veren – lender of the last resort) konumunda olmasıdır. Bu durum merkez bankasının reeskont oranının piyasadaki faiz oranlarından yüksek olmasını ve bankaların merkez bankasına en son çare olarak başvurmasını göstermektedir. Bu durumda, bankaların kredi faizleri yasal sistem tarafından etkilenmekte ve kredi faiz oranı temel olarak mevduat faizleri tarafından belirlenmektedir.

İkincisi ise, merkez bankasının ilk likidite kaynağı (ilk durumda borç veren – lender of the first resort) konumunda olmasıdır. Bu durumda reeskont oranı, piyasa kredi faiz düzeyinin altındadır. Bankalar merkez bankasına borç senetlerini kırdırmak veya bonoları nakde çevirmek için ilk aşamada başvurabilmektedir. Merkez bankası reeskont oranındaki bir artış, borçlanmanın maliyetini yükseltmektedir. Böylece kredi faiz düzeyi de, bankaların bu artışta kredi talebinde bulunanlara yansıtması sonucunda, artış gösterecektir.

Bu yolla merkez bankaları para talebini doğrudan etkileyebilecek bir güce sahip olmuşlardır. Eğer merkez bankası reeskont oranını piyasa faizlerinin üzerinde belirlerse, bankalar bu krediyi ilk likidite kaynağı olarak kullanmayı çok istemezler. Ya da piyasa faizlerinin altında belirlerse de, bu kredinin kullanımına merkez bankaları idari kısıtlamalar getirmektedir. Temel

olarak merkez bankası borç verme oranı, arbitraj imkanı sağlayacak kadar düşük olmamalıdır. Böylece, ekonomide borçlanma maliyetleri genel olarak artış gösterecek, DİBS faizleri yükselecek ya da DİBS fiyatları düşecek ve DİBS talebi artış gösterecektir. Sonuçta bankaların nakit talebi azalacak ve para talebi düşecektir. Gelişmiş bazı ülkelerin reeskont kredi faiz oranları, özellikle politika değişiklikleri konusunda piyasalara sinyal vermek için kullanılmıştır.<sup>26</sup>

Gelişmekte olan para piyasalarında destek imkanları (standing facilities), merkez bankası işlemlerinin şeffaf olmasına imkan vermektedir. Gelişmiş olan ülkelerde ise kısa dönemli faizlerin hareketliliğinin sınırlandırılmasına yardımcı olmaktadır. Refinance standing facility (lender of last resort ve discount window), bankalara merkez bankasından ödünç para talep etme imkanı vermekte ve bu yolla piyasaya likidite verilmektedir. Destek imkanları en temel para politikası aracı kısa vadeli faiz oranlarına sınırlar koyarak kısa vadeli volatilitiyi sınırlamaktır. Mevduat destek imkanı (Deposit standing facility) ise, ticari bankalara fonlarını merkez bankasında değerlendirme imkanı vermekte ve bu yolla sistemden fazla likidite çekilmektedir. Böylece kısa vadeli faiz oranlarının belirli bir seviyede hedeflenmesi, merkez bankalarının bu belirlenmiş orandan sisteme ihtiyacı olan likiditeyi vermesini ve/veya sistemdeki fazla likiditeyi çekmesinin gerekliliğini ortaya koymaktadır. Henüz APİ'nin tam anlamıyla etkin kullanılmadığı durumlarda, destek imkanları sisteme sürekli likidite sağlamada çok önemli bir işlev görmektedirler. Ayrıca bu imkanlar, hem para politikasının sinyal verme fonksiyonunu yerine getirmekte hem de ödeme sistemlerinin etkin çalışabilmesi için çok önemli bir role sahiptirler (Laurens, 1997).

Merkez bankası, bankaların reeskont kredisi taleplerini reeskont oranlarında yapacağı değişiklikler yoluyla istediği yönde (caydırabilir veya teşvik edebilir) etkileyebilir. Bankaların rezervlerindeki değişim (artış veya azalış) çarpan mekanizması yoluyla kaydi para yaratma imkanlarını

---

<sup>26</sup> Örneğin, Alexander, Balino ve Enoch (1995).

etkilemektedir. Reeskont politikası kullanılarak bankaların kaydi para yaratma olanakları, rezervlerin etkilenmesi yoluyla değiştirilebilir.

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

Reeskont oranındaki değişmeler; piyasada borçlanma maliyetini etkileyerek, maliyet etkisi; değişmenin yönüne bağlı olarak piyasada farklı fon kaynaklarına yönelme ya da daha fazla reeskont kredisi kullanılmasına neden olarak, ikame etkisi; değişikliğin para politikasında bir değişiklik olacağına yönelik bir sinyal olarak algılanmasıyla, beyan etkisi; para politikasında reeskont oranındaki değişmeden sonra yapılan değişiklik ve bu değişikliğin algılanmasına bağlı olarak da politika etkisi yaratır (Thornton, 1986).

İskonto penceresi (Discount window) imkanının rolü, 1970'lerde APİ'nin (artan güvenle) kullanılmaya başlanmasıyla birlikte gelişmiş ülkelerde azalmaya başlamıştır. Eğer reeskont penceresi piyasa faizlerinin altında bir maliyetle kullanırlıyorsa, genellikle banka (Avusturya, Belçika, Almanya, Yunanistan, İtalya ve Hollanda gibi) bazında (bireysel) kota kısıtlamaları uygulanmakta ve/veya ABD'de olduğu gibi bu borçlanmanın uygun nedenler karşılığında sağlanması merkez bankası tarafından yakın izlemeye tabi tutulmaktadır. Merkez bankasından kısa vadeli geçici likidite sağlamanın veya geçici likidite fazlalığının merkez bankasına ödünç verilmesi, bankacılık sistemine ve finansal piyasalara para piyasası koşullarında APİ yapılmaya başlanmasıyla birlikte daha az hareketli bir düzeltme imkanı vermiştir.

Günümüzde reeskont kredileri şekil değiştirmeye başlamış, likiditenin son mercii işlevine bürünerek gecelik vadede destek imkanı halini almıştır. Mevduat ve destek imkanları (Deposit ve Refinance Standing Facilities) üç

biçimde birlikte kullanılmaktadır. Tünel veya koridor (tunnel-corridor approach) yaklaşımında, piyasa faizlerinin üzerindeki bir fonlama (Lombard imkanı gibi) imkanı ve piyasa faizlerinin altındaki bir mevduat imkanı (marginal deposit facility) ile birlikte kullanılmaktadır. Merkez bankaları da API'yi bu tünelde piyasa faizlerini etkileyerek kullanmaktadır. İkinci yaklaşım olan alt sınır yaklaşımı (lower-bound approach), piyasa faiz oranları için sadece daha düşük bir alt sınır olan mevduat imkanı vermektedir. Üçüncü yaklaşım olan üst sınır yaklaşımı (upper-bound approach) ise, piyasa faizlerinin üzerinde sadece bir üst limitten fonlama imkanı vermektedir.

Piyasa faizleriyle kıyaslandığında cezalandırıcı bir oran (penalty rate) uygulanması, bankaların merkez bankası kaynaklarına başvurmasını önlemektedir. Reeskont imkanının piyasa faizlerinin altında olduğu durumlarda banka bazında kota uygulanması oldukça tercih edilen bir durumdur. Fakat bu durumda da bankalararası para piyasası faiz oranını, toplam rezervleri veya para tabanını kontrol etmek amaçlarıyla kullanılacak API etkin olmayacaktır. Banka bazında kota hesaplamasının kesin tek bir yolu olmasa da; her bir kota bankanın sermayesi, toplam varlıkları veya mevduatları gibi objektif kriterlere dayanmalı, bu kriterler şeffaf ve tutarlı bir biçimde açıklanmalı ve hesaplama yöntemi sık sık değiştirilmemeli ve böylece bankaların likidite yönetimi de sekteye uğratılmamış olacaktır.

Bankalararası para piyasası faizlerini koridor biçiminde belirleyerek destek imkanı olarak kullanılması, bankaların yalnızca merkez bankası ile işlem yapma tehlikesini ortaya çıkarabilir. Bu destek imkanı operasyonlarındaki risk ise para piyasası gelişimini olumsuz etkilemesi olabilir. Genelde bu destek imkanları, mevduat (deposit) imkanı ve fonlama (Lombard) imkanı, O/N'tan bir hafta vadeye kadar kullanılmaktadır. Özellikle dar bir bant kapsamında koridor yaklaşımının uygulanması sadece gelişmiş piyasalarda uygulanabilmekte olup, geçiş aşamasındaki ekonomilerde uygulamaktan kaçınılmalıdır. Teminat olarak alınan menkul kıymetler (collateral) merkez bankasının ödeme gücünün sürdürülmesine yardımcı olmalı ve böylece bu işlemlerden doğacak merkez bankası kayıplarını önleyecektir (Laurens, 1997).

Re-finansman operasyonları (discount ve reeskont), özellikle bankaların yoğun bir biçimde merkez bankası fonlarına bağımlı olduğu ülkelerde güçlü bir para politikası enstrümanı olabilmektedir. Bazı ülkelerin merkez bankaları (Bank of England gibi), bu refinansman imkanlarını APİ'nin bir parçası olarak kullanmaktadır. Bunun için para piyasasında günlük likidite sıklığı yaratılmakta, gün sonunda bankalar açık tutarları için BOE'ye gelerek borçlanmakta ve BOE'de bu yolla hem para piyasası faizlerini hem de tüm faiz oranı yapısını etkileyebilmektedir. Re-finansman sistemi yalnızca bir para politikası aracı olarak görülmeli, herhangi bir dağıtım fonksiyonu bu araca yüklenmemeli ve tüm bankalara aynı biçimde uygulanacak faizlerle sınırlandırılmalıdır. Ayrıca, bu sistem menkul kıymet karşılığındaki bir teminat sistemiyle uygulanmalıdır (Leite, 1992).

#### **2.2.2.4. Zorunlu Karşılık Oranları**

Zorunlu karşılık uygulaması, asıl olarak bankalara, mevduat ve mevduat benzeri yükümlülüklerinin belirli bir oranı kadar tutarı merkez bankası nezdinde bloke ve serbest mevduatlarında tutma zorunluluğu getirmektedir. Diğer bir tanımı ise, bazı finansal kuruluşların yükümlülüklerinin belirlenmiş bir oranını merkez bankası nezdinde tutmaya zorlanmalarıdır. Ayrıca, zorunlu karşılıklar ticari bankaların ve merkez bankasının yükümlülükleri arasında doğrudan bağlantı kurmaktadır. Zorunlu karşılık oranlarının değiştirilmesi yoluyla bankaların ödünç verebilecekleri fonların miktarlarını etkilemeyi amaçlayan ve fazla likiditenin sterilizasyonu için kullanılan bir para politikası aracıdır. Merkez bankası zorunlu karşılık oranını yükselterek, bankaların kredi verme imkanlarını daraltmakta ve merkez bankası nezdinde daha büyük bir miktarda hesap tutmaya zorlamaktadır.



#### **2.2.2.4.1. Zorunlu Karşılıkların Beş Temel Fonksiyonu:**

Hem gelişmiş ülkelerde hem de gelişmekte olan ülkelerde zorunlu karşılıklar farklı amaçlarda ve farklı özelliklerde kullanılmasına rağmen, genel kabul görmüş beş temel fonksiyona sahiptir. Bunlar<sup>27</sup>:

1. Bankacılık sisteminin riskinin azaltılması,
2. Para arzını ayarlamak (monetary control function),
3. Kısa vadeli faiz oranlarının istikrarına yardımcı olmak (interest rate buffer function),
4. Likidite yönetimini kolaylaştırmak (liquidity management function),
5. Senyoraj geliri elde etmektir (seigniorage income function).

##### **2.2.2.4.1.1. Bankacılık Sisteminin Riskinin Azaltılması**

Bankacılık kesiminin vade ve kredi riskini azaltmak amacıyla, varlıklarının belirli bir oranının risksiz ve likit olarak tutulmasının sağlanması önemlidir. Böylece, bankaların ani ve aşırı mevduat çekilişlerinin bir kısmını kendi kaynakları ile karşılayabilmeleri sağlanmakta, kredi riskleri azaltılmaktadır. Bu şekilde mudilerin korunması ve finansal sisteme olan güvenlerinin artırılması amaçlanmaktadır.

Başlangıçta bankalara ani ve aşırı mevduat çekilişlerinde likidite sağlamak amacıyla geliştirilen zorunlu karşılıkların, zaman içerisinde bu işlevinin pek kullanılmadığı, özellikle para arzını kontrol aracına dönüştüğü görülmüştür. Gizli vergi etkisi de yaratan zorunlu karşılıkların varlığının devam etmesi Hazineye gelir sağlamaktadır. Bankalar faiz karşılığında topladıkları mevduatın bir kısmını eğer faizsiz veya daha düşük bir faiz oranıyla merkez bankasında tutarlarsa, bu kısımdan elde edeceği gelirden mahrum kalmaktadırlar. Eğer merkez bankası bu fonları kullanarak piyasalardan gelir elde ederse, kar/zarar hesabı çalışır ve kar oluşursa, oluşan bu kar da yıl sonunda Hazineye aktarılmaktadır. Bu nedenle geçmiş

---

<sup>27</sup> Örneğin, Balino (1985), Meulendyke (1992), Alexander, Balino ve Enoch (1995) ve Gray ve Hoggarth (1996).

yıllarda bazı ülke uygulamalarında, zorunlu karşılık oranlarında indirim yapılmasına, Hazine gelir kaybı nedeniyle karşı çıkmıştır (Meulendyke, 1992).

Günümüzde, bankacılık kesiminin risklerinin kontrol edilmesi amacıyla çok daha etkin önlemler alınmış, bu risklerin denetimi için merkez bankaları bünyesi dışında kuruluşlar oluşturulmuştur. Dolayısıyla, artık bu amaç önemini kaybetmiş, artık zorunlu karşılıklar asıl olarak para arzının kontrolü amacıyla kullanılmaktadır.

#### **2.2.2.4.1.2. Para Arzını Ayarlamak**

Zorunlu karşılık oranlarının para arzının kontrol edilmesi amacıyla kullanılması, para arzının para çarpanı ile belirlendiği varsayımına dayanmaktadır. Bu varsayımına göre, merkez bankasının sunduğu rezerv miktarındaki değişim ile para arzındaki değişim arasında köprü görevini para çarpanının kurduğunu temel almaktadır. Zorunlu karşılık oranı, köprü görevini üstlenen para çarpanı büyüklüğünün belirlenmesindeki en önemli unsurdur. Para çarpanının büyüklüğü ise para stokunun belirlenmesinde en önemli faktördür.

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

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

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

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

Zorunlu karşılık oranlarının para arzını etkileyebilmesi için, bankaların atıl rezervlerini minimum düzeyde tuttıkları ve zorunlu karşılık oranının tek bir oran olarak uygulandığı varsayılmaktadır.

Fakat, para çoğaltanının doğru olarak tahmin edilebilmesi için çoğaltanın bileşenlerinin zaman içinde istikrar göstermesi (açıklayıcı değişkenler ile arasında istikrarlı bir ilişkinin olması) gerektirmektedir.

Böylece para çoğaltanının doğru tahmini için, değişkenlerin hesaplanmasında kullanılan vadesiz mevduat, dolaşımdaki para, vadeli mevduat ve atıl rezervlere olan talep fonksiyonlarının istikrar göstermesi zorunluluğu mevcuttur.

Bu şartlar sağlanabilirse, merkez bankaları para arzı üzerinde etkin bir hakimiyete sahip olabilmektedir. Zorunlu karşılıkların para arzını ayarlama fonksiyonu temelde gelişmekte olan ülkelerde kullanılmakta olup, gelişmiş ülkeler için önemi giderek azalmıştır.

#### **2.2.2.4.1.3. Kısa Vadeli Faiz Oranlarının İstikrarına Yardımcı Olmak**

Zorunlu karşılık oranlarının uygulama amaçlarından biri tanesi de, likidite koşullarının değişmesine paralel olarak gecelik faiz oranlarının istikrarlı bir yapıya kavuşmasına katkıda bulunmaktır. Bankacılık sistemindeki mevduat hacmi değişikliklerinin piyasa likiditesi üzerindeki etkisi, bu mevduatın bir kısmının merkez bankasında zorunlu karşılık olarak kalmasından dolayı azaltılmış olmaktadır.

Zorunlu karşılıkların gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin faiz fonksiyonu açısından iki benzer özelliği vardır. Bunlardan birincisi, karşılıkların ortalama olarak (haftalık veya aylık) tutturulması zorunluluğudur. Ortalamanın tutturulması (averaging) zorunlu karşılıkların faiz oranlarının istikrarına ilişkin fonksiyonu için önemli bir faktördür. Çünkü bu yolla bankalar karşılık ayırma süresince likidite koşullarındaki kısa vadeli veya dönemsel değişimleri, merkez bankaları nezdinde ayırmış oldukları zorunlu karşılıkların bir kısmıyla karşılamaktadırlar. Bu nedenle daha yüksek zorunlu karşılık dengeleri karşılık ayırma süresi içerisinde günübirlik esnekliği yükselttiği için, bankaların rezerv taleplerini daha istikrarlı hale getirmektedir. Buna karşın daha düşük zorunlu karşılıklar; açık kredi (banka hesabından fazla para çekme) riskinin arttığı ve karşılık ayırma süresinin sonlarına doğru beklenmedik rezerv çıkışları için sığ bir piyasadan fon bulma ihtiyacı doğduğu durumlarda bankaların rezerv yönetimi güçleşmektedir. Fakat birçok merkez

bankası, bankaların günlük rezerv tutarlarının ortalama rezerv tutarından sapmasını belirli bir derecede sınırlamaktadır.

İkinci benzer özellik ise karşılıkların hesaplanma ve tutturulma süresiyle ilgilidir. Karşılıkların hesaplanma ve ayrılma süresi (maintenance period) arasında zaman farkı olduğunda daha etkin çalışmaktadır. Çünkü, bu durumda bankalar ve merkez bankası tutulması gereken karşılık tutarını doğru olarak hesaplayabilmektedirler. Kısa süreli veya eş anlı karşılık hesaplama durumunda, merkez bankası veya ticari bankalar tarafından gerekli rezervlerin tahmininde hata yapılması, bazen gecelik faiz oranlarında keskin ayarlamaların yapılmasına neden olmaktadır.

#### **2.2.2.4.1.4. Likidite Yönetimini Kolaylaştırmak**

Zorunlu karşılıklar, merkez bankası rezervlerine olan talebin temel belirleyicisi olduğu için; otonom faktörler yoluyla yaratılan likidite söz konusu karşılıkların ayarlanması suretiyle denkleştirilmektedir. Ayrıca, zorunlu karşılık oranlarındaki değişimlerle para politikası kontrol edilmeye çalışılmaktadır. Banka kredileri üzerindeki doğrudan kontrollerin kalkmasıyla, likidite kontrolünde geçici kısıtlamalar olarak yüksek zorunlu karşılık oranları uygulanabilmektedir. Örneğin, Brezilya Merkez Bankası, Real istikrar planını uyguladığı sürece, yüksek zorunlu karşılıklar getirerek kredi hacmini kısıtlamaya çalışmıştır. Rusya'da ise merkez bankası para politikası hedefleriyle birlikte bankacılık sisteminin likiditesini ayarlamak ve para arzını önceden belirlenmiş sınırlar içinde tutmak amacıyla düzenli bir şekilde zorunlu karşılık oranlarını gözden geçirmektedir. Ayrıca Kore Merkez Bankası 1980'li yılların sonlarına doğru cari işlemler fazlasıyla yaratılmış olan fazla likiditeyi çekebilmek için zorunlu karşılık oranlarını yükseltmiştir.

#### **2.2.2.4.1.5. Senyoraj Geliri Sağlamak**

Mevduatların bir kısmının merkez bankalarında zorunlu karşılık olarak tutulması ve söz konusu karşılıklara herhangi bir faiz uygulanmaması veya düşük oranlarda uygulanması bankaların kaynak maliyetlerini arttırmaktadır. Merkez bankaları, uyguladıkları para politikası çerçevesinde,

söz konusu karşılıklara faiz vermemek ya da piyasa faizlerinin altında faiz vermek suretiyle bir gelir elde etmektedirler. Böylece zorunlu karşılıkların para politikasının bir enstrümanı olmanın yanında gelir yaratan bir fonksiyonu da ortaya çıkmaktadır. Bu çerçevede zorunlu karşılıklar bankacılık sistemine uygulanan bir vergi olarak yorumlanabilmektedir.

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

#### **2.2.2.4.2. Finansal Yenilikler, Çarpan Mekanizması ve Zorunlu Karşılıkların Azalan Önemi**

Yukarıda açıklanan temel fonksiyonlar çerçevesinde gerek gelişmiş ülkelerde gerekse gelişmekte olan ülkelerde zorunlu karşılıklar farklı amaçlar ve farklı özelliklerde kullanılmışlardır. Fakat dünyada genel olarak zorunlu karşılık oranlarının düşürülmesi veya kaldırılması, söz konusu karşılıkların önemini giderek azaltmaya başlamıştır.

Çarpan mekanizmasının teorik gücünün finansal yenilikler sonucunda azalmasıyla, zorunlu karşılıkların (özellikle gelişmiş ülkelerde) parasal kontrol fonksiyonu zayıflamıştır. Finansal yeniliklerle birlikte, çarpanın büyüklüğü üzerinde etkili olan ve nakit tercihini ifade eden nakit/mevduat oranının değişmeler göstermesi, çarpan mekanizmasının önemini azaltmıştır. Ayrıca çarpanın büyüklüğü üzerinde etkili olan ve çarpan mekanizmasının

işlemede temel bir varsayım olarak kabul edilen bankaların atıl rezervlerinin minimum düzeyde olduğu koşulu da günümüz şartlarında geçerliliğini kaybetmiştir. Çünkü bankacılık kesimi çeşitli nedenlerle özellikle kredi kartlarının kullanımının yaygınlaşması, ATM cihazlarının sayısının yükselmesi gibi gelişmelere paralel olarak atıl rezerv miktarını arttırmıştır. Bu çerçevede bankacılık kesiminin ödemeler yapmak amacıyla ihtiyaç duyduğu atıl rezerv miktarı finansal yenilikler sonucunda artmıştır. Finansal yenilikler sonucunda parasal büyüklüklerin tanımı zorlaşmış ve rezerv talebinin belirlenmesi giderek güçleşmiştir. Mali sektörde yaşanan teknolojik gelişmeler, uluslararası fon akımlarını hızlandırmış ve rekabet koşullarını ağırlaştırmıştır. Bu nedenle zorunlu karşılıkların; ülkelerin rekabet gücünü korumak, yeni sermaye girişlerini teşvik etmek ve ülke içinde bulunan fonları tutmak amacıyla bankacılık sistemine olan maliyeti azaltılmaya çalışılmaktadır. Zorunlu karşılıkların likidite yönetimi fonksiyonunun da önemi azalmış olup, zorunlu karşılıklar yerine API gibi başka enstrümanlar kullanılmaya başlanmıştır.

Zorunlu karşılıklar hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin büyük bir bölümünde, 1985'lere kadar en etkin para politikası aracı olarak kullanılmıştır. Bu dönem sonrasında (1985'ten sonra) banka maliyetlerini düşürmek ve piyasa bazlı para politikası araçlarına geçme amaçlarıyla zorunlu karşılık oranlarında indirimlere gidilmiştir. Ancak, sermaye piyasaları yeterince gelişmemiş (yeterli derinliğe ve genişliğe ulaşmamış) ülkelerde, zorunlu karşılıklar politikası, ki etkisi gecikmeyle ortaya çıkmaktadır, diğer geleneksel para politikası araçlarından daha etkindir.

1970 ve 1980'lerde ABD'de reeskont politikasının ve API'nin etkinliğini arttırmak için zorunlu karşılık oranları yükseltilmiştir. Arjantin ve birçok Latin Amerika ülkesi uyguladıkları para politikasını desteklemek amacıyla sık sık zorunlu karşılık oranlarını değiştirmişlerdir. Sermaye girişleri gibi dışsal şokların neden olduğu kredi genişlemesini sınırlamak amacıyla birçok ülke (Şili gibi) zorunlu karşılık oranlarını arttırmışlar ve etkin bir para politikası aracı olarak kullanabilmişlerdir. Piyasa bazlı araçların kullanıldığı

lkelerde ise sık sık karşılık oranlarının değiştirilmesi, para politikası aracı olarak bu aracın etkinliğini azaltmaktadır (Marston, 1996).

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE'DE MERKEZ BANKACILIĞI, PARA POLİTİKASI VE PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

Diğer ülkelerde olduğu gibi, Türkiye'de de merkez bankacılığı sürekli bir değişim sürecinden geçmiş, uygulanan para politikaları ve araçları da bu değişim süreciyle birlikte değişmiştir. Türkiye'deki günümüz merkez bankacılığını anlamak için, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)'nin tarihsel süreçte nasıl bir evrim geçirdiğinin, ekonomideki üstlendiği görevlerin nasıl değiştiğinin ve para politikası araçlarının nasıl kullanıldığının özet de olsa incelenmesi gerekli görülmüştür. Bu nedenle, çalışmanın bu bölümünde, Türkiye'de merkez bankacılığının doğuşu, dönemler itibariyle para politikası uygulamalarının ve araçlarının söz konusu dönemlere ait bilanço verileri ile analizi yer almaktadır.

Türkiye'de uygulanan para politikalarını ekonominin dışa kapalı olduğu 1980 öncesi ile dışa açılma hamlelerinin başladığı 1980 sonrası şeklinde temelde ikiye ayırarak incelemek uygun olacaktır. 24 Ocak 1980 tarihine kadar geçen birinci temel dönem içerisinde Türkiye'de değişik dönemlerde farklı ekonomi politika uygulamaları gerçekleştirilmiştir. Bu gerçekleştirmeler, dönüm noktaları itibariyle dönemleştirilip, açıklanmaya çalışılmıştır. Bu dönemler; Planlı Devletçilik yılları, savaş ve savaş sonrası yıllar, enflasyonun hızlandığı yıllar, planlı ekonomi yılları, uluslararası ve yurtiçi krizlerin yaşandığı yıllar ve TCMB Kanununun değiştirildiği 1970 yılı gibi çok temel politika değişikliklerinin yaşandığı yıllara göre belirlenmiştir. 24 Ocak 1980 tarihinden sonra geçen ikinci temel dönem içerisinde ise Türkiye'de değişik dönemlerde farklı ekonomi politika uygulamaları gerçekleştirilmiştir. Bu ikinci dönem gerçekleştirmeleri de, dönüm noktaları itibariyle dönemleştirilip, açıklanmaya çalışılmıştır. Bu dönemler ise; ekonominin darboğaza girdiği 1980 yılından itibaren Türkiye'de tam serbestiyi



amaçlayan bir dizi ekonomi politika tedbirlerinin uygulamaya konulduğu yıllar, canlanma-hızlı büyüme-durgunluk yılları, 1986-1987'den itibaren doğrudan para politikası araçlarından dolayı para politikası araçlarına geçildiği yıllar, para programlarının ilan edildiği yıllar, 32 sayılı kararın uygulamaya sokulduğu 1989 yılı, krizlerin yaşandığı yıllar, ekonomik istikrar programlarının uygulamaya başlandığı yıllar ve TCMB Kanununun değiştirildiği yıllara göre belirlenmiştir.

### 3.1. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Kuruluş Süreci

Merkez bankacılığının doğuşunda kağıt paranın mübadele aracı olmaya başlaması belirleyici olmuştur. 19. yüzyılda kağıt paranın genel bir mübadele aracı olmasıyla Kıta Avrupası'nda gelişmeye başlayan merkez bankacılığı, ülkemizde ancak 1930'dan sonra tam anlamıyla gelişme imkanı bulmuştur. Osmanlı Devletinde gerçek anlamda bankacılık 1863 yılında yabancı sermaye (İngiliz ve Fransız, 1874'te Avusturya dahil) ile kurulan Osmanlı Bankası ile başlamıştır. Osmanlı Devleti ilk defa 1840 ve 1876 yıllarında kaime<sup>28</sup> denilen kağıt parayı doğrudan kendisi çıkartmış fakat halk tarafından itibar görmediği için, ki halk hala kıymetli madenleri (altın (sultani) ve altın-gümüş karışım (akçe)) kullanmayı tercih etmekteydi, çeşitli yollarla tedavülden çekilerek imha edilmiştir. Osmanlı Devleti piyasada itibar görecekt kağıt paranın çıkartılması, ülkenin her yerinde Hazine işlemlerinin gerçekleştirilmesi, gerektiğinde kısa vadeli kredi ihtiyaçlarının karşılanması ihtiyacı duymuştur. Bu nedenle, Osmanlı Hükümeti, kaimelerin ortadan kaldırılmasında, piyasaya itibar gören kağıt paraların sunulmasında, döviz kurlarında istikrarın sağlanmasında, ülkenin her yerinde Hazine işlemlerinin gerçekleştirilmesinde, Hazinesinin kısa vadeli kredi ihtiyacının karşılanmasında ve Avrupa ülkelerinden yapılacak uzun vadeli borçlanmalarda yararlı olacağını düşünerek Osmanlı Bankasının kurulmasını ve bu bankaya

<sup>28</sup> Türkiye'de ilk kağıt paranın "kaime-i nakdiye-i mutebere" (para yerine geçen kağıt) adıyla çıkarılması, 1839 yılı sonunda (Tanzimat sonrasında) olmuştur. Bu kağıt paranın çıkarılmasına, Tanzimatın ilan edilmesinde de büyük ölçüde etkili olan, Mehmet Ali Paşa ile yapılan savaşlar neden olmuştur. Bunlar, banknot olmaktan çok, faiz getiren borç senetleri ya da hazine bonusu niteliğindedir. Kaime, iç piyasada geçerli bir paraydı. Dış piyasada ödemeler, madeni paralar esası üzerinden, poliçeler vasıtasıyla yapılıyordu. Bonolar bir matbaada basılmamış, el yazısıyla yazılmış, her birine resmi bir mühür basılmıştı. Bu, biçim olarak Osmanlı yönetiminin sergi (bono) çıkarma alışkanlığının sürdürüldüğünü göstermekteydi. Faiz oranı % 8, süresi 8 yıl ve miktarı da 160.000 liraydı. İlk kaimeler 50, 100, 250, 500 ve 1000 kuruşluktu (Tekeli ve İlkin, 1997).

banknot çıkartma imtiyazı verilmesini kabul etmiş ancak ülkemizde modern kredi yapısının kurulması için yeterli olmamıştır.

I. Dünya Savaşı sırasında dış borçlanma, para politikaları ve kambiyo denetimine ilişkin uygulamalarda, Osmanlılar, özelde, bir ulusal devlet bankasının, genelde de, bir ulusal banka sisteminin bulunmamasının sorunlarıyla karşılaşmışlardır. Osmanlı Bankasının (Düyun-u Umumiye<sup>29</sup>'nin banker) sermayesi ve kontrolünün İngiliz ve Fransızlara ait olması, Osmanlı Hükümetinin savaşın finansmanı için gerekli kaynakları bu bankadan sağlamasını neredeyse imkansızlaştırmış, ulusal bir merkez bankası niteliğinde bankanın gerekliliği genel kabul görmüştür. Bu amaçla, 1918 yılında 4 milyon Osmanlı lirası ile Osmanlı İtibar-ı Milli Bankası kurulmuş, ancak o günkü koşullarda merkez bankası niteliğine dönüştürülemedi.

Osmanlı İmparatorluğu savaş sona erdiğinde, 158.746.563 liralık Düyun-u Umumiye'ce garanti edilmiş evrakı nakdiye (banknot), 2.967.000 liralık Osmanlı Bankası'nın altına çevrilmeyen banknotu ve bir miktar madeni paraya sahipti. Basılmış olan banknotların ilk tertibi Reichsbank ve Avusturya - Macaristan Bankasında saklanan altınlar karşılığı, diğer tertipleri ise Düyun-u umumiye garantisindeki hazine bonoları karşılığında çıkartılmıştır. Savaş sonrasında yapılan Versailles (28 Haziran 1919) ve Saint Germain (10 Eylül 1919) anlaşmalarıyla, birinci tertip olarak çıkartılan paranın karşılığı altınlar, anlaşmaların yürürlüğe girmesinden bir ay içinde galip devletlere teslim edilmiştir. Buna göre, banknotların karşılığı tamamen ortadan kalkmış oluyor, buna rağmen birinci tertip dışındaki paralarda, Düyun-u Umumiye'nin kefaleti sürüyordu. Böylece, Cumhuriyet Hükümeti, Osmanlı İmparatorluğundan bu nitelikte 158,748,563.20 lira evrakı nakdiye devralmıştır.

Diğer yandan, ülke içinde yaşanan ufaklık para sorununu çözmek üzere TBMM'de yapılan görüşmeler sonucunda, *12 Mart 1924'te kabul edilen 411 sayılı Kanun ile Cumhuriyet Hükümeti, ufaklık para (madeni para) çıkarmak konusunda yetki almıştır.* Bu yetki, Türkiye Cumhuriyeti'nin para

---

<sup>29</sup> 1881 yılında konsolide Osmanlı borçlarının (umumi borçlar) Avrupalı alacaklara geri ödenmesini denetlemek üzere İstanbul'da kurulmuştur. Alacaklıları temsil eden yedi kişiden oluşan bir meclis, gelirlerin toplanması, paraya dönüştürülmesi, idare masrafları çıktıktan sonra geri kalanını borç taksitlerine yatırmakla görevliydi. Gerekli görevlileri atama yetkisine sahip bu kurul, aynı zamanda gelir kaynaklarından herhangi birini kiraya verebiliyordu (Açba, 1995).

çıkarmaya ilişkin ilk yarası olmuştur. I. Dünya Savaşı sonunda tedavülde olan 158.748.563 liralık kağıt paranın 5 milyon liralık kısmı ufaklık parayla değiştirilmiş ve tedavülde 153.748.563 liralık kağıt para kalmıştır. Bu arada, eskimiş olan banknotların değiştirilmesi amacıyla, 30 Aralık 1925'te kabul edilen 701 sayılı yasa ile tedavüldeki evrakı nakdiye miktarı, yeni çıkarılacak aynı miktarda evrakı nakdiye ile değiştirilmesi için bir komisyon kurulmuştur. *05 Aralık 1927'de ilk Türkiye Cumhuriyeti evrak-ı nakdiyesi tedavüle sürülmüş ve Düyun-u Umumiye paralarının değiştirilmesi için 5 Eylül 1928'e kadar süre tanınmıştır.* Böylece ülke içinde para sisteminin niteliği tamamen değiştiriliyor, altın para sisteminden, tedavülü zorunlu olan kağıt para sistemine geçiliyordu. Bu gelişmelere rağmen ülke içinde ikili para sisteminin varlığı devam etmiştir (Tekeli ve İlkin, 1997).

Cumhuriyet'in kurulmasından sonraki ilk yıllarda, süresi 1925 yılında dolacak olan Osmanlı Bankası'nın imtiyazının uzatılması sorunuyla karşılaşmıştır. Cumhuriyet yöneticileri, ekonomik durumun yeni bir banka kurmaya olanak vermemesi üzerine, Osmanlı Bankası'nın imtiyaz süresini 1935 yılına kadar uzatmışlardır. Yalnız yeni anlaşmada Hükümet'in banknot ihraç edebilecek bir devlet bankası kurması halinde Osmanlı Bankası'nın itiraz hakkı olmayacağını belirten bir hüküm yer almıştır. 1924 ve 1925 yıllarında Osmanlı Bankası ile yapılan sözleşmelerle banknot çıkarma imtiyazı ve devlet bankacılığı yetkileri elinden alınmış, 1948 yılına kadar da tedavüldeki banknotlarını altınla ödeyerek tedavülden kaldırmıştır.

Kurtuluş Savaşı sonunda, merkez bankası kurulması ile ilgili gelişmeler, ilk kez 1923'te, Türkiye İktisat Kongresi'nde ele alınmış ve 1926 yılından itibaren bir Merkez Bankası kurulması için hazırlıklara girişilmiştir. Türkiye İş Bankası, 1 Mart 1928'de Dr. Vissering'i ulusal bir merkez bankası kuruluşuyla ilgili çalışmalara yardımcı olması amacıyla, Türkiye'ye davet etmiştir. 20 – 27 Haziran 1928 tarihleri arasında Ankara'ya gelip temaslarda bulunan Dr. Vissering, kapsamlı (Vissering) raporunu<sup>30</sup> Türkiye İş Bankası temsilcilerine teslim etmiştir.

---

<sup>30</sup> Bu rapora göre; ülke içinde para dolaşımını kollayacak bir merkez bankasına sahip olmanın mutlak gerekli olduğu vurgulanmıştır. Ayrıca, Türkiye'ye, hükümete bağlı olmayan ve anonim şirket şeklinde örgütlenmiş özel bir merkez bankası kurulmasını tavsiye etmiştir.

İnönü Hükümeti ve 5 Kasım 1927'de Maliye Bakanı olan Şükrü Saracoğlu, Türk parasının istikrarını (stabilizasyonunu) sağlamayı ve Merkez Bankası'nın kuruluşunu başarmayı esas hedef olarak seçmişlerdir. Türk Hükümeti, konu ile ilgili incelemelerde bulunmak üzere Reichsbank Başkanı Hjalmar Schacht'ı Türkiye'ye davet etmiştir. Kendisi de işlerinin yoğunluğundan, bu işe çalışma arkadaşı Karl Müller'i önermiştir. Nisan 1929'da Türkiye'ye incelemeler yapmak üzere gelen Müller, Haziran ayı ortalarında raporunu tamamlamak üzere ülkesine geri dönmüştür. 1929 yılının son günlerinde Müller'in raporu<sup>31</sup> ve Schacht'ın bu rapora ait gözlemleri ülkemize yollanmış ve Ocak 1930'da üst düzeyde incelenmiştir. Olumsuz sonuçlar çıkarsayan bu rapordan sonra, İtalyan Kont Volpi, Hükümetin davetlisi olarak Kasım 1929'da Türkiye'ye gelmiştir. Devlet Bankasının kuruluşuyla ilgili taslak ise Şubat 1930 sonlarında tamamlanmış ve Kont Volpi'ye gönderilmiştir.

Hükümetin hazırlatıp 13 Mart 1930 tarihinde Bakanlar Kurulu'na (Heyeti Vekil'e) gönderdiği merkez bankası tasarısı üzerinde uzlaşılabilmesi üzerine, tasarıyı incelemek üzere Lozan Üniversitesi Profesörlerinden Leon Morf ülkemize davet edilmiştir. Morf görüşlerini iki ayrı rapor halinde sunmuştur. Yapılan karşılıklı görüşmeler sonunda kanun taslağına son şekli verilmiş ve 28 Mayıs 1930 tarihinde TBMM'ye sevk edilmiştir.

TCMB'nin kuruluşunda Birinci Dünya Savaşı'ndan sonra toplanan Brüksel<sup>32</sup> ve Cenova<sup>33</sup> Konferanslarında alınan kararlar çok önemli olmuştur. TCMB ne kamu ne de özel sektör sermayeleri ile kurulmamış, çeşitli çıkar grupları TCMB sermayesine<sup>34</sup> iştirak ettirmek suretiyle TCMB'ye belli bir serbesti verilmeye çalışılmıştır.

<sup>31</sup> Bu rapora göre, merkezi tedavül bankasının kurulması için gerekli ön şartlar mevcut değildi.

<sup>32</sup> 13 Şubat 1920 tarihinde Milletler Cemiyeti Meclisi, mali buhranı tetkik etmek, buna çare olacak ve tehlikelerini hafifletecek yollar araştırmak üzere uluslararası bir konferans toplamayı kararlaştırmıştır. 39 ülke temsilcisinin katılımıyla toplanan ve 24 Eylül – 8 Ekim 1920 tarihlerinde yapılan Mali Konferans, para, kambiyo ve tediye muvazenesi konularında 16 maddelik bir tasarıyı, bütün ülkelerin uygulaması dileğiyle kabul etmiştir. Bu maddelerden birincisi, savaş içinde merkez bankalarının hükümetin emisyon taleplerine karşı duramadıklarını belirttikten sonra, merkez bankaları için bağımsızlık ilkesini getiriyordu.

<sup>33</sup> 3 Mayıs 1922'de toplanan bu konferansın umumi heyetinde, savaş sonrasında uzun seneler hakim olacak politika ilkeleri (yedi adet) saptanmıştır.

<sup>34</sup> 15 milyon lira sermayeli bir anonim ortaklık olarak kurulan TCMB hisse senetleri A, B, C ve D olmak üzere dört sınıfa ayrılmıştır. A sınıfı hisse senetleri Devlete, B sınıfı hisse senetleri milli bankalara, C sınıfı hisse senetleri milli bankalar dışında kalan diğer bankalara ve imtiyazlı şirketlere ve D sınıfı hisse senetleri ise Türk ticari müesseselerine ve Türk uyruklu gerçek ve tüzel kişilere tahsis edilmiştir. Ayrıca, B sınıfı hisse senetlerini elinde bulunduran milli bankaların bir bölümü Devlet sermayesi ile kurulmuş bankalar olması nedeniyle TCMB 1938'den

Merkez Bankası'nın faaliyete geçebilmesi için öncelikle altın karşılığı olan bir miktar döviz temin etmesi gerekiyordu. Ancak, Türkiye'nin ödemeler dengesi açıklarını kapatmak için büyük gayretler sarf ettiği bir dönemde böyle bir döviz rezervini bulmak çok zordu. Ayrıca, olumsuz ekonomik koşullar ve Osmanlı Devleti'ne ait borçların geri ödenmesinde yaşanan anlaşmazlık dış kredi temin etmeyi daha da güçleştiriyordu. Merkez Bankası'nın sermayesi için gerekli olan dış kaynağın önemli bir bölümü kibrit imtiyazı karşılığında American-Turkish Investment Corporation<sup>35</sup> (ATIC) tarafından sağlandı. Buna göre, Hükümet 1 Temmuz 1930 tarihinden başlamak üzere 25 yıllık bir süreyle ATIC'e kibrit, çakmak ve benzeri yanıcı maddelerin üretimi, ithali, ihracı ve satışı için imtiyaz vermeyi kabul ediyordu. Buna karşılık ATIC, Merkez Bankası'nın finansmanı için acilen uzun vadeli bir kredi sağlayacaktı. Yapılan anlaşmaya göre, ATIC yüzde 6,5 faizli, 25 yıl vadeli 10 milyon ABD altın doları kredi vermeyi kabul ediyordu (Tekeli ve İlkin, 1997).

Sonuçta, Birinci Dünya Savaşında banknotların mecburi tedavüle tabi tutulması, dış ülkelere altın ihracının yasaklanması, döviz alım satımının tahdidi, düşman ülkelerle ticaretin yasak edilmesi, yabancı paralar üzerine yazılı kıymetli senetlerin tahsil edilememesi tehlikesi, mal arzının talebe göre az olması nedeni ile kredili satışların önemli ölçüde azalması ticari senet hacminin önemli ölçüde daralmasına, ülkemizdeki altın ve döviz rezervlerinin erimesine, kağıt para sisteminin yerleşmesine yol açmış; Cumhuriyet yönetimi de para ve kredi işlerinin ayarlanmasını yabancı sermaye ile kurulan bir bankaya bırakılmasını doğru bulmadığından, 1715 sayılı Kanun'la Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nı<sup>36</sup> kurmuştur (Zarakolu, 1988). Böylece, 11

---

sonra iktisadi devlet teşekkülü statüsü içinde görülerek, Mart 1964'de 440 sayılı Kanun'un kabulüne kadar Başbakanlık Denetleme Kurulu'nun denetimine tabi tutulmuştur.

<sup>35</sup> ATIC'ten kibrit inhisarı karşılığında alınan 10 milyon dolar Cumhuriyet'in ilk dış borcudur ve bu kaynak TCMB'nin kurulmasında kullanılmıştır. Cumhuriyet Hükümeti, dış borç çekingeniğini iç borçlanmada da göstermiş ve ilk iç borcunu 1933 yılında Ergani tahvilleriyle yapmıştır. Bu dönemde Cumhuriyet Hükümeti finansman açıklarını; müteahhitlik avansları, Osmanlı Bankası hesabı carisi ve değişik ödemelerin geciktirilmesiyle karşılamaya çalışmıştır.

<sup>36</sup> TCMB'den beklenen en önemli işlev, kuşkusuz Türk parasının istikrarının sağlanmasıdır. TCMB'nin kurulmasıyla, artık devletin evrakı nakdiyesi kalkmakta, bunun yerine devlet bankası banknotları geçmektedir. TCMB, 30 Aralık 1924 tarih ve 701 sayılı kanun gereğince, Devlet tarafından ihraç edilmiş bulunan 158.748.563 liralık Evrakı Nakdiye'yi uhdesine almıştır. TCMB, ileride çıkarılacak olan istikrar kanunuyla, TL'ye verilecek değer üzerinden, bu evrakı nakdiyenin karşılığını ödemeyi kabul ediyordu. TCMB'nin bu taahhüdüne karşı, Hükümet de, TCMB'ye borçlanıyordu. Hükümet, TCMB'ye olan borcuna karşılık, % 1 faizli, 158.748.563 liralık hazine tahvili vermiştir. İstikrar kanunu çıkartılıncaya kadar, TCMB'ye geçen evrakı nakdiyeye, arttırmamak şartıyla, tedavül mecburiyeti tanıyılıyordu. Ancak, altın alınması ya da altın karşılığı yapılan avanslar, fiilen altına tahvil edilmiş döviz ve ticari senetlerin mükerrer iskontosu karşılığında, emisyon yapabilecektir. Ticari senetlerin mükerrer iskontosu karşılığında emisyon yapabilmesi için, bankanın sermayesinin tam olarak ödenmesi gerekiyordu. Ayrıca, İstikrar Kanunu yürürlüğe girinceye kadar, bu koşullarda ihraç edebileceği banknot miktarı, tediy edilmiş sermayeleri dört milyon liradan aşağı olmayan bankaların mümessillerinden oluşan bir komisyonca saptanacaktı (Tekeli ve İlkin, 1997).

Haziran 1930 tarih ve 1715 Sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu kabul edilmiş, 03 Ekim 1931'de TCMB kurulmuş ve resmen çalışmaya 01 Ocak 1932<sup>37</sup> tarihinde başlamıştır. 01 Ocak 1932'de, döviz piyasasını düzenleyen Bankalar Konsorsiyumu<sup>38</sup>, tüm işlemlerini TCMB'ye devretmiştir. Böylece, TCMB'nin kuruluş süreci büyük ölçüde tamamlanmıştır. TCMB ilk kurulduğunda 30 yıl süreli banknot ihracı imtiyazına sahiptir. 1955 yılında yapılan değişiklikle banknot ihraç imtiyazı 1999 yılına kadar, 25 Nisan 1994 yılında yapılan ikinci bir değişiklikle de süresiz olarak uzatılmıştır. *1715 Sayılı Kanun ile kurulan TCMB'nin ilk kuruluş yasasında TCMB'nin temel amacı, ülkenin ekonomik kalkınmasına yardım etmek olarak belirlenmiştir.* Bu amacı gerçekleştirmek için 11 Haziran 1930 Tarih ve 1715 Sayılı Mülga TCMB Kanunu Bankaya;

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

---

<sup>37</sup> TCMB'nin fiilen çalışmaya başlamasının bu kadar uzaması, kanunun öngördüğü kuruluş sürecinin uzunluğundan çok, devlet hissesinin karşılığı olacak altının sağlanması konusundaki çalışmalardan ve TCMB'nin kuruluşundaki başarıyı sağlamak için yapılan ön hazırlıklardan doğmuştur.

<sup>38</sup> Türk ekonomisinin tarımsal karakterli olması nedeniyle ihracat ve ithalat için gerekli para taleplerinin kıymetinde, yapısal nitelikte mevsimlik dalgalanmalar doğmaktadır. Bunu önlemek için kurulan Bankalar Konsorsiyumu, piyasada dövizin dar olduğu mevsimde döviz satarak dövizin bol olduğu mevsimde döviz alarak, Türk parasının değerini, dış paralar karşısında stabilize etmektedir.

- Devlet, vilayet ve belediyelerin kote edilmiş tahvilatlarına mukabil azami % 80 nispetinde ve diğer kote edilmiş sağlam tahvilat karşılığında % 70 nispetinde avans verme,

görev ve yetkileri verilmiştir.

Yürürlükte kaldığı sürede, 1715 Sayılı Kanun'da çeşitli defalar değişiklik yapılarak, günün koşullarına uydurulmaya çalışılmıştır. Yürürlüğe giren 1715 sayılı TCMB Kanununda Hazine'ye kısa vadeli avans hesabı açılması yönünde herhangi bir madde bulunmamaktadır. Fakat, izleyen yıllarda Kanun'da yapılan değişiklikler daha çok Hazine'ye ve KİT'lere daha fazla kredi verilmesini sağlamaya yönelik olmuştur. Bu nedenle de TCMB'nin temel işlevi, etkin bir para politikası yürütmekten çok, zaman içinde kamu kesiminin finansman açığını kapatmaya yönelmiştir. Uygulanan ekonomik politikalar çerçevesindeki yapılan temel kanun değişiklikleri sonraki bölümlerde yer alan ilgili dönemlerde özet olarak işlenecektir.

## **3.2. Dönemler İtibariyle TCMB Para Politikası ve Araçları**

### **3.2.1. 1932 – 1940 Dönemi**

Türkiye'de 1932 – 1940 dönemi temel ekonomik göstergeleri aşağıdaki gibi gerçekleşmiştir. Tablo 3.1.'den de görüleceği üzere, söz konusu dönemde ekonomik büyüme, ekonominin tarıma dayalı olması nedeniyle büyük dalgalanma göstermiş, yıllık ortalama büyüme % 4,9 civarında gerçekleşmiş, yıllık ortalama enflasyon ise çok büyük dalgalanma göstermekle birlikte, ortalama % 0,7 gibi çok sınırlı düzeyde kalmış, kurlar ise istikrarlı bir seyir izlemiştir. 1930'lu yılların ilk yarısında TCMB sınırlı miktarda para basmış, ancak 1930'lu yılların ikinci yarısında II. Dünya Savaşının da etkisiyle emisyon hacmi artış oranı önemli ölçüde artmıştır. Bu dönemde TCMB'nin temel para politikası aracı kendi belirlediği reeskont oranları olmuş, kamu kuruluşları kredileri ile ticari kredilerin kontrolü önem kazanmış ve pozitif reel faizler gözlemlenmiştir. Bu dönemin diğer bir özelliği de Türkiye'nin dış ticaret fazlası vermesidir (Tablo 3.1.).

**TABLO 3.1. 1932 - 1940 DÖNEMİ TEMEL EKONOMİK GÖSTERGELER**

	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938	1939	1940	Ortalama
Büyüme (%) <sup>1</sup>	-10.7	15.8	6.0	-3.0	23.2	1.5	9.5	6.8	-4.9	<b>4.9</b>
Enflasyon (%) <sup>2</sup>	-5.7	-15.9	0.5	11.1	5.0	5.0	-4.1	2.1	8.5	<b>0.7</b>
Emisyon Artışı (%) <sup>3</sup>	10.1	-1.7	2.4	4.4	9.2	-5.9	15.9	44.9	41.1	<b>13.4</b>
1 ABD Doları (TL) <sup>4</sup>	2.13	1.35	1.27	1.25	1.25	1.25	1.26	1.30	1.32	<b>1.38</b>
Kısa Vadeli Reeskont Faizi <sup>5</sup>	8-7	7-5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5-4	4	4	<b>5.4</b>
İhracat Değeri <sup>6</sup> (Milyon ABD \$)	48.0	58.1	73.0	76.2	93.7	109.2	115.0	99.6	80.9	<b>83.7</b>
İthalat Değeri <sup>7</sup> (Milyon ABD \$)	40.7	45.1	68.8	70.6	73.6	90.5	118.9	92.5	50.0	<b>72.3</b>
Dış Ticaret Dengesi <sup>8</sup> (Milyon ABD \$)	7.3	13.0	4.2	5.6	20.1	18.7	-3.9	7.1	30.9	<b>11.4</b>

1) 1932-1940 dönemi 1948 fiyatlarıyla.

2) 1932-1938 dönemi enflasyon rakamları 1987 üretici fiyatlarıyla GSMH fiyat deflatörü olup,

1939-1940 dönemi enflasyon rakamları ise 1938=100'e göre HDTM'ye ait 12 aylık ortalamalara göre TÜFE verileridir.

3) Yılları itibarıyla.

4) Yılları itibarıyla aylık ortalama döviz alış kurları.

5) Kısa ve orta vadeli kredi işlemlerine uygulanan en yüksek faiz oranlarıdır. Bankamızca, sektör ve firma bazında bu oranların altında değişik tercihli faiz oranları da uygulanmıştır.

6) Yılları itibarıyla milyon ABD Doları ve FOB.

7) Yılları itibarıyla milyon ABD Doları ve CIF.

8) Yılları itibarıyla milyon ABD Doları.

Kaynak: TCMB, HM, DİE, DPT ve MB

1930'lu yıllarda mevduat ve kredi faizleri tavanlarını belirleme gibi doğrudan para politikası araçları ve zorunlu karşılıkları belirleme yetkisi TCMB'nin yetkisinde değildir. Zorunlu karşılık uygulaması, Türkiye'de ilk defa 1868 yılında İstanbul Emniyet Sandığı Nizamnamesinin 8. Maddesinde yer alan toplanan paraların en az % 10'unun kasada bulundurulma zorunluluğu ile başlamıştır. Türkiye'de zorunlu karşılıklar (mevduat munzam karşılığı) ile ilgili ilk yasal düzenleme, likidite rasyosu görünümünde olan 30.05.1933 tarih ve 2243 sayılı Mevduatı Koruma Yasasını 1934 yılında değiştiren 2457 sayılı yasa ile getirilmiştir. 09.06.1936 tarih ve 2999 sayılı Bankalar Kanunu ile karşılık oranının toplam mevduata uygulanması sistemi getirilmiş, TCMB'ye yatırılma zorunluluğu konulmamıştır. Bankalar, zorunlu karşılıklarla Devlet İç İstikraz Tahvilleri veya bu tahviller derecesinde gelir getiren menkul kıymet almaya zorunlu tutulmuşlar<sup>39</sup>, karşılıklar, 1936'ya kadar vadesiz mevduatlar için % 20 - % 30, vadeli mevduatlar için % 10 olarak tespit edilmiş, 1936'da ise vadeli ve vadesiz mevduatlar için tek bir oran olarak % 15 belirlenmiştir. Bu kanunun 26. maddesine göre ayrılan karşılıkların TCMB'ye yatırılması zorunluluğu öngörülmemiş ve bu karşılıkların bankalarca kullanılmasına izin verilmiştir.<sup>40</sup>

<sup>39</sup> Örneğin, Artun (1976), Karacan (1978), Erçel (1978) ve Karakoç (1979).

<sup>40</sup> Örneğin, Artun (1976), Karacan (1978), Erçel (1978) ve Karakoç (1979).



Bu çerçevede, 1930'lu ve daha sonraki yıllarda zorunlu karşılık uygulaması bir para politikası aracı niteliğinde değil, daha çok kamunun finansmanı ve tasarruf sahibinin korunması saiki ile kullanılmıştır.

Diğer yandan, Osmanlı İmparatorluğunda yüksek faizle para vermeye (Murabahacılığa) karşı mücadele etmek amacıyla hazırlanan ve uygulanan Nizamnameler, 1852, 1864 ve 1887 tarihli olmak üzere üç adettir. 1887 tarihli Murabaha Nizamnamesi, Medeni Kanun, Borçlar Kanunu ve Türk Ticaret Kanununda mevcut faizlerle ilgili hükümlerin yeterli müeyyideleri içermediği ve ihtiyacı karşılayamadığı gerekçesiyle, mevzuattaki eksiklikleri tamamlamak üzere özel bir kanunla 2279 sayılı Ödünç Para Verme Kanunu çıkarılmıştır. 1933 – 1960 döneminde devlet kamu yararı ilkesinden hareketle, hem mevduat hem de kredi faizlerinin belirlenmesini, kamu otoritesi sıfatıyla kanunlarla gerçekleştirmiştir. Ödünç para verme işlerinde alınacak kısa vadeli kredi faiz oranı 11.06.1933 tarih ve 2279 sayılı Kanunla azami % 12 olarak belirlenmiştir. Bu hüküm, 26.05.1938 tarih ve 3399 sayılı Kanunla değiştirilerek azami faiz oranı teminatlı kredilerde % 8.5'e indirilmiş ve açık kredilerde ise % 12 oranı korunmuştur<sup>41</sup>. Görüldüğü üzere, 1930'lu yıllarda hem TCMB faiz oranları, hem de kredi ve mevduat faiz oranları pozitif reel faiz içermektedir.

Ayrıca, Türkiye'de disponibilitate mevzuu da ilk defa 1868 yılında bir özel hüküm olarak İstanbul Emniyet Sandığı Nizamnamesinde yer almıştır. İlk genel prensip 1933 yılında kabul olunan mülga 2243 sayılı Mevduatı Koruma Kanununda ele alınmıştır. Bu kanuna göre, mevduatın çekilmesi durumuna karşı bir emniyet unsuru olarak, tasarruf mevduatından nevilerine göre % 10 ile % 30 arasında değişen miktarların ayrılarak, bankaların kasalarında ihtiyat olarak bulundurulması zorunluluğu getirilmiştir.

1934 yılında 2457 sayılı kanunla yapılan bir değişiklikle, bankaların Maliye Bakanlığının muvafakatini almaları şartı ile kasalarında bulundurmaya mecbur tutuldukları ihtiyatın azami yarısının, 1935 tarih ve 2806 sayılı kanunla da tamamının faiz getiren menkul kıymetlere yatırılmasına izin verilmiştir. Böylece disponibilitenin “nakit kasa ihtiyacı” olabilme niteliği

---

<sup>41</sup> Örneğin, Erçel (1978), Abaç (1980), TOBB (1987), Büyükdenez (1991), Ada (1992), İAV (1993), Akdiş (1995).

ortadan kalkmıştır. 1936 yılında 2999 sayılı Bankalar Kanunu ile karşılıklar uygulaması bütün taahhütleri içerecek şekilde genişletilerek, biri asli diğeri munzam olmak üzere ikiye ayrılmıştır.

1930 yılıyla birlikte uygulanmaya başlayan kur politikası çerçevesinde, 1950 yılına kadar İngiliz Sterlininin, daha sonrası içinde ABD Dolarının referans para olarak kullanıldığı sabit kur rejimi politikası gözlenmiştir. Döviz piyasalarının düzenlenmesi amacıyla 25.02.1930 tarih ve 1567 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu (TPKK) çıkartılmıştır. Ayrıca, 1933 yılında da Ödünç Para Verme İşleri Kanunu yürürlüğe konmuş, bu kanunla serbest faiz uygulamasına son verilerek TL'nin konvertibilitesine de son verilmiştir. Böylece Türkiye'de sabit kur rejimi uygulanmaya başlanmıştır.

1932 – 1940 dönemi para politikası ve araçlarının kullanımı aşağıdaki Tablo 3.2.'de yer alan TCMB bilanço gelişmeleri aracılığı ile net olarak görülebilmektedir.

**TABLO 3.2. 1932 – 1940 DÖNEMİ TCMB BİLANÇO GELİŞMELERİ (MİLYON TL)**

	1932	1940	DEĞİŞİM		1932	1940	DEĞİŞİM
<b>Varlıklar</b>	<b>226.3</b>	<b>739.4</b>	<b>514.1</b>	<b>Yükümlülükler</b>	<b>226.3</b>	<b>739.4</b>	<b>514.1</b>
<b>I. Kasa</b>	34.0	119.8	<b>85.8</b>	<b>I. Sermaye</b>	15.0	15.0	<b>0.0</b>
Altın	18.5	102.1	<b>83.6</b>				
Ufaklık	0.6	15.3	<b>14.7</b>	<b>II. Tedavüldeki Banknotlar</b>	163.5	418.8	<b>255.3</b>
Banknot	14.9	2.4	<b>-12.5</b>	Deruhte edilen	154.8	138.8	<b>-16.0</b>
				Altın karşılıklı	8.7	17.0	<b>8.3</b>
<b>II. Dahildeki Muhabirler</b>	2.1	0.0	<b>-2.1</b>	Reeskont mukabili		249.0	<b>249.0</b>
				Hazineye yapılan altın karşılıklı avans mukabili 3902 numaralı kanun sebebiyle ilaveten tedavüle vazedilen		14.0	<b>14.0</b>
<b>III. Hariçteki Muhabirler</b>	0.8	34.0	<b>33.1</b>	<b>III. Mevduat</b>	13.3	79.5	<b>66.1</b>
<b>IV. Hazine Bonoları - Tahvilleri</b>	154.8	138.8	<b>-16.0</b>	<b>IV. 3850 No.lu Kanuna Göre Hazineye avans mukabili tevdi olunan altınlar</b>	0.0	78.1	<b>78.1</b>
<b>V. Senetler Cüzdanı</b>		263.7	<b>263.7</b>	<b>V. Döviz Taahhütleri</b>	1.5	32.0	<b>30.4</b>
<b>VI. Avanslar</b>	0.0	122.4	<b>122.4</b>	<b>VI. Muhtelif</b>	32.9	115.1	<b>82.2</b>
Tahvilat üzerine avans		7.8	<b>7.8</b>				
Hazineye 3850 numaralı kanuna göre açılan altın karşılıklı avans		114.6	<b>114.6</b>				
<b>VII. Menkul Değerler Cüzdanı</b>	28.2	55.2	<b>27.0</b>				
<b>VIII. İskonto Cüzdanı</b>	2.6		<b>-2.6</b>				
<b>IX. Muhtelif</b>	3.6	5.4	<b>1.8</b>				

Kaynak: 1932 ve 1940 Yılları TCMB Yıllık Raporları. Bu dönemde kümülatif enflasyon % 3.7'dir.

TCMB bilanço büyüklüğü 1932 yılı sonunda 226 milyon liradır. Bu tutarın büyük bir kısmını tedavülde bulunan banknotlar oluşturmaktadır. Yıl sonunda tedavülde 163,5 milyon liralık banknot mevcuttur. Bunun 14,9 milyon lirası kasadadır. Dolayısıyla, basılan banknotlar Hazineden alınan evrakı nakdiye karşılığında basılmış olan paradır. TCMB'nin yükümlülükleri asıl olarak evrakı nakdiye karşılığı kendisine verilen 154,8 milyon liralık Hazine bonosundan oluşmaktadır.

TCMB'nin varlıkları ise Hazine bonoları ile senetlerden oluşmaktadır. TCMB'nin kuruluş günü Maliye Hazinesi tarafından % 1 faizle, tamamı 158,7 milyon liralık tahvilat<sup>42</sup> (evrakı nakdiye : Banknot) TCMB'ye teslim edilmiş ve

<sup>42</sup> Kanun tasarısının 2. bölümü TBMM'ye sunulmadan önce değiştirilmiş ve bu değişiklik Maliye Bakanı Şükrü Saracoğlu tarafından tasarının ilk şekline yer alan; Devlet'in Türk parasına karşılık olmak üzere TCMB'de (fonda) namı altında bir hesap açtıracağı ve bu hesaba peyderpey bu Kanunla tayin edilmiş olan kıymetleri yatıracağı ve gelecekte de yine tayin edilecek olan kıymetleri yatırabileceği mealindeki hükmün tasarının son halinde, bu

hesap senesi içinde 3,9 milyon lirası tahsil edilmiş ve yıl sonu bakiyesi 154,8 milyon liraya gerilemiştir. 1932 yılı varlıklarının ikinci önemli kısmını ise 28,2 milyon Türk liralık menkul değerler cüzdanı oluşturmaktadır.

1930'lu yıllar, devletçi iktisat politikalarının yoğun olarak kullanıldığı yıllardır. Buna karşın, ilk yıllarda TCMB kuruluş Kanunu TCMB'nin kamuya kredi açmasını önemli ölçüde sınırlandırmıştır. 1715 sayılı TCMB Kuruluş Kanunu Hazine bonolarının iskonto edileceğine ve kamu sektörüne dahil teşebbüs ve müesseselerin Hazine kefaletini haiz bonolarını reeskont etmek ya da karşılığında avans verme yetkilerini içeren hükümler ihtiva etmiyordu. Bu eksiklikler sırasıyla, 1931 yılında çıkartılan 2062 sayılı Kanunla Kuruluş Kanununun 38. maddesine bir fıkra eklenerek ve 1938 yılında da çıkartılan 3492 sayılı Kanunla TCMB Kanununun 38. maddesi değiştirilerek yeniden düzenlenmiştir:

“Madde 38- Vadesi 9 ayı geçmeyen zirai senetler de, ticari senetler gibi, iskontoya kabul edilebilir. Bunların miktarı ödenmiş sermayemizin % 15'ine eşit ve (ticari) iskonto cüzdanımızın % 15'ini geçmeyecek şekilde, maksimum 9 ay vadeli zirai senetler de ticari senetler hükmünde iskontoya kabul edilebilecektir. Ancak, Banka Heyeti ödenmiş sermayeyi eğer uygun görürse % 25'e çıkartabilir.”

Bu yıllarda devletin ekonomiye etkin bir şekilde müdahalesi sonucu hazine bonoları için öngörülen sınırlamalar 1936 yılında gevşetilmiş, 1938 yılında da merkez bankasına kamu kesimi teşebbüs ve kurumlarının hazine kefaletini haiz bonolarını iskonto etme veya bu senetler karşılığında kredi verme yetkisi tanınmıştır. Bu dönemde TCMB bir yandan reeskonta başvuran

---

banknotların tamamının TCMB üzerine devri ve TCMB'ye karşılık olarak Hazine tarafından yeni bir hesap açılması biçiminde kaleme alındığı, TBMM tutanaklarında yer almaktadır. Maliye Bakanı, TBMM'de yapılmış olan görüşmeler sırasında, döner Hazine tahvillerinin tevdiinin ve daha sonra kanunda yapılacak tediyat karşılığında % 1 faizli bu bonoların geri alınmasının, Türk parasının kıymetini daha çok kuvvetlendireceğinin müzakerelerde anlaşıldığını belirtmiş ve o güne kadar karşılığı sıfır (0) olan Türk parasının Devlet itibarında yine maddeten sıfır olduğunu ilave ettikten sonra, Devletin itibarından ibaret olan Türk parası ilk defa olarak TCMB'ye yatırılacak olan altın esham ve tahvilat ile ve bunların karşılığını teşkil eden hazine bonoları da % 1 gibi bir faizle karşılanmış olduğundan sadece Devlet itibarına dayanan Türk parasının bundan böyle muayyen faiz ve meblağ, muayyen hisse tahvilatı ve muayyen bir varidat olmak üzere takviye edilmiş bir mahiyet aldığını açıklamıştır. Madde 5 - TCMB, 30 Aralık 1925 tarih ve 701 numaralı Kanuna göre Devlet tarafından ihraç edilmiş bulunan 158,748,563 liralık evrakı nakdiyeyi (banknotu) kendi hesabına alacaktır. Bu evrakı nakdiye karşılığının hangi şartlar dahilinde altın para ile ödeme yapılacağını tespit edecek İstikrar Kanunu'nun resmen geçerli olacağı tarihe kadar tediyatta mecburi olarak kabul edilecektir. Hükümet bu taahhütten ortaya çıkan borcuna karşılık, TCMB'ye, % 1 faizli 158,748,563 liralık Hazine tahvili verecektir.

bankaları reeskont oranıyla kontrol etmeye çalışmış, öte yandan da devletin kredi ihtiyaçlarını gidermiştir (Akdiş, 2001).

1940 yılında bilanço büyüklüğü 730 milyon liraya, emisyon hacmi de 418,8 milyon liraya yükselmiştir. Bilançonun varlıklar tarafında ise en yüksek artışları Bankanın senetler cüzdanı ile avans kalemleri göstermiştir. Bu nedenle 1932 – 1940 dönemindeki parasal gelişmede asıl olarak bu iki kalem önemli rol oynamıştır.

1940 yılında senetler cüzdanı 263,7 milyon liraya yükselmiştir. Bu bakiyenin, 10,3 milyon lirası ticari senetler karşılığında avans olup, bu kalem piyasa ile yapılan (Hazine hariç) hem reeskont hem de avans işlemlerini kapsamaktadır. Dolayısıyla, tedavüldeki banknotlar asıl olarak, reeskont işlemleri karşılığında yapılmıştır.

Varlıklar tarafında önemli oranda artan ikinci kalem ise 122,4 milyon liralık artışla avanslarda görülmüştür. Bu tutarın, 7,8 milyon lirası tahvilat karşılığı Hazineye ve 114,6 milyon lirası da 3850 No.lu kanuna göre Devlete açılan altın karşılıklı avanslardır. Tedavüldeki banknotların ikinci temel kaynağı ise altın karşılığında Hazineyle yapılan avans işlemleri oluşturmuştur. Daha sonraki yıllarda da parasal genişlemenin en önemli kaynaklarından birini oluşturan avanslar 30 Mayıs 1940 tarihli, 3850 numaralı TCMB tarafından Hazineye İki yüz elli Milyon Liralık Fevkalade Avans İtasına Dair Kanun<sup>43</sup> ile yürürlüğe girmiştir. Kanunun önemli maddesi aşağıdaki gibidir:

“Madde 1– Fevkalade ve muvakkat mahiyette olmak üzere Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasından (250,000,000) liraya kadar avans akdi için Maliye Vekiline yetki verilmiştir. Bu yetki, 1939 Avrupa harbinin bitmesini takip eden bir sene sonuna kadar olan müddet zarfında kullanılabilir. 8 Ocak 1940 tarihli anlaşma gereğince borçlanılan on beş milyon İngiliz liralık altın,

<sup>43</sup> Avrupa’da çıkmış bulunan savaş, savaş dışı kalmış olan ülkelerin de savunma masraflarını artırmış, dolayısıyla memleketimizde de alınması gereken savunma tedbirlerine ilişkin masrafların normal bütçe ile karşılanması mümkün görülmediğinden bu ihtiyacın TCMB’den bir avans akdi ile temini düşünülmüştür. Bu avans mukabilinde 8.1.1940 tarihli anlaşma ile borç alınan 15,000,000 İngiliz liralık altın TCMB’ye tevdi edilecek ve 250,000,000 liralık azami had miktarı da savaşın bitimini takip eden bir sene sonuna kadar olan zaman zarfında ihtiyaç duyuldukça kullanılabilmesi için tedavül hacmi altın karşılığına dayanıp ihtiyacı takip edecektir. Bu avans dolayısıyla verilecek faiz ve geri ödemeye dair şartlar Fransa Bankasıncı Fransız Hükümetine açılan muvakkat avansta olduğu gibi mukavele ile tespit edilecektir. Bu Kanun 4997 sayılı “1947 yılı Bütçe Kanunu’nun” 20. maddesiyle yürürlükten kaldırılmıştır.

bu avans mukabilinde TCMB'ye tevdi olunur. Avansın faizi ile itfa şartı, TCMB ile Hazine arasında aktedilecek bir mukavele ile tespit ve tayin olunur.”

Ancak, önemle dikkat edilmesi gereken nokta, Hazine'ye avans işlemlerinin dahi altın gibi karşılıkla yapılmış olması, TCMB'nin karşılıksız para basmasının, TCMB kaynaklarının kamu tarafından aşırı kullanılmasının önüne geçilmeye çalışılmasıdır. Dolayısıyla, 1930'lu yılların zor şartlarında dahi, TCMB bağımsızlığı ve para politikalarının etkinliği konusunda hassas davranılmış, merkez bankacılığı istismar edilmemiştir.

### **3.2.2. 1940 – 1950 Dönemi**

İkinci dünya savaşı taraflarından birisi olmamıza rağmen, Devletin artan savunma giderlerini karşılayabilmek için bankacılık sisteminden kredi taleplerinin artmasına neden olmuş ve bu da ekonomik kalkınma çabalarımızı büyük ölçüde etkilemiştir. Özellikle çalışma çağındaki genç nüfusun askerlik hizmetine çağırılması ve bunların zorunlu ihtiyaçlarının karşılanması, ekonomiye büyük yükler getirmiştir. 1940'lı yılların ilk yarısı savaş yıllarının temel özelliklerini göstermektedir. Bu yıllarda ekonomide daralma olmuş, gerek arz yönlü kısıtlar ve gerekse parasal genişleme enflasyona yol açmıştır. Aşağıdaki tabloda da görüleceği üzere, bu dönemde savaşa rağmen yıllık ekonomik büyüme ortalama % 3.2, ortalama yıllık enflasyon % 13.3, ortalama emisyon artışı da % 12.5 olurken, sabit kur rejimi devam etmiş, ancak 1946 yılında Türk lirası % 113 oranında devalüe edilmiştir (Tablo 3.3.).

**TABLO 3.3. 1940 – 1950 DÖNEMİ TEMEL EKONOMİK GÖSTERGELER**

	1940	1941	1942	1943	1944	1945	1946	1947	1948	1949	1950	Ortalama
Büyüme (%) <sup>1</sup>	-4.9	-10.2	5.6	-9.8	-5.1	15.3	31.9	4.2	4.2	-5.0	9.4	<b>3.2</b>
Enflasyon (%) <sup>2</sup>	8.5	19.6	66.7	45.8	2.5	0.9	-3.8	1.5	1.4	7.5	-4.3	<b>13.3</b>
Emisyon Artışı (%) <sup>3</sup>	41.1	24.5	42.8	8.2	19.7	-7.9	5.9	-5.1	4.8	-4.5	7.7	<b>12.5</b>
1 ABD Doları (TL) <sup>4</sup>	1.32	1.31	1.31	1.31	1.31	1.32	2.81	2.82	2.81	2.82	2.80	<b>1.99</b>
Kısa Vadeli Reeskont Faizi <sup>5</sup>	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	<b>4</b>
İhracat Değeri <sup>6</sup> (Milyon ABD \$)	80.9	91.1	126.1	196.7	178.0	168.3	214.6	223.3	196.8	247.8	263.4	<b>180.6</b>
İthalat Değeri <sup>7</sup> (Milyon ABD \$)	50.0	55.3	112.9	155.3	126.2	97.0	118.9	244.6	275.1	290.2	285.7	<b>164.7</b>
Dış Ticaret Dengesi <sup>8</sup> (Milyon ABD \$)	30.9	35.7	13.2	41.4	51.7	71.3	95.7	-21.3	-78.3	-42.4	-22.2	<b>16.0</b>

1) 1940-1947 dönemi 1948 fiyatlarıyla, 1948-1950 dönemi 1968 fiyatlarıyla.

2) 1940-1950 dönemi enflasyon rakamları 1938=100'e göre HDTM'ye ait 12 aylık ortalamalara göre TÜFE verileridir.

3) Yıllarları itibarıyla.

4) Yıllarları itibarıyla aylık ortalama döviz alış kurları (1948 yılı Mart ve 1949 yılı Haziran sonu itibarıyla).

5) Kısa ve orta vadeli kredi işlemlerine uygulanan en yüksek faiz oranlarıdır. Bankamızca, sektör ve firma bazında bu oranların altında değişik tercihli faiz oranları da uygulanmıştır.

6) Yıllarları itibarıyla milyon ABD Doları ve FOB.

7) Yıllarları itibarıyla milyon ABD Doları ve CIF.

8) Yıllarları itibarıyla milyon ABD Doları.

Kaynak: TCMB, HM, DİE, DPT ve MB

Bu dönemde, TCMB'nin temel para politikası aracı reeskont oranları olmaya devam etmiş, 1938'de TCMB'ce % 4 olarak tespit edilen reeskont faizleri hiç değiştirilmemiştir. Zorunlu karşılıklar, 1941 ve 1942 yıllarında yapılan değişikliklerle, % 15 oranı % 20'ye çıkarılmıştır.<sup>44</sup> Bu sistem 1947 yılına kadar devam etmiş, 1947'de 5072 sayılı kanunun 1. maddesine göre, ayrılan karşılıkların tamamı kadar senetler cüzdanında devlet iç istikraz tahvili bulundurulması zorunluluğu getirilmiştir. Böylece, mevduat munzam karşılıkları bu dönemde para politikası aracı olarak değil sadece ve sadece tasarruf mevduatını koruma ve bir ölçüde kamunun finansmanı amacına uygun olarak kullanılmıştır. Ancak, 1947 yılından sonra karşılıkların devlet iç istikraz tahvillerine yatırılması zorunluluğu ile birlikte, kamu kesiminin finansman ihtiyacının karşılanması ön plana çıkmıştır (Erçel, 1978).

Ayrıca, Devletin TCMB'ye olan borçlarının artması sonucu banknot emisyonu artmış, emisyondaki genişleme mevduat artışına ve mevduat artışı da kredilerin genişlemesine neden olmuştur. Bu da halkın parasal gelirin reel mal ve hizmet artışının üzerinde artmasına yol açarak, 1940 yılından itibaren enflasyonun artmasına yol açmış, bu da TL'yi değerlendirmiştir. 1938 – 1950 yılları arasında banka faiz oranlarında ve TCMB'nin reeskont oranlarında herhangi bir değişiklik yapılmamıştır.

<sup>44</sup> Örneğin, Artun (1976), Karacan (1978), Erçel (1978) ve Karakoç (1979).

Uygulanan sabit kur politikası çerçevesinde, 07.09.1946'da 16. Recep Peker Hükümeti tarafından alınan 7 Eylül Kararlarıyla<sup>45</sup> ilk devalüasyon yapılmış ve 1 ABD Doları, 1.32 TL'den 2.81 TL'ye yükseltilmiştir (Zarakolu, 1988). 2. Dünya Savaşı sonrasında yeni dünya düzeni koşullarına ve yeni ekonomi politikalarına uyum sağlamak için bu devalüasyon gerçekleştirilmiştir. Döviz sıkıntısı olmadığı halde yapılan bu devalüasyonun temel amaçları, ithalat artış hızını yavaşlatmak, zaten sınırlı olan ihracat mallarının (dolar cinsinden) fiyatlarını düşürmek, devletin sahip olduğu altın ve yabancı para varlıklarının cari değerlerini yükselterek iç borç stoğunu (oransal olarak) azaltmak ve IMF üyeliğinin sonucunda TL'yi devalüe edebilme yetkisinin sınırlandırılacak olması, bu kararın alınmasında etkili olmuştur. 19.02.1947 tarihinde IMF ve Dünya Bankasına üye olan Türkiye, ayarlanabilir sabit döviz kuru politikasına geçmiştir.

1944 yılında toplanan Bretton-Woods, 1947 sonrasında Truman Doktrini ve Marshall Planı çerçevesinde, Türkiye'nin devletçi politikalarından vazgeçerek özel sektöre ağırlık vermesi istenmiştir. Bunun üzerine 1948 yılında toplanan İktisat Kongresi'nde Türkiye'nin hızlı gelişmesi için döviz ve sermaye kıtlığının aşılmasına yönelik yabancı sermayeye açılmak gerektiği görüşü benimsenmiş, izlenen ekonomik gelişme politikası dış açılıma ve dışalım girdi kullanımına dayalı olmuştur. Özellikle 1946 yılına kadar dış ticaretimizin açık vermemesinin en temel nedenini, savaştan dolayı ithalatta yaşanan zorluklar oluşturmuştur. Bu dönemlerde Türkiye ilk kez dış yardım (askeri) ve dış borçlanmalarla tanışarak, 1946 - 1949 döneminde Marshall Planı'ndan yardım almaya başlamıştır. Bu süreç içerisinde tatmin edilemeyen ihtiyaçların giderilebilmesi için, Marshall yardımı, tiraj hakları ve 1947'den itibaren hükümetin ithalatı kolaylaştırma çabaları sonucunda, ithalat işlemleri ayrıca kolaylaştırılmıştır. Fakat, 1946 yılından sonra Türkiye'nin dış ticareti sadece ithalatla dışa açılma ve bunun dış yardım ve kredilerle karşılanmasıyla açık vermeye başlamış ve gelecek yıllarda, özellikle 1953'ten sonra, ortaya çıkacak ödemeler dengesi sorunlarının ilk işaretleri bu dönemde gözlemlenmiştir.

---

<sup>45</sup> Bu devalüasyonun en önemli gerekçesi, IMF üyeliği ile birlikte kur artışlarının bu kuruluşa danışılarak yapılacağından, yeni döneme avantajlı girebilmek amaçlanmıştır. Ayrıca, üzerinden fiyat ve miktar sınırlamalarının kaldırılacağı ithalatın çok fazla artmasını önlemek ve ihracat artış hızını yükseltmek diğer arzulanan amaçlardı. Ancak, bu amaçlara ulaşamayıp, izleyen yıllarda dış ticaret dengesi açık vermeye başlamıştır.



Bu dönemi, gerek dünyanın yeni bir ekonomi politikası önerileriyle topladığı Bretton-Woods sistemi ve bunun sonucunda ortaya çıkan IMF ve Dünya Bankası ikizlerinin tavsiyeleri ve gerekse 1936 yılından itibaren büyük bir geçerlilik kazanan ve talebin canlandırılması gereği üzerinde duran J.M.Keynes'in ekonomi felsefesinin yerleşmeye başladığı bir dönem olarak vasıflandırabiliriz (Akdiş, 2001).

1940 – 1950 dönemi karşılaştırmalı TCMB bilançosu aşağıdaki Tablo 3.4'te verilmektedir. Görüleceği üzere, yükümlülükler tarafında dikkati çekenler, emisyon, mevduat ve döviz taahhütlerindeki artışlar iken, varlıklar tarafında dikkati çeken kalemler hazine bonoları ve avanslardaki azalış ile senetler cüzdanı, hariçteki muhabirler ve döviz borçlularındaki artışlardır.

**TABLO 3.4. 1940 – 1950 DÖNEMİ TCMB BİLANÇO GELİŞMELERİ (MİLYON TL)**

	1940	1950	DEĞİŞİM		1940	1950	DEĞİŞİM
<b>Varlıklar</b>	<b>739.4</b>	<b>1,779.5</b>	<b>1,040.2</b>	<b>Yükümlülükler</b>	<b>739.4</b>	<b>1,779.5</b>	<b>1,040.2</b>
<b>I. Kasa</b>	119.8	223.1	<b>103.3</b>	<b>I. Sermaye</b>	15.0	15.0	<b>0.0</b>
Altın	102.1	220.0	<b>117.9</b>	<b>II. Tedavüldeki Banknotlar</b>	418.8	961.7	<b>542.8</b>
Ufaklık	15.3	3.1	<b>-12.1</b>	<b>III. Mevduat</b>	79.5	458.8	<b>379.3</b>
Banknot	2.4		<b>-2.4</b>	<b>IV. 3850 numaralı kanuna göre Hazineye açılan avans mukabili tevdi olunan altınlar</b>	78.1		<b>-78.1</b>
<b>II. Dahildeki Muhabirler</b>	0.0	0.1	<b>0.1</b>	<b>V. Döviz Taahhütleri</b>	32.0	203.6	<b>171.7</b>
<b>III. Hariçteki Muhabirler</b>	34.0	199.4	<b>165.4</b>	<b>VI. Muhtelif</b>	115.1	140.4	<b>21.9</b>
<b>IV. Hazine Bonoları - Tahvilleri</b>	138.8	1.8	<b>-137.0</b>				
<b>V. Senetler Cüzdanı</b>	263.7	1,132.3	<b>868.6</b>				
<b>VI. Avanslar</b>	122.4	7.4	<b>-115.0</b>				
Altın üzerine avans	0.0						
Tahvilat üzerine avans	7.8						
Hazineye 3850 numaralı kanuna göre açılan altın karşılıklı avans	114.6						
<b>VII. Menkul Değerler Cüzdanı</b>	55.2	18.3	<b>-36.9</b>				
<b>VIII. Döviz Borçluları</b>		127.9	<b>127.9</b>				
<b>IX. Muhtelif</b>	5.4	68.1	<b>62.7</b>				

Kaynak: 1940 ve 1950 Yılları TCMB Yıllık Raporları. Bu dönemde kümülatif enflasyon % 232.3'tür.

Yükümlülükler tarafında emisyon hacmi 542,8 milyon liralık artışla 961,7 milyon liraya, döviz taahhütleri 171,7 milyon liralık artışla 203,6 milyon liraya, mevduat kalemi ise 379,3 liralık artışla 458,8 milyon liraya yükselmiştir.

Böylece TCMB belirgin şekilde döviz cinsi yükümlülük oluşturmaya başlamıştır. Ayrıca bu dönem boyunca, TCMB tarafından fazla görülen dövizler altına çevrilmiş ve altın miktarındaki artışın başlıca sebebi de ithalattaki zorluklar nedeniyle ihracat bedellerinden bir kısmının karşılığını teşkil eden dövizlerin zaman zaman altına çevrilerek muhafaza edilmiş olmasından ileri gelmiştir. Burada gözden kaçmaması gereken nokta, TCMB döviz darlığında altın satıp döviz almış ve döviz bolluğunda ise döviz satıp altın almıştır.

Diğer yandan, 458,8 milyon liralık mevduat bakiyesinin, 153,3 milyon lirasını Hazine ve Amortisman Sandığına ait altın mevduatı oluşturmaktadır.

Bunun dışında bu mevduatın içinde, Hazine cari hesabı, resmi dairelerin, resmi ve resmi olmayan müesseselerin, kamu menfaatlerine yararlı derneklerin, milli bankaların, dahildeki yabancı bankaların, hariçteki yabancı bankaların, şirketler ve hususi müesseselerin, yabancı ülkelerdeki müesseselerin, kişilerin, bloke ve Amerikan yardım fonları yer almaktadır.

Varlıklar tarafında dikkati çekenler ise, Hazine bonolarındaki ve avanslardaki azalış ile senetler cüzdanı, hariçteki muhabirler ve döviz borçluları kalemlerindeki artışlardır.

Bu dönemde, 1932 yılında üstlenilen (deruhte edilen) evrakı nakdiye karşılığı TCMB'ye verilen DİBS'ler itfa edilmiş, Devletin TCMB'ye olan borcu 1,8 milyon liraya gerilemiştir.

Senetler cüzdanı ise 1940 – 1950 döneminde temel para yaratma aracı olmuş, 993,5 milyon liralık artışla 1.132,3 milyon liraya yükselmiştir. Bu tutar, aynı dönemdeki 542,8 milyon liralık emisyon artışından fazladır. 1950 yılı sonu bakiyesi 1,132.3 milyon lira olan bu kalemden; 80.2 milyon lirası ticari senetler karşılığında avans, 53,3 milyon lirası zirai senetler üzerine avanslardır. Bakiye 998,9 milyon liranın 44,2 milyon lirası Hazine bonoları, 839,7 milyon lirası Hazine kefaletini haiz bonolar, 90,0 milyon lirası asıl ticari senetler, 24,8 milyon lirası asıl zirai senetlerdir. Dolayısıyla, 1940 – 1950 döneminde TCMB, çok yoğun Hazine kefaletini haiz bono olarak kamu kuruluşlarının açıklarını finanse etmiş, daha önce Hazine bonusu ve avans olarak gözüken Hazine borçları diğer borçlanmalarla bu kaleme kaymış, aslında Hazine'nin TCMB'ye net bir ödemesi olmamıştır. Sonuçta, 1940'lı yıllarda, savaş ortamının doğal sonucu olarak, para asıl olarak TCMB'nin kamu açıklarını fonlaması sonucu gerçekleşmiştir. Ancak, bu şartlarda dahi, TCMB Kanunu'nun değiştirilerek Hazine'ye doğrudan kısa vadeli avans açılması yoluna gidilmemesi de tespit edilmesi gereken bir durumdur.

### **3.2.3. 1950 - 1960 Dönemi**

1950'li yıllardaki ekonomik değişkenleri incelerken iki bölümde ele almak sağlıklı olacaktır: 1950'li yılların ilk yarısında hızlı büyüme, makul

enflasyon oranları gözlenirken, ikinci yarısında hızlanan enflasyona karşın düşen büyüme hızları ile karşılaşmaktadır. 1950 – 1960 döneminde ortalama büyüme % 6,7 olarak gerçekleşirken, ortalama enflasyon % 8,6, ortalama emisyon artışı da % 16,0 olarak gerçekleşmiştir. 1950’li yılların diğer bir özelliği de dış ticaret açıklarının gittikçe artmasıdır (Tablo 3.5.).

**TABLO 3.5. 1950 - 1960 DÖNEMİ TEMEL EKONOMİK GÖSTERGELER**

	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958	1959	1960	Ortalama
Büyüme (%) <sup>1</sup>	9.4	12.8	11.9	11.2	-3.0	7.9	3.2	7.8	4.5	4.1	3.4	<b>6.7</b>
Enflasyon (%) <sup>2</sup>	-4.3	-1.1	5.1	4.8	9.0	11.9	11.5	12.5	15.7	22.6	7.4	<b>8.6</b>
Emisyon Artışı (%) <sup>3</sup>	7.7	19.2	9.1	17.4	4.4	31.0	27.0	26.2	7.9	12.0	14.4	<b>16.0</b>
1 ABD Doları (TL) <sup>4</sup>	2.80	2.80	2.81	2.81	2.80	2.80	2.81	2.81	2.81	2.83	9.05	<b>3.38</b>
Kısa Vadeli Reeskont Faizi <sup>5</sup>	4	4-3	3	3	3	3-4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	<b>3.9</b>
İhracat Değeri <sup>6</sup> (Milyon ABD \$)	263.4	314.1	362.9	396.1	334.9	313.3	305.0	345.2	247.3	353.8	320.7	<b>323.3</b>
İthalat Değeri <sup>7</sup> (Milyon ABD \$)	285.7	402.1	555.9	532.5	478.4	497.6	407.3	397.1	315.1	470.0	468.2	<b>437.3</b>
Dış Ticaret Dengesi <sup>8</sup> (Milyon ABD \$)	-22.2	-88.0	-193.0	-136.5	-143.4	-184.3	-102.4	-51.9	-67.8	-116.2	-147.5	<b>-113.9</b>

1) 1950-1960 dönemi 1968 fiyatlarıyla.

2) 1950-1953 dönemi enflasyon rakamları 1938=100'e göre ve 1954-1960 dönemi enflasyon rakamları ise 1953=100'e göre HDTM'ye ait 12 aylık ortalamalara göre TÜFE verileridir.

3) Yıllar itibarıyla.

4) 1950-1958 dönemi yıllar itibarıyla aylık ortalama döviz alış kurları iken, 1959 yılı Mart ve 1960 yılı Ağustos sonları itibarıyla döviz satış kurudur.

5) Kısa ve orta vadeli kredi işlemlerine uygulanan en yüksek faiz oranlarıdır. Bankamızca, sektör ve firma bazında bu oranların altında değişik tercihli faiz oranları da uygulanmıştır.

6) Yıllar itibarıyla milyon ABD Doları ve FOB.

7) Yıllar itibarıyla milyon ABD Doları ve CIF.

8) Yıllar itibarıyla milyon ABD Doları.

Kaynak: TCMB, HM, DİE, DPT ve MB

Merkez bankacılığı açısından bakıldığında, 1950’li yılları, fiyat istikrarına odaklanan merkez bankacılığından çıkıldığı, kamu açıklarının yoğun olarak finanse edilmeye başlandığı, 2000’li yıllara kadar önlenemeyen TCMB kaynaklarını kullanma yollarını açan yasal düzenlemelerin yapıldığı dönem olarak isimlendirmek abartılı olmayacaktır. Bu nedenle, 1950’li yıllar merkez bankacılığı açısından bir dönüm noktası olarak kabul edilebilir.

1715 sayılı kanunun 1. maddesiyle, para piyasasını ve tedavülünü tanzim etmekle görevlendirilmiş olan TCMB, bu amaç için çeşitli kredi kontrolü araçlarıyla donatılmıştır. Bu araçların en çok kullanılanı, resmi iskonto oranının belirlenmesi ve bankaların reeskont limitlerinin tespiti olmuştur. Bankanın bazı avans ve kredi muameleleri kanuni limitlere tabi olup, bu işlemler mukabilinde yapılabilecek emisyon miktarı, biri ticari ve zirai senetler ile Hazine bonoları için, diğeri Hazine kefaletini haiz bonolar için

olmak üzere, iki ayrı komite tarafından belirlenmiştir. Ayrıca, TCMB belirlenen sınırlar dahilinde kalmak şartıyla, reeskont işlemleri yapmakta serbest bırakılmıştır. Ancak, 1950'li yıllarda TCMB'nin bu araç bağımsızlığını ortadan kaldıracak uygulamaların başladığını görmekteyiz.

1950'lerin başında Demokrat Parti iktidarıyla daha liberal bir ekonomi anlayışının benimsenmesiyle başlayan (özellikle ilk yıllarda tarım sektörüne ve alt yapıya yönelik yatırımlardan kaynaklanan) ekonomik büyümenin, TCMB kaynaklarından finanse edilmesi, enflasyonun artmasına ve ödemeler dengesinin bozulmasına yol açmıştır. Ülkemizde enflasyonu tetikleyen en önemli unsurlardan bir tanesi, bütçe açıkları olmuştur. 1950 – 1960 döneminde, 1951 yılı hariç, Devlet bütçeleri daima açık vermiş ve bu açıklar emisyon yoluyla karşılanmıştır.

1950 yılından sonra iktisadi kalkınmayı hızlandırmak amacıyla 15 Ağustos 1951 tarih ve 5841 sayılı Kanun'la bankaların ödünç para verme işlemlerinde uygulayacakları azami faiz oranı teminatlı kredilerde % 8,5'ten % 7'ye (açık kredilerde ise % 12'den % 9'a), mevduata ödeyecekleri azami faiz oranları ise vadesiz ya da üç aya kadar vadeli mevduatlarda % 4,5'den % 2,5'e düşürülmüş ve üç aydan daha uzun vadeli mevduatlarda ise % 2,75 ile % 4 arasında değişen faiz oranları belirlenmiştir (Zarakolu, 1988). Bu dönemde TCMB faiz oranları, 1951'de % 4'ten % 3'e, düşürülmüş, 1955'te ise % 4,5'e çıkartılmıştır. Bu verilerden de görüleceği üzere reel faizler çok yüksek ölçüde negatif düzeylerde dir.

Özellikle 1953'ten sonra kamu yatırımlarının TCMB kaynaklarıyla finansmanına artan ölçüde devam edilmiştir. 3 Temmuz 1953 tarih ve 6112 sayılı Bankalar Kanunu'na Ek Kanun'la mevduat munzam karşılıklarının, Devletin iç ve dış borçlarına ilişkin tahvil ve bonoların piyasasını düzenlemek amacıyla kurulan Amortisman ve Kredi Sandığı hesabına TCMB'ye yatırılması esas kabul edilerek, bu paraların Sandık tarafından Hazine tahvil ve bonoları piyasalarını düzenlemede, Hazine borçlarının birleştirilmesi, tahvil ve tahkimi ya da elverişli şartlarla itfası için gerekli işlemlerin yapılmasında, sanayi, maden, ulaştırma, enerji ve su işleri ile uğraşan ya da bu gibi işlerin finansmanına yardım etmekle görevli Devlet daire, müessese ve

teşekküllerinin uzun vadeli yatırımları için talep edilen kredilerin karşılanmasında kullanılmasına yetki verilmiştir. Böylece, bankalar tarafından toplanan mevduatın % 20'sinin kamu sektörünün finansmanına aktarılması daha belirgin bir hal almış ve kamu sektörüne daha ucuz finansman temin edilmesi sağlanmıştır (Zarakolu, 1988). Böylece zorunlu karşılıkların TCMB'ce de kredi olarak kullandırılabilceği fikri zihinlerde kök salmış, *2000'li yıllarda dahi TCMB'nin zorunlu karşılıkları özel sektörü destekleme amacıyla kullanması talepleri devam etmiştir.*

23 Haziran 1958 tarih ve 7129 sayılı Bankalar Kanunu ile yukarıda bahsedilen esaslar bazı değişikliklerle aynen muhafaza edilmiştir. 7129 sayılı Bankalar Kanununun kabulünden önce, bankalar umumi mevduatlarının % 20'si oranında munzam karşılık ayırmak zorundayken, yeni kanunla munzam karşılıkların oranı vadeli mevduatta % 10'dan az ve % 20'den fazla; vadesiz mevduatta % 20'den az ve % 25'ten fazla olmamak üzere, ülkenin genel ekonomik durumu göz önünde bulundurularak zaman zaman Banka Kredilerini Tanzim Komitesi<sup>46</sup> tarafından tespit olunacağı kabul edilmiştir. Görüldüğü üzere munzam karşılıkların parasal kontrol aracı olarak kullanımı TCMB'ye değil, Banka Kredileri Tanzim Komitesi adı altında, üçü bakan olmak üzere çeşitli sınıf ve çıkarları temsil eden ve mevki ve uzmanlığı olan 14 üyeden oluşan bir kurula bırakılmıştır. 7129 sayılı Bankalar Kanunu'na göre, bu Kurul bankaların umumi disponibilitelerinin asgari oranı ile kabul ettikleri mevduata karşılık ayırmakla yükümlü oldukları munzam karşılık oranını tespit etme yetkisine sahip olduğu gibi, ayrıca banka plasmanlarının kalite ve kantite yönünden ayarlanması, kredilerin sektör ve konu itibarıyla dağıtılması, diğer bir ifadeyle, selektif kredi uygulaması, risk santralizasyonu konularında tedbir alma; bankacılık ve kredi alanlarında Hükümetçe tevdi edilecek konularda danışma niteliğinde görüş verme; bankaların ödünç para verme işlerinde ve mevduat kabulünde uygulanacak azami faiz oranları ile ödünç para verme işlerine bağlı hizmet karşılığı alınacak ücret ve komisyonların azami miktarlarının kararname ile tespitinde Bakanlar

---

<sup>46</sup> 7129 sayılı Bankalar Kanununun 47. maddesine göre, Banka Kredilerini Tanzim Komitesi Maliye, Ticaret ve Çalışma Bakanları, Hazine Genel Müdürü, TCMB Genel Müdürü, Odalar Birliği Genel Sekreteri, Bankalar Birliği temsilcisi ile bankalar genel müdürlerinin kendi aralarından seçtikleri beş üyeden meydana geliyordu. Maliye Bakanı, Maliye Bakan'ının bulunmadığı zaman, Ticaret Bakanı Komiteye başkanlık ediyordu. 1211 sayılı TCMB Kanunu ile Banka Kredilerini Tanzim Komitesi kaldırılmış, Komitenin görevleri TCMB'ye devredilmiştir.

Kurulu'na teklifte bulunma yetkilerine sahiptir. Böylece, Banka Kredileri Tanzim Komitesi, önemli ölçüde para politikası uygulamasından sorumlu hale gelmiştir.

Diğer yandan, 1936 yılında 2999 sayılı Bankalar Kanunu ile karşılıklar uygulaması bütün taahhütleri içerecek şekilde genişletilerek, biri asli diğeri munzam olmak üzere ikiye ayrılmıştı. Asli karşılık, "umumi dispoñibilite" olup, uygulamada bankalara serbest bırakılmıştır. Bankaların taahhütlerine karşı umumi ve asgari bir dispoñibilite bulundurma mecburiyeti, ancak 23.06.1958 tarih ve 7129 sayılı Bankalar Kanunu ile oluşturulmuştur. Bu kanunun 33. maddesine göre asgari dispoñibilite oranını belirleme yetkisini Banka Kredileri Tanzim Komitesine vermiştir. Komite 29.04.1959 tarih ve 48 sayılı kararı ile bankaların taahhütlerine karşı bulunduracakları asgari dispoñibilite oranını % 5 olarak belirlemiştir.

1950'li yıllarda bankaların yabancı kaynakları arasında gösterilen Amortisman ve Kredi Sandığından Borçlanmalar da, para-kredi politikası üzerinde etkilidir. Sandık, iktisadi devlet işletmelerine ve özel kanunlarla kurulmuş bankalara 1953 yılından itibaren kredi açmıştır. Bu kredilerin para ve kredi politikasındaki önemi, Sandığın kaynakları arasında, bir kredi kontrol vasıtası olması gereken munzam mevduat karşılıklarının da yer almasından kaynaklanmaktadır. Bankaların yabancı kaynakları arasında en büyük artışlar, TCMB'den elde ettikleri imkanlarla meydana gelmiştir. Özel kanunlarla kurulmuş bankalar TCMB'den resmi ve hususi senet ve tahvil üzerine aldıkları avanslarının özkaynaklarına oranı çok hızlı büyümüştür (1949 da % 42, 1959 da % 97 ve 1960 da % 91). Bu kaynaklarla yatırımlar yapılmış, inşaat ve imar işlerine girilmiş, iktisadi devlet teşekküllerinin zararları kapatılmış ve fiyat müdahale işlemleri finanse edilmiştir. Sonucunda, banknot emisyonu yükselerek para arzını ve fiyat mekanizmasını doğal seyrinden çıkarmıştır<sup>47</sup>.

Hazineye açılan kısa vadeli avans hesabı 1955 yılına kadar yalnız 1952 ve 1954 yılları sonlarında, sırasıyla 22 ve 29 milyon lira bakiye vermiştir. Bu hesabın limiti 1955 yılına kadar, Bankanın sermayesiyle ihtiyat

<sup>47</sup> Örneğin, Zarakolu (1970 ve 1988), Güneş (1990), Akçay (1997) ve Keyder (2002).

akçeleri toplamının % 50'si ile sınırlanmıştır. Bu hükme göre hesabın 1954 yılı limiti 31,6 milyon liraya bağlanmıştır. Kısa vadeli avans hesabıyla ilgili hükümler 05.05.1955 tarihinde kabul edilen bir kanunla değiştirilmiş ve hesabın limiti cari yıl masraf bütçeleri toplamının % 15'ine çıkarılmıştır. Böylece, gelecek yıllarda enflasyonist ortamın tohumları atılmış, TCMB kaynakları bütçe açıklarının doğrudan finansmanında en önemli kaynak haline gelmeye başlamıştır.

1950'li yılların diğer bir özelliği de TCMB'nin kamu kuruluşlarına sağladığı negatif reel faizli kredilerdeki artıştır. TCMB'nin toplam kredilerinin 1960 yılı sonunda (1949 yılında % 11.7) % 20.6'sını oluşturan Toprak Mahsulleri Ofisi (TMO) kredileri, mevsimsel nakit ihtiyacını, fiyat tanzim zararlarını ve ürün muhafaza tesislerinin masrafları için kullanılmıştır. Ürün satın alma kampanyalarında kullanılan krediler yıl içinde satış gelirleriyle ödenmemiş ve borçlar her yıl bir önceki yılın bakiyesine eklenmiştir. Zirai ürün fiyatları, iç piyasanın dayanma gücünü aşacak şekilde korunmuş ve dünya fiyatlarıyla iç fiyatlar arasındaki fark her yıl giderek yükselmiştir. Fiyat düzenlemelerinden doğan zararlar, birçok ülkede, devlet bütçesine konulan ödenekle karşılanarak bu yük vatandaşlara eşit olarak dağıtılmıştır. Ülkemizde ise fiyat müdahale zararları TCMB kredileriyle karşılanmıştır. Ayrıca, Toprak Mahsulleri Ofisinin ürün muhafaza tesisleri için yeterli uzun vadeli kredi bulunamamış ve bunların da bir kısmı TCMB kredileriyle finanse edilmiştir.

1955 yılı Mayıs ayında, TMO bonolarının tahkimi yoluna gidilmiştir. 18.05.1955 tarihinde kabul olunan 6571 sayılı kanunla, o tarihte 730 milyon liraya ulaşan bonoların 550 milyon liralık kısmı iptal edilmiş ve bu meblağ TMO'nun borcundan düşülerek, Mahsuba Tabi Matlubat (alacak) adıyla açılan bir itfa hesabına nakledilmiştir. Bu Kanun kısa vadeli avansta olduğu gibi, TCMB bağımsızlığına kalıcı olarak ağır bir darbe vurmuş, TCMB kaynaklarının gelecek yıllarda acımasızca kullanılmasının ve kullanılan kredilerin daha sonra gerçek anlamda geri ödenmemesinin yolunu açmıştır. Kanun, TCMB yıllık karından Hazineye aktarılacak kısmını, zaman aşımına uğrayan banknot tutarlarını ve fersude (yıpranmış) değişiminden oluşacak



farkları, tahkim yoluyla uzun vadeli Hazine borcu haline dönüşmüş olan hesabın itfasına ayrılmıştır. 1955 yılından itibaren her yıl 6571 sayılı kanunla gösterilen kaynaklarla itfa edilen bu hesabın bakiyesi 1960 yılı sonunda 265 milyon liraya inmiştir.

Benzer şekilde TCMB kaynaklarına, T. Şeker Fabrikaları A.Ş.'ye açılmış olan krediler 1949 yılından sonra hızla yükselmeye başlamış ve Et ve Balık Kurumu da 1954 yılından itibaren bu kaynağa başvurmaya başlamıştır. Şeker pancarı üretiminin, yurtdışı üretim ve uluslararası fiyatlar göz ardı edilerek, yeni fabrikalar kurularak ihtiyaçların çok üzerinde olmasına, ihracat imkansızlığı da eklenince şeker stokları çok yükselmiştir.

Hazine kefaletini haiz Devlet Su İşleri bonoları reeskonta Ziraat Bankası tarafından ilk kez 1942 yılında ibraz edilmiştir. Hazine kefaletini haiz Karayolları bonoları, Senetler Cüzdanına 1954 yılından itibaren girmeye başlamıştır. Bu dönemde ayrıca, TCMB tarafından Sümerbank'a, Etibank'a, Makina Kimya Endüstrisi Kurumuna, Ulaştırma müesseselerine, Devlet Demiryollarına, PTT'ye, Denizcilik Bankası'na, İller Bankası'na ve T. Emlak Kredi Bankası'na çeşitli işlemler aracılığı ile kredi-avans kullanılmıştır.

TCMB özel sektöre tahsis ettiği krediler kısa vadeli finansmanlar ve fiyat ve stok tanzimi işlemlerinden oluşmaktadır. Ancak bu tutar sınırlıdır. Kısa vadeli finansmanlar grubu muhtelif ticari krediler, ticari senetler üzerine yapılan reeskont ve avans işlemleriyle, altın, döviz ve tahvil üzerine avanslara ve belgeli (vesikalı) senet satın alınmalarından oluşmaktadır. Bankanın, bankaların bankası sıfatıyla, piyasaya (bankalara) likidite sağlamak amacıyla açmış olduğu reeskont kredilerinin ve senet ve tahvil üzerine açılan avansların çok düşük miktarlarda kalmasının sebeplerinden en önemlisi, para-banka sistemi içinde para piyasası ve tedavülü düzenleme işlerinde Bankaya tanınan yetkilerin yetersizliğinden kaynaklanmıştır. 1939 – 1945 ve 1950 – 1959 dönemlerinde, gerek savaş gerek enflasyon şartları içinde, kamuya açılan kredilerle yaratılan emisyon sonucu, ticaret bankaları devamlı olarak mevduatla beslenmiş ve TCMB kaynaklarına, izlenen ucuz para politikalarına rağmen, çok nadiren müracaat etmişlerdir. Bu dönemlerde kredi talepleri mevduat artışlarıyla çok rahat bir biçimde karşılanmıştır.

Özel sektöre açılan kredilerin en önemli kısmını zirai finansmanlar için oluşturulan Tarım Kredi Kooperatifleri Senetleridir. Marshall kredileriyle ithal olunan zirai makina ve teçhizatla ilgili senetler, T.C. Ziraat Bankası aracılığıyla TCMB Senetler Cüzdanına 1952 yılından itibaren girmeye başlamıştır. Diğer Senetler adı altında toplanan zirai krediler, Ege'de bulunan bölge bankaları tarafından borçlanılmaktadır.

Sonuç olarak, 1950 yılından sonra izlenen gevşek (ucuz) para politikasıyla TCMB'nin kamu açıklarını fonlayan bir kuruluş haline gelmesi, bol kredi ve plansız yatırım politikaları sonucunda fiyatlar genel seviyesi yıldan yıla yükselmiş, paramızın iç ve dış değeri devamlı olarak büyük kayıplara uğramış, gelir dağılımında ciddi dengesizlikler oluşmuş, kamunun masrafları yükselmiş, ihracat-ithalat iyice düşmüş, üretim maliyetleri yükselmiş ve yatırımlar azalmıştır. Bu dönemde kamu ve özel sektörün yatırımları ve cari harcamaları kredi artışlarıyla karşılanmış, bu şekilde artan kredi hacmi, üretimde ekonomik dengeyi sağlayabilecek ölçüde bir artış olmadığından dolayı, fiyatların devamlı surette artmasına neden olmuştur. Bu dönemdeki kredi politikaları, tüm az gelişmiş ülkelerde bulunan sermaye yetersizliğini banknot ihraç ederek, dış ödemelerdeki sıkıntıyı ise yurtdışından yapılan borçlanmalarla karşılamıştır.

İstikrarın sağlanması ve paranın değerinin muhafazası için gereken tedbirler, 1960 Mayıs ayında alınabilmiştir. Buna göre, TCMB kredilerinin kontroluyla doğrudan ilgili olanlardan, Hazineye bütçe giderleri karşılığında açılan avans % 15'den % 5'e indirilmesi kararlaştırılmış ve Hazine ve İktisadi Devlet Teşekküllerinin TCMB'ye olan borçlarının tahkimi yapılmış ve reeskont oranları % 4,5'ten % 7,5'e yükseltilmiştir.

TCMB'nin Hazineye, Katma Bütçeli Dairelere ve İktisadi Devlet Teşebbüslerine açtığı krediler, Bankanın toplam kredilerinin 1950 yılı başında % 83,4'ünü, 1960 sonunda ise % 82'sini teşkil etmiştir. Kamuya açılmış olan kredileri, ekonomik içerikleri itibarıyla, bütçe, fiyat ve stok tanzimi ve yatırımlarla ilgili olmak üzere 3 grupta incelenebilir. 1950 başında kredilerin, % 4,4'ü bütçeye, % 40,7'si fiyat ve stok tanzimi işlemlerine, % 54,9'u da yatırımların finansmanına ayrılmıştı. Bu tarihten sonra kredilerin bünyesinde

büyük değişiklik meydana gelmiştir. 1960 yılı başında bütçenin payı, % 13,9'u fiyat ve stok tanzimi finansmanının hissesi % 54,5'e yükselmiş, yatırım finansmanlarının hissesi ise % 31,6'ya düşmüştür.

1950 yılıyla birlikte, Hazine kefaletini haiz bonoların nispi önemi azalmış, buna uygun olarak senet ve tahvil üzerine yapılan işlemlerle açılan krediler büyümüştür. Kısa vadeli olması gereken senetler cüzdanı donmuş kredilerin baskısı altında kalmıştır. 1950 – 1960 döneminde kamu sektörüne doğrudan açılan TCMB kredileri artmıştır. Bu kredilerin 1950 ve 1960 yıllarında sırasıyla, % 55,7'si ve % 69,8'i fiyat ve stok tanzim finansmanlarına, % 44,3'ü ve % 6,2'si yatırımlara ayrılmıştır. 1950 yılı başında bakiyesi olmayan bütçe finansmanı, 1960 başında bu kredilerin % 24'ünü oluşturmuştur.

1953 yılından itibaren dış ödemelerin sorun haline gelmesiyle yeni önlemlerin alınmasına ihtiyaç duyulmuştur. Hükümet 1956 yılında turist ve benzeri dövizlerde 2.80 olan TL'nin fiyatını 5.25-5.50 olarak saptamıştır. Kambiyo denetiminin sıkılaştırılmasına rağmen, yukarıdaki tablodan da görüldüğü gibi, hem dış ticaret dengesinde kalıcı olumlu gelişmeler sağlanamamış hem de sabit tutulan resmi döviz kurları (2.80 TL) ile karaborsa döviz kurları (15-20 TL) arasındaki fark hızla açılmıştır. Bu durumda, dışarıya sermaye kaçıışı hızlanmış, kaçakçılık artmış ve enflasyon oranı yükselmiştir. Sonucunda, 04 Ağustos 1958 tarihinde 15 sayılı TPKK Hakkında Karar ile (İstikrar Tedbirleri çerçevesinde) TL'nin dış değeri bazı istisnalar dışında ABD Doları başına 6.20 TL prim ilavesiyle 1 ABD Doları = 9 TL olacak şekilde fiilen devalüe edilmiştir.

1950 – 1960 dönemi politikalarının TCMB bilançosuna yansımaları aşağıdaki Tablo 3.6.'da görülmektedir.

**TABLO 3.6. 1950 - 1960 DÖNEMİ TCMB BİLANÇO GELİŞMELERİ (MİLYON TL)**

	1950	1960	DEĞİŞİM		1950	1960	DEĞİŞİM
<b>Varlıklar</b>	<b>1,779.5</b>	<b>9,174.0</b>	<b>7,394.5</b>	<b>Yükümlülükler</b>	<b>1,779.5</b>	<b>9,174.0</b>	<b>7,394.5</b>
<b>I. Altın</b>	220.0	1,203.6	<b>983.6</b>	<b>I. Sermaye</b>	15.0	15.0	<b>0.0</b>
<b>II. Kasa</b>	3.1	4.3	<b>1.2</b>	<b>II. Tedavüldeki Banknotlar</b>	961.7	4,452.5	<b>3,490.8</b>
<b>III. Dahildeki Muhabirler</b>	0.1	9.2	<b>9.1</b>	<b>III. Mevduat</b>	458.8	1,721.2	<b>1,262.4</b>
<b>IV. Hariçteki Muhabirler</b>	199.4		<b>-199.4</b>	Altın	153.3		
<b>V. Hazine Bonoları - Tahvilleri</b>	1.8		<b>-1.8</b>	Türk lirası	305.5		
<b>VI. Senetler Cüzdanı</b>	1,132.3	4,839.9	<b>3,707.6</b>	Resmi		655.7	
Ticari ve Zirai Senetler	1,132.3	2,338.0	<b>1,205.7</b>	Bankalar		448.8	
<b>VII. Avanslar</b>	7.4	1,283.9	<b>1,276.4</b>	Muhtelif		616.7	
<b>VIII. Menkul Değerler Cüzdanı</b>	18.3	41.8	<b>23.5</b>	<b>IV. Altın Alacaklıları</b>		160.4	<b>160.4</b>
<b>IX. Döviz Borçluları</b>	127.9	1,039.7	<b>911.8</b>	<b>V. Döviz Taahhütleri</b>	203.6	1,963.1	<b>1,759.4</b>
<b>X. Mahsuba Tabi Matlubat</b>		265.2	<b>265.2</b>	<b>VII. Muhtelif</b>	140.4	861.6	<b>721.2</b>
<b>XI. Değerlendirme Farkı Karşılığı</b>							
Hazine Bonosu		163.7	<b>163.7</b>				
<b>XII. Muhtelif</b>	68.1	322.7	<b>254.6</b>				

Kaynak: 1950 ve 1960 Yılları TCMB Yıllık Raporları. Bu dönemde kümülatif enflasyon % 143.0'tür.

Söz konusu dönemde, bilançonun yükümlülükler tarafındaki emisyon hacmi 3.490,8 milyon liralık, mevduat ise 1.262,4 milyon liralık artış göstermiştir. Buna karşın varlıklardan senetler cüzdanı 5.972,2 milyon liralık, avanslar kalemi ise 1.291,3 milyon liralık artış göstermiş dolayısıyla, asıl parasal genişleme kaynağı iç krediler olmuştur.

Senetler Cüzdanımızda 1960 yılı sonu itibariyle 62.5 milyon liralık Hazine Bonosu, 2,439.4 milyon liralık Hazine Kefaletini haiz Bonolar, 1,971.8 milyon liralık Ticari Senet ve 366,2 milyon liralık Zirai Senet olmak üzere toplam 4,839.9 milyon liralık senet bulunmaktadır.

Avansların, 424,6 milyon lirası tahvil karşılığı olarak bankalara ve 859,1 milyon lirası Hazineye açılmış kısa vadeli avanslardan ibarettir.

Mahsuba Tabi Matlubat Hesabında görülen 265,2 milyon liralık artış Senetler Cüzdanında mevcut Hazine Kefaletini haiz TMO Bonolarından 550 milyon liralığının, 6571 sayılı Kanunun 1. maddesine göre iptal olunarak bu hesaba alınması, yine anılan Kanunun 1. ve 2. maddeleri gereğince 284,8

milyon liranın bu hesaba mahsup edilmesi neticesinde kalan bakiyeyi göstermektedir.

### 3.2.4. 1960 – 1969 Dönemi

1960'lı yıllara planlı ekonomi anlayışı damgasını vurmuştur. Bu dönem, büyüme ve fiyatlarda istikrarın sağlandığı, TCMB'nin parasal kontrolü gerçekleştirebildiği, para politikasının kalkınma planları çerçevesinde yürütüldüğü bir dönem olarak adlandırılabilir. Tablo 3.7.'de görüldüğü gibi, 1960'lı yıllarda ortalama yıllık ekonomik büyüme % 5,6 iken, ortalama yıllık enflasyon % 4,8 olmuş, ortalama emisyon artışı büyüme ve enflasyon oranı ile uyumlu olarak % 11,1 oranında artmıştır. Bu dönemde sabit kur rejimi sürdürülmüş, kurlarda istikrar gözlenmiş ve dış ticaret açığındaki artış devam etmiştir. Ayrıca, 1960'lı yıllarda tekrar pozitif reel faiz uygulamasına dönülmüştür.

**TABLO 3.7. 1960 - 1969 DÖNEMİ TEMEL EKONOMİK GÖSTERGELER**

	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	Ortalama
Büyüme (%) <sup>1</sup>	3.4	2.0	6.2	9.7	4.1	3.1	12.0	4.2	6.7	4.3	<b>5.6</b>
Enflasyon (%) <sup>2</sup>	7.4	1.3	3.8	6.5	0.8	6.7	5.5	6.3	4.1	5.7	<b>4.8</b>
Emisyon Artışı (%) <sup>3</sup>	14.4	7.4	7.1	9.0	18.5	11.1	13.7	19.1	-0.2	10.6	<b>11.1</b>
1 ABD Doları (TL) <sup>4</sup>	9.05	9.05	9.05	9.05	9.08	9.08	9.08	9.08	9.08	9.08	<b>9.07</b>
Kısa Vadeli Reeskont Faizi <sup>5</sup>	4.5	4.5-7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	<b>7.1</b>
İhracat Değeri <sup>6</sup> (Milyon ABD \$)	320.7	346.7	381.2	368.1	410.8	463.7	490.5	522.3	496.4	536.8	<b>433.7</b>
İthalat Değeri <sup>7</sup> (Milyon ABD \$)	468.2	507.2	619.4	687.6	537.2	572.0	718.3	684.7	763.7	801.2	<b>635.9</b>
Dış Ticaret Dengesi <sup>8</sup> (Milyon ABD \$)	-147.5	-160.5	-238.3	-319.5	-126.5	-108.2	-227.8	-162.3	-267.2	-264.4	<b>-202.2</b>

1) 1960-1967 dönemi 1968 fiyatlarıyla ve 1968-1969 dönemi 1967 fiyatlarıyla.

2) 1960-1963 dönemi enflasyon rakamları 1953=100'e göre ve 1964-1969 dönemi enflasyon rakamları ise 1963=100'e göre HDTM'ye ait 12 aylık ortalamalara göre TÜFE verileridir.

3) Yıllıkları itibarıyla.

4) Yıllıkları itibarıyla döviz satış kurları.

5) Kısa ve orta vadeli kredi işlemlerine uygulanan en yüksek faiz oranlarıdır. Bankamızca, sektör ve firma bazında bu oranların altında değişik tercihli faiz oranları da uygulanmıştır.

6) Yıllıkları itibarıyla milyon ABD Doları ve FOB.

7) Yıllıkları itibarıyla milyon ABD Doları ve CIF.

8) Yıllıkları itibarıyla milyon ABD Doları.

Kaynak: TCMB, HM, DİE, DPT ve MB

1960'lı yıllarda TCMB'nin amaç fonksiyonunun da daha netleştirildiğini görmekteyiz. Nitekim, Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planında (1963-1968) para politikasının amacı, fiyat istikrarını ön plana alan ekonomik gelişmeyi sağlamak ve bunun için para arzı ve kredi hacminin, üretim ve milli gelir artışının üstünde seyretmesini engelleyici uygulamalar getirmektir.

Kısacası, enflasyona yol açmayacak bir para kredi politikası uygulayabilmektir (Uludağ, İlhan).

1960'lı yıllarda para politikası uygulamaları; zorunlu karşılık politikaları, kalkınma programları çerçevesinde gerçekleştirilen selektif krediler, kredi tayinlaması uygulamaları ve reeskont kredi faizlerinin etkin olarak kullanılması ile yürütülmüştür. Diğer yandan bu dönemde, kamunun TCMB'ye olan borçlarının tahkim kanunları çerçevesinde ödenmeye çalışıldığı, diğer bir deyişle nakit ödeme yapılmadığı, borçların uzun vadeli donuk kredi haline dönüştürüldüğünü görmekteyiz.

Merkez bankacılığı açısından bakıldığında, 1960'lı yıllardaki önemli bir gelişme de zorunlu karşılıkların TCMB'de tutulmaya başlamasıdır. 12 Mayıs 1961 yılında 301 sayılı Kanunla, zorunlu karşılık uygulaması gerçek amaçlarına yöneltilen ve kontrol görevi yapacak güce kavuşturulmuş bir sistem haline getirilmiştir. Zorunlu karşılık oranları 1958 yılına kadar kanunlarla tespit edilmiş, 1958 yılında tespit yetkisi, vadeli mevduatta % 10 - % 20, vadesiz mevduatta da % 20 - % 25 oranları arasında kalmak kaydıyla, Banka Kredilerini Tanzim Komitesine bırakılmış, 1961 yılında yetki aralığı ise vadeli mevduatlarda % 10 - % 35, vadesiz mevduatlarda ise % 20 - % 40'a çıkartılmış, komiteye çok daha geniş bir yetki verilmiştir. Böylece zorunlu karşılık uygulamasının etkinliği ve esnekliği artırılmıştır. Bu kanunla ayrıca mevduat munzam karşılıklarının TCMB'ye yatırılması zorunluluğu getirilmiş, böylece, TCMB'nin parasal kontrol yeteneği artırılmıştır. Vadeli ve vadesiz mevduatlar için % 20 olan zorunlu karşılık oranları, 1964'e kadar değiştirilmemiş, 1964 yılında vadeli mevduatların zorunlu karşılık oranları % 10'a düşürülmüş, 1966 yılında ise tekrar % 20'ye çıkartılmıştır. Ancak, bu düzenleme, zorunlu karşılıkların tamamının TCMB'de bloke edilmesi anlamına gelmemektedir. Düzenlemede, Banka Kredilerini Tanzim Komitesi tarafından tespit edilen oranda munzam karşılık ayrılması ve bu karşılıkların en çok % 20'sinin Banka Kredilerini Tanzim Komitesi'nce tespit ve Bakanlar Kurulu'nca tasvip edilen esaslar dairesinde T.C. Ziraat Bankası'nın zirai finansmanlarına tahsis edilen bölüm hükmü bulunmaktaydı. Böylece, eskiden TCMB'de Amortisman ve Kredi Sandığı Hesabına yatırılan munzam

karşılıklar, Sandık tarafından kamu sektörü yatırımlarının finansmanında kullanılırken, Mayıs 1961'den sonraki mevduat artışları için ayrılan munzam karşılıkların TCMB'de bloke edilmesi sağlanarak, munzam karşılıklara kantitatif bir kredi kontrol aracı olma niteliği kazandırılmak istenmiştir.<sup>48</sup>

Ayrıca, bankaların taahhütlerine karşı bulunduracakları asgari dispoñibilite oranı 01 Aralık 1965 tarih ve 157 sayılı Banka Kredilerini Tanzim Komitesi kararıyla, kararın yürürlüğe girdiği ayı takip eden ayın başından itibaren 1 ay içinde % 5'den % 8'e, müteakip ay içinde % 8'den % 10'a çıkarılması öngörülmüştür.

Diğer yandan bu dönemde, para hacmini kontrol konusunda dolaylı olarak ithalat depozitoları da kullanılmıştır. İthalat yapmak için gerekli formaliteler arasına belirli oranlarda teminat ve mal bedeline eşit bir meblağ yatırmak usulleri konulmuştur. Bankamıza bu amaçlarla yatırılan çeşitli depozitolar aynı zamanda piyasadan bir süre için belirli miktarda para çekilmesi sonucunu vermiştir.

Bu dönemde yapılan diğer bir değişiklik ise, faiz oranlarının belirlenmesiyle ilgilidir. 14.07.1960 tarih ve 18 sayılı Kanun, faiz oranlarının kanunla belirlenmesi esasını kaldırmış, bu yetkiyi Bakanlar Kuruluna vermiştir. 2279 sayılı Kanunun 9. maddesini tadil eden 18 sayılı Kanun, bu konuda Banka Kredilerini Tanzim Komitesini, Maliye Bakanlığı yolu ile Bakanlar Kuruluna teklifte bulunmakla mükellef kılmıştır. Ayrıca, 18 sayılı Kanunun 2. ve 9. maddeleri gereğince belirlenecek faiz oranlarının, Bakanlar Kurulu Kararlarının yayını tarihinden itibaren 15 günden aşağı olmamak üzere müteakip ayın başında yürürlüğe gireceği esas kabul edilmiştir.

Ödünç Para Verme İşlerinde Tatbik Edilecek ve Mevduata Verilecek Azami Faiz Nispetleri Hakkındaki Banka Kredilerini Tanzim Komitesinin 09.07.1960 tarih ve 5/184 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile yürürlüğe konmuş ve 01.09.1960 tarihinden itibaren uygulanmaya başlanarak ödünç para verme işlerinde alınacak azami faiz oranı % 12 olarak belirlenmiş, ancak zirai

---

<sup>48</sup> Örneğın, Artun (1976), Karacan (1978), Erçel (1978), Karakoç (1979) ve Zarakolu (1988).

kredilerde ve ihracat finansmanında bu oranın % 10'u geçemeyeceği belirtilmiştir.

Böylece, özellikle İkinci Dünya Savaşı sonrası dünyadaki genel eğilim para politikasının merkez bankalarında toplanması eğilimi göze çarpmaktadır. Merkez bankacılığındaki bu eğilimler Türkiye'de de yansımaları bulmuş ve TCMB'nin gelişen şartlara göre daha etkin bir yapıya kavuşması yönünde çalışmalar başlamıştır. "Merkez Bankasının para ve kredi konusundaki görev ve yetkilerinin günün ve değişen ekonominin gereklerine göre yeniden düzenlenmesi" konusu ilk defa 1966 yılı Kalkınma Programına konulmuştur. Bu tedbire İkinci Beş Yıllık Kalkınma Planında ve 1967, 1968 ve 1969 yılları programlarında da yer verilmiş ve Merkez Bankası Kanunu 28.05.1969 tarihinde TBMM'de, 14.01.1970 tarihinde Cumhuriyet Senatosunda kabul edilmiş, 21.01.1970 tarihinde Cumhurbaşkanının onayından sonra 26.01.1970 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanmıştır. Bu Kanun, Bankamızın görevlerini, yetkilerini, araçlarını, işlemlerini, teşkilat ve organlarını yeniden düzenlemiştir.

Bu dönemde kurlarda gözlemlenen istikrarlı gidişatın yanı sıra, 1961 yılında kambiyo kontrol uygulamaları, bazı istisnalar dışında TCMB'ye devredilmiştir. 14 Ağustos 1962 tarihinde TPKK Hakkında 17 sayılı Karar yürürlüğe konmuş ve kambiyo kontrol rejiminde önemli değişiklikler yapılmıştır. 17 sayılı Kararın getirdiği değişikliklerden biri, turistlerin efektif döviz ve seyahat çeki ile ödeme yapabilmelerinin serbest bırakılması olmuş, ayrıca yabancıların Türkiye'de Türk Parası ile ödemede bulunmaları, bankalarda hesap açtırabilmeleri mümkün kılınmıştır.

1960'lı yıllardaki para politikasının TCMB bilançosuna yansımaları Tablo 3.8.'de gösterilmektedir.



**TABLO 3.8. 1960 - 1969 DÖNEMİ TCMB BİLANÇO GELİŞMELERİ (MİLYON TL)**

	1960	1969	DEĞİŞİM		1960	1969	DEĞİŞİM
<b>Vartıklar</b>	<b>9,173.8</b>	<b>23,925.4</b>	<b>14,751.6</b>	<b>Yükümlülükler</b>	<b>9,173.8</b>	<b>23,925.4</b>	<b>14,751.6</b>
<b>I. Altın</b>	1,203.6	1,111.6	-92.0	<b>I. Sermaye</b>	15.0	15.0	0.0
<b>II. Ufaklık para</b>	4.3	62.0	57.7	<b>II. Tedavîdeki Banknotlar</b>	4,452.5	10,974.2	6,521.7
<b>III. Dahildeki Muhabirler</b>	9.2	0.2	-9.0	<b>III. Mevduat</b>	1,721.2	6,181.3	4,460.1
<b>IV. Reeskont ve Senet Üzerine Avans</b>	4,839.9	9,421.1	4,581.2	A - Resmi Mevduat	655.7	454.9	-200.8
A - Hazine Kefaletini Haiz Bonolar		3,048.0		B - Bankalar Mevduatı	448.8	5,003.3	4,554.5
a - Katma Bütçeli İdareler		1,750.0		C - Muhtelif	616.7	129.6	-487.2
b - Toprak Mahsulleri Ofisi	2,501.9	950.0		D - Milletlerarası Müesseseler ve			
1 - Hububat Alımları Finansmanı		950.0		Dış Yardım Karşılıkları		593.5	593.5
2 - Zirai İhtihal Faaliyet İhtalat Finansmanı				<b>IV. Altın Alacaklıları (Hazine)</b>	160.4	62.5	-97.9
c - Diğer İktisadi Devlet Teşebbüsleri				<b>V. Döviz Taahhütleri (Konvertibl)</b>	1,963.1	496.4	-1,466.7
B - Ticari Senetler		4,514.4		<b>VI. Muhtelif</b>	861.6	6,196.0	5,334.4
a - İktisadi Devlet Teşebbüsleri		844.6		a - Ödenecek Senet ve Havaaleler			
b - Hususi Sektör Senetleri	2,338.0	3,669.8		b - Muhtelif Karşılıklar (Akreditif			
c - Zirai Senetler		1,858.8		ve İç İstikraz Karş.)			
a - T.C. Ziraat Bankası'na ibraz edilen				c - Muhtelif Mahiyette Depozitolar			
senetler		1,798.5		d - Döviz			
b - Diğer Bankalarca ibraz edilen senetler		60.3		Hariçteki Muhabirler			
<b>V. Diğer Avanslar</b>	1,283.9	4,145.7	2,861.8	Diğer Döviz Hesapları			
A - Hazineye Kısa Vadeli Avans		3,057.0		e - Sair Hesaplar			
B - Tahvil Üzerine Avans		126.3					
a - Resmi Bankalara		93.7					
b - Hususi Bankalara		32.6					
C - Altın ve Döviz Üzerine Avans		62.2					
a - Resmi Sektör		62.0					
b - Hususi Sektör		0.2					
D - Bankalar Tasfiye Fonu İkrazları (153							
S. K.)		252.8					
E - Zirai Finansman (1211 S.K. Mad. 40)		647.4					
<b>VI. Menkul Değerler Cüzdanı</b>	41.8	71.7	29.8				
<b>VII. Döviz Borçluları (Konvertibl - 1970)</b>	1,039.7	908.1	-131.6				
<b>VIII. İtfaya Tabi Hesaplar</b>	163.7	5,388.2	5,224.5				
Tahkim olunan alacaklarımız karşılığı							
Hazine Tahvilleri (154 S.K. Madde 2, 3, ve 4)		5,275.7					
Değerlendirme farkı karşılığı Hazine							
Bonusu (65 S.K. Mad. 5)	163.7	112.5	-51.2				
<b>IX. Muhtelif</b>	587.7	2,816.2	2,228.5				
a - Altın		30.1					
b - Döviz		1,100.7					
Hariçteki Muhabirler							
Diğer Döviz Hesapları							
c - Dahildeki Hususi Bankalarla yapılan							
röpor muameleleri		49.2					
d - Sair Hesaplar		1,636.2					

Kaynak: 1960 ve 1969 Yılları TCMB Yıllık Raporları. Bu dönemde kümülatif enflasyon % 59.6'dır.

Söz konusu dönemde, TCMB bilançosunun yükümlülük tarafında iki kalem göze çarpmaktadır. Bunlar, emisyondaki 6,5 milyar liralık artış ile mevduat kalemindeki 4,5 milyar liralık artıştır. Mevduattaki artış, zorunlu karşılıkların TCMB nezdinde tutulmaya başlaması ile birlikte bankalar mevduatındaki 4,6 milyar liralık artıştan kaynaklanmaktadır. Günümüzde, rezerv para ya da para tabanı olarak tanımlanan bu iki kalem toplamındaki değişme, daha önceki bölümde de belirtildiği üzere parasal çarpan mekanizması ile parasal büyümenin temelini teşkil etmektedir.

Bu iki kalemin nasıl yaratıldığı ise TCMB bilançosunun varlıklar tarafında gözlenmektedir. Varlıklar tarafında üç kalemdeki büyük değişiklikler hemen ön plana çıkmaktadır. Bunlar, reeskont ve senet üzerine avans, diğer avanslar ve itfaya tabi hesaplardır.

Diğer avanslar kalemindeki artış, 2,9 milyar liradır. Bu artıştaki en büyük etken yine Hazineye Kısa Vadeli Avans Hesabı (KVAH)dır. Aslında, 1960'lı yıllarda Hazinesinin TCMB'den doğrudan kredi kullanmasını sınırlandırıcı düzenlemeler getirilmiştir. Bu hesabın limiti 1960 yılı sonunda 1,092.0 milyon liraya yükselmiştir. KVAH bakiyeleri bir yıldan diğerine bütçelerle birlikte artarak devredilmiştir. Bu sakıncaların önlenmesi amacıyla 24.02.1961 tarihinde kabul edilmiş olan 260 sayılı kanun, % 15 oranıyla hesaplanan KVAH'nı, 01.03.1961 tarihinden itibaren % 5 oranına indirmiş ve avans hesabının mali yıl sonunda tamamen ödeneceğine karar verilmiştir. Buna rağmen, 21.04.1965 tarih ve 583 sayılı Kanunun 34. maddesinin 2. fıkrası değiştirilerek KVAH'nın işleyişi yeniden düzenlenmiştir. Yapılan değişikliğe göre; TCMB, miktarı cari yıl genel bütçe ödenekleri toplamının % 10'nunu geçmemek üzere Hazineye KVAH açabilir, bu avans hesabına uygulanacak faiz haddi ile genel ekonomik durum göz önünde tutularak kullanılacak avans nispeti Maliye Bakanlığı ile TCMB arasında kararlaştırılır ve TCMB'nin bu avans karşılığında yapabileceği emisyon miktarı hesabın borç bakiyesini geçemez, şeklinde değiştirilmiştir. Madde değişikliği, Hazinesinin TCMB'den alabileceği KVA limitinin masraf bütçesinin % 5 oranından % 10 oranına çıkarılarak 260 sayılı Kanunla getirilen, "mali yıl sonunda kapatılır" kaydının kaldırılmasını öngörmüştür. Ancak, 1960 – 1969 döneminde KVAH<sup>49</sup> ile ilgili toplam iki kanun değişikliği yapılmıştır. Aşağıda da belirtildiği üzere, 1,092 milyonluk KVAH bakiyesinin tahkim kanunu çerçevesinde tasfiye edildiği göz önüne alındığında, Hazine'ye 2,9 milyar liralık kaynak aktarıldığını görmekteyiz.

Daha önce de ifade edildiği üzere, zorunlu karşılıklar her ne kadar TCMB'de bloke edilmeye başlansa da, Banka Kredilerini Tanzim Komitesi bunun en fazla % 20'sini T.C. Ziraat Bankası aracılığı ile kredi olarak

---

<sup>49</sup> 24.02.1961 tarih ve 260 sayılı ve 21.04.1965 tarih ve 583 sayılı Kanunların 34. maddelerinin 2. fıkraları.

kullandırabilmekteydi. Banka Kredilerini Tanzim Komitesi suni gübre, tohumluk, makineleşme ve hayvancılık konularına tahsis edilmek üzere Merkez Bankası nezdindeki mevduat karşılıklarından T.C. Ziraat Bankasına daha önce açmış olduğu 525 milyon lira krediyi 195 sayılı kararıyla 650 milyon liraya yükseltmiş, 196 sayılı kararı ile ise vadesi dolan 125 milyon liralık avansın vadesini bir yıl uzatmıştır. Bunu da yine diğer avanslar kaleminin altında yer alan zirai finansman kredileri alt kalemindeki 647,4 milyon liralık tutarla görmekteyiz.

1960'lı yıllarda para tabanını artıran en önemli kalem İtfaya Tabi Hesaplar kalemidir. Bu kalem iki alt kalemden oluşmakla birlikte, hesabın değişiminde etkili olan Tahkim olunan alacaklarımız karşılığı Hazine Tahvilleri; 1960 tarih, 154 sayılı Kanununun 2., 3. ve 4. maddeleri gereğince kur farklarından oluşmuş borçları ve Hazine, Katma Bütçeli İdareler, İktisadi Devlet Teşebbüsleri ve Resmi Bankalarla, diğer amme müesseselerinden, iskonto ve avanslardan ortaya çıkan alacaklarımızın 100 senede itfaya tabi tutulması nedeniyle, Hazine tarafından TCMB'ye verilmiştir. Bu varlıkların asıl kaynağı, 3 Ekim 1963 tarih ve 347 sayılı Kanun gereğince bu TCMB'nin donuklaşmış bulunan kamudan alacaklarının tasfiyesi amacıyla, Kalkınma Planının II. 5 yıllık döneminin sonunda başlamak üzere % ½ faizli ve 6'şar aylık taksitlerle ve 100 senede Maliye Bakanlığınca itfa olunacağını belirleyen düzenlemedir. Böylece, kamunun TCMB'ye olan borçlarının tamamı bu hesaba aktarılmıştır. Bu hesabın kaynakları aşağıdaki gibi özetlenebilir:

Hazineye Kısa Vadeli Avans	1,092,254,250.00
Mahsuba Tabi Matlubat	265,240,651.32
Maliye Bakanlığı Tiraj Hakları	20,688,729.82
5256 S.K. gereğince Maliyeden Tahsil olunacak Kur Farkları	3,222,069.79
Hazine Kefaletini Haiz Bonolar	2,135,948,401.80

Ticari Senetler	1,049,673,753.26
Ticari Senetler Üzerine Avans	72,478,278.13
Tahviller Üzerine Avans	300,202,260.74
Zirai Senetler Üzerine Avans	377,113,632.03
Toplam :	5,316,822,026.89
Tahsil olunan ilk iki taksit	41,122,026.89
Bakiye :	5,275,700,000.00

Görüldüğü üzere, Kamu'nun TCMB'ye olan borçlarının tahkim kanunları ile tasfiyesi 1960'lı yılların başlarında da devam etmiştir.

1960'lı yıllarda her ne kadar en büyük büyüme itfaya tabi hesaplarda olsa da, bu kalemin daha önceki alacakların buraya aktarılması nedeniyle oluştuğu ve yeni kredi anlamına gelmediği dikkate alındığında, asıl para reeskont ve senet üzerine avans kaleminde olmuştur. Bu kalemin alt kalemlerine bakıldığında ise üç başlık görmekteyiz. Bunlardan birincisi Kamu kuruluşlarına açılan kredileri ifade eden Hazine kefaletini haiz bonolardır. Bu kalem 1969 sonunda 3,1 milyar liraya yükselmiş olup, TCMB'nin kamuyu 1960'lı yıllarda da yoğun olarak fonladığını göstermektedir. Diğer önemli kalem ise 4,5 milyar lira ile ticari senetler kalemidir ki bunun 3,7 milyar lirasını özel kesime açılan kredileri gösteren hususi sektör senetleri oluşturmaktadır. Buradan, 1960'lı yıllarda TCMB'nin kalkınma planları çerçevesinde özellikli sektörlerle selektif kredi uygulaması çerçevesinde önemli ölçüde kredi vermeye başladığı sonucuna ulaşmaktayız. Zira, 1950'li yıllarda özel kesim TCMB'den fazla kredi kullanmamakta, TCMB asıl olarak kamuya açtığı kredilerle para yaratmaktaydı. Ayrıca, TCMB'nin T.C. Ziraat Bankasına zorunlu karşılık uygulamasından ayrı olarak da zirai senetler karşılığı söz konusu bankaya yoğun kredi kullandığını da bilançodan açıkça görmekteyiz.

### 3.2.5. 1970 – 1980 Dönemi

Merkez Bankacılığı açısından 1970’li yıllara damgasını vuran en önemli gelişmelerden biri TCMB kanununun değiştirilmesidir. Dünya merkez bankacılığındaki gelişmeler ve 1960’lı yılların sonlarında belirginleşen iktisadi politika uygulamalarının yarattığı makroekonomik sorunlar TCMB’nin yeniden organize edilmesini zorunlu kılmış ve 14 Ocak 1970’te kabul edilen 1211 sayılı kanunla TCMB’nin yetki ve sorumlulukları, organizasyon biçimi yeniden düzenlenmiş; TCMB para ve kredi işlerini ekonomi politikasının hedeflerine göre ayarlayabilmek için gerekli para politikası araçları ile donatılarak, ülke ekonomisinin gelişmesinde daha aktif rol oynayacak bir kurum haline getirilmesi amaçlanmıştır.

Bu nedenle, 1970 tarihli TCMB yasası değişikliğine ayrı bir önem vermek gerekmektedir. 14 Ocak 1970 tarih ve 1211 Sayılı TCMB Kanunundaki en önemli değişiklikleri aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür<sup>50</sup>:

1. Anonim şirket statüsü muhafaza edilen TCMB’nin sermayesi 15 milyon liradan 25 milyon liraya yükseltilmiştir. Sermayedeki 10 milyon liralık yükselişe tekabül eden hisse senetlerinin tamamı A sınıfına tahsis edilerek, Devletin TCMB sermayesi ve yönetimine daha geniş oranda katılması istenilmiştir. Eski kanunda Hazine’ye ait hisse senetleri Banka sermayesinin % 25’i ile sınırlandırılmışken; 1211 sayılı yeni kanunun 8. maddesi, “Hazine’ye ait olan A sınıfı hisse senetleri, Banka sermayesinin % 51’inden aşağı düşemez olarak” değiştirilmiştir. 1211 sayılı Kanun’la Banka Kredilerini Tanzim Komitesi’nin daha önce açıklanan görev ve yetkileri TCMB’ye devredilmek suretiyle, Banka’nın para ve kredi politikasında görev ve yetkileri arttırılmıştır.

2. 7129 sayılı Bankalar Kanununun 33. maddesindeki, bankaların taahhütlerine karşı bulunduracakları umumi dispoñibilitenin asgari oranı ile bankaların umumi dispoñibiliteden başka TCMB nezdinde açılacak hususi bloke hesapta nakden tesis etmekle mükellef oldukları munzam karşılık ve

<sup>50</sup> Örneğin, Kurt, Günel ve Tuğçetin (1977), 7129 sayılı Bankalar Kanunu, 2279 sayılı Ödünç Para Verme Kanunu, 11 Haziran 1930 tarih ve 1715 sayılı mülga TCMB Kanunu (1987) ve 14 Ocak 1970 tarih ve 1211 sayılı TCMB Kanunu (1988).

bunlara verilecek faiz oranlarının tayin yetkisi, Banka Kredilerini Tanzim Komitesinden alınarak, 1211 sayılı TCMB Kanununun 40-II.a maddesiyle TCMB'ye verilmiştir. Bu maddeye göre;

“Bankaların taahhütlerine karşı bulunduracakları umumi disponibilitenin asgari oranı Bankaca tespit olunur.

Bankalar yukarıdaki fıkra mucibince tesis edecekleri umumi disponibiliteden başka Banka nezdinde açılacak hususi bloke birer hesapta nakden munzam karşılık tesis etmekle mükelleftirler. Bu munzam karşılığın, Bankalar Kanununun 51. maddesinde zikri geçen aylık mevduat cetvellerinde umumi mevduattan bankalar mevduatının tenzilinden sonra kalacak bakiyeye oranı memleketin umumi iktisadi durumu göz önünde bulundurularak zaman zaman Bankaca tespit olunur.

Banka, kanuni karşılık ve bunlara verilecek faiz oranlarını, bankaların taahhütlerinin niteliğine göre farklı nispetlerde tespite yetkilidir.

Kanuni karşılık oranlarının değiştirilmesi hakkındaki kararların ne zaman yürürlüğe gireceği ve kapsamı Bankaca tespit olunur.

Bankalar aylık mevduat cetvellerine göre bu mevduatlarında vaki artışa tekabül eden munzam karşılıkları, mezkur aylık cetvellerinin verilme müddetleri içinde Bankadaki hususi hesaba yatırmak mecburiyetindedirler.

Yukarıdaki fıkra gereğince Bankaya yatırılacak munzam karşılıkların en çok % 20'si Bankaca tespit, Yüksek Planlama Kurulunca uygun mütalaa ve Bakanlar Kurulunca tasvip edilecek esaslar dairesinde Türkiye Cumhuriyeti Ziraat Bankası zirai finansmanlarına tahsis edilebilir...”

hükmü uyarınca TCMB'ye devredilmiş, ancak TCMB'ye tam bir yetki devri olmamış, aksine TCMB'ce alınacak kararların Yüksek Planlama Kurulunun uygun görüşü ve Bakanlar Kurulu Kararı ile yürürlüğe gireceği belirtilmiştir. Böylece, yeterli olmasa da, para ve kredi politikalarının daha esnek ve tek elden yürütülmesi yönünde önemli bir adım atılmıştır. Diğer yandan, 1211 Sayılı Kanunun 40. Maddesinin II. Fıkrasının Kanuni Karşılıklar başlığı altında yer alan Zirai Finansman bölümüyle ilgili kısmına göre,

TCMB'ye yatırılacak munzam karşılıkların en çok % 20'si TCMB'ce tespit, Yüksek Planlama Kurulunca uygun mütalaa ve Bakanlar Kurulunca tasvip edilecek esaslar dairesinde T.C. Ziraat Bankası zirai finansmanlarına tahsis edilebileceği hükmü ile de eski uygulama bir ölçüde devam ettirilmiştir.

**3.** TCMB'nin görev tanımı değiştirilmiş, Bankanın temel görevleri bu kanunun 4. maddesine göre;

**a)** Para ve kredi politikasını, kalkınma planları ve yıllık programlara uygun bir tarzda yürütmek,

**b)** Hükümetler müştereken milli paranın iç ve dış değerini korumak amaçlarıyla gerekli tedbirleri almak (Hükümetle müştereken Türk evrakı nakdyesinin müstakbel istikrarına matuf bütün tedbirleri ittihaz etmek),

**c)** Milli paranın hacim ve tedavülünü, bu kanun gereğince düzenlemek (İskonto fiyatını tespit ve para piyasasını ve tedavülünü tanzim etmek),

**d)** Bankalara ödünç para verme işlerini, bu kanunda yazılı sınırlar içinde yüklenmektir.

Hükümet, gerektiğinde para ve krediye ilişkin tedbirlerin alınmasında, Bankanın görüşünü alır.

Banka özellikle, bu kanun hükümlerine göre, Hükümetin mali ve ekonomik müşavirlik, mali ajanlık ve haznedarlık görevlerini ifa eder.”

1211 sayılı Kanunun temel görevleri içeren maddeleri, 1715 sayılı Kanunun aynı madde hükümlerine paralellik arz etmekle birlikte, daha detaylı bir şekilde kaleme alınmıştır. Hükümetin, para-kredi konusunda Bankanın görüşünü alması ise yeni bir hükümdür.

1211 sayılı TCMB Kanununun 40. maddesinde düzenlenmiş olan Para-Kredi Konusunda TCMB'nin görev ve yetkilerine ilişkin Hükümet Tasarısında bu maddenin gerekçeleri şöyle açıklanmıştır<sup>51</sup>: *“Para - Kredi*

<sup>51</sup> 14 Ocak 1970 tarih ve 1211 sayılı TCMB Kanununun gerekçesi, TBMM Geçici Komisyon Raporu Cumhuriyet Senatosu Mali ve İktisadi İşler Komisyonu ve Bütçe ve Plan Komisyonu Raporları.

*politikasının uygulanmasında ve kontrolünde yetki ve sorumlulukların değişik merci ve kuruluşlarda olması ve TCMB'nin sadece klasik ve mahdut kontrol imkanlarına sahip bulunması, TCMB'nin para ve kredi politikasının uygulanmasında ve kontrolünde tam etken olmasını önlemektedir. Bilhassa, para ve kredi konusunda bir takım görev ve yetkiler Banka Kredilerini Tanzim Komitesine verilmiştir. Oysa, sözü edilen Komite, kuruluş ve terekküp tarzı itibariyle ekonomik gidişi gereği gibi ve süratle takip edememektedir. Bu sebeple, gerek yetki ve sorumlulukları bir elde toplamak ve gerekse para ve kredi konusundaki uygulamanın bir mercide toplanmasını sağlamak amacıyla Komitenin görev ve yetkileri TCMB'ye devredilmiş bulunmaktadır. Gerçekten, para-kredi politikasını uygulama ve kontrol sorumluluğunu taşıması öngörülen TCMB'de bu yetkilerin toplanması, para-kredi konusunda gerekli tedbirlerin süratle alınmasını sağlayacaktır... TCMB gerek kendisine verilen görevleri yerine getirebilmek gerek bankalara verdiği reeskont kredilerinin ekonomik hedeflere göre kullanılarak kullanılmadığını tespit edebilmek için bankalardan gerekli bilgi ve belgeleri istemek yetkisine ilaveten bankalar nezdinde bu yönde incelemelerde bulunmak imkanı da verilerek, gerekli durumlarda Maliye Bakanlığına bu konularda görüş bildirmesi sağlanmıştır. Böylece, bankaların kredilerinde ve genel olarak plasmanlarında takip ettikleri politikaların yakından izlenmesi, bankaların iyi ve sağlam bir şekilde çalışmalarına yön verecektir.”*

4. Daha önce, 11 Haziran 1930 tarih ve 1715 sayılı mülga TCMB Kanununun 38. maddesine göre, TCMB'nin vereceği kredilerin maksimum vadesi üç ayken;

“Gelişmiş ülkelerde orta vadeli krediler, sınai kalkınmanın nedenlerinden birisidir. Ekonominin çeşitli alanlarında teçhizatlanma ve modernleştirme işlerinin gerçekleştirilmesinde ve dış piyasalarda rekabet edebilmek ve daha geniş bir şekilde yer alabilmek için ihracat işlerinin muhtaç olduğu finansmanların temininde de önemli bir rol oynamaktadır. Bu itibarla kalkınma devresine girmiş olan ülkemizde de gelişmekte olan sanayinin, orta vadeli krediye olan ihtiyacı arttırmış ve fakat bu alanda çalışan kredi kurumları, artan bu ihtiyaca cevap verecek hacimde mali



kaynaklarla teçhiz edilememiştir. Bir çok ticaret bankalarımız kısa vadeli kaynaklarını bu alana, vadenin uzunluğu dolayısıyla yöneltememektedir. Bu durum TCMB'nin orta vadeli kredi alanında daha aktif bir rol alması ve bu alanı takviye etmesi zaruretini doğurmuştur.”

gerekçeleriyle, ilk defa, 14 Ocak 1970 tarih ve 1211 sayılı TCMB Kanununun 46. maddesiyle orta vadeli kredi uygulaması başlatılmış, ancak, bankaların daha çok geçici kredi ihtiyacını karşılayan TCMB'nin tam bir yatırım bankası niteliğine dönüşmesinin önüne de geçmek amacıyla, orta vadeli kredisini istediği gibi genişletmesi de uygun görülmemeyerek TCMB'nin verebileceği orta vadeli kredi miktarının, sanayi ve madencilikle uğraşan firmalarla küçük sanat erbabı, esnaf ve esnaf teşekküllerinin reeskonta kabul edilen senetlerinin nominal değerleri toplamından fazla olamayacağı öngörülmüştür (Zarakolu, 1988).

5. 1211 sayılı Kanunun 4. maddesinin II numaralı paragrafında açıklanan TCMB'nin temel yetkilerinden a ve b fıkralarındaki, Bankanın banknot ihracı ve imtiyazı ve kendi işlemlerinde uygulayacağı reeskont, iskonto ve faiz hadlerini tespit yetkisi esasen mülga 1715 sayılı Kanunun 1., 49. ve 50. maddelerinde mevcuttu. Aynı paragrafın c ve d fıkralarındaki yetkiler yeni olup, bunların bir kısmı Bankalar Kanunu ile Ödünç Para Verme Kanununda, mülga Banka Kredilerini Tanzim Komitesine verilmiş olan yetkililerdir.

2279 sayılı Ödünç Para Verme Kanununun 9. maddesindeki, ödünç para verme işlerinde ve mevduat kabulünde alınacak ve verilecek azami faiz oranları ile temin edilecek sair menfaatlerin ve tahsil edilecek masrafların mahiyet ve azami hadlerinin ve mevduata vade müddetlerinin tayini ve bunların yürürlük zamanlarının tespiti yetkisi, Banka Kredilerini Tanzim Komitesinde iken, 1211 sayılı Kanunla bu yetki TCMB'ye verilmiştir. Bu yetki, mülga TCMB Kanununda olmayıp, yeni kanunla TCMB'ye verilmiştir. Buna göre, 1211 sayılı TCMB Kanununun 4. maddesinin II numaralı paragrafının c fıkrası uyarınca TCMB'ye mevduat ve kredi işlemlerinde uygulanacak en yüksek faiz oranının belirlenmesi için Yüksek Planlama Kurulu aracılığıyla Bakanlar Kuruluna öneride bulunma yetkisi verilmiştir. Ancak, 1211 sayılı

Kanunun Geçici 7. maddesi gereğince, kanunun yürürlüğe girdiği tarihte Banka Kredilerini Tanzim Komitesince alınmış olan tüm kararlar, TCMB tarafından aksine karar alınmadıkça, hüküm ifade etmeye devam etmiştir.

TCMB tarafından ödünç para verme işlerinde ve mevduat kabulünde alınacak ve verilecek azami faiz oranları ilk defa 10 Ağustos 1970 tarihinde tespit edilerek, 01 Eylül 1970 tarihinden itibaren % 11.50 olarak uygulanmaya başlanmıştır.

6. Aynı şekilde, 7129 sayılı Bankalar Kanununun 47. maddesindeki, kalkınma planları ve yıllık programların hedeflerine uygun olarak banka plasmanları üzerinde keyfiyet ve nicelik (kantitatif-kemiyet) bakımından düzenleyici tedbirleri alma ve umumi kredi hacmi ile umumi kredi hacmi içinde muhtelif kredi nevelerinin sektörler ve mevzular itibariyle tevezzüü tarzını ayarlama yetkisi, Banka Kredilerini Tanzim Komitesinden alınarak TCMB'ye verilmiştir.

Bu konuda TCMB'nin ilk tebliği 11.03.1973 tarih ve 14125 sayılı Resmi Gazete'de yayınlamış olup, bu tebliğ, bankaları, plasmanlarının % 10'unu, projeye bağlı orta vadeli kredilere tahsise mecbur bırakmıştır. Ödenmiş sermaye, ihtiyat ve mevduatları toplamı 100 milyon liranın altında olan bankalar ile T.C. Ziraat Bankası, T. Emlak Kredi Bankası, T. Halk Bankası, İller Bankası ve İstanbul Emniyet Sandığı bu zorunluluktan istisna kılınmıştır.

7. Ayrıca, 1211 sayılı TCMB Kanununun 4. maddesinin II/d fıkrasında, TCMB'nin, taksitle satış yapan kurum ve kuruluşların kredi şartlarının, mali kurumlarca yapılan yatırımların nevi ve miktarlarını ve verilen kredilerin şartlarının, özel sektöre mensup kuruluşlarca satışa çıkarılacak tahvillerin miktar, faiz ve satış şartlarının tespitine yönelik kararlar alabileceği belirtilmiştir. Buradaki sermaye piyasasını ilgilendiren yetkilerin, bu piyasayı organize edecek özel bir kanunun çıkışına kadar, mevcut mevzuattaki boşlukların, para-kredi politikasına ilişkin olumsuz etkilerini ortadan kaldırmak amacıyla TCMB'ye verilmiş olduğunu görmekteyiz.

8. 14 Ocak 1970 tarih ve 1211 sayılı TCMB Kanununun 52. maddesiyle, TCMB'ye, para arzını ve ekonominin likiditesini düzenlemek amacıyla, ilk kez açık piyasa işlemleri yapma yetkisi verilmiştir. Böylece piyasadaki para hacmi, ağır işleyen reeskont mekanizması yerine, gelişmiş ülke merkez bankalarının da etkin olarak kullandığı açık piyasa işlemleri ile hızlı bir biçimde ayarlanabileceği öngörülmüştür.

9. Bu olumlu gelişmelere karşın, 11 Haziran 1930 tarih ve 1715 sayılı mülga TCMB Kanununun 34. maddesinin 2. fıkrasına göre düzenlenmiş olan HKVA limitinin gelişimi ise; 24 Haziran 1938 tarih ve 3492 sayılı Kanunla 34. maddeye eklenen fıkrayla, TCMB'nin, miktarı sermayesiyle ihtiyat akçeleri toplamının % 50'siyle HKVA limiti belirlenmiş; 27.04.1955 tarih ve 6544 sayılı Kanunla bu hesabın bütçe ile ilk kez ilişkisi kurularak, hesabın limiti cari yıl bütçe giderleri toplamının % 15'ine çıkarılmış; 24.02.1961 tarih ve 260 sayılı Kanunla ilgili limit hem % 5'e indirilmiş hem de mali yıl sonunda kapatılır kaydı konmuştur. Ayrıca, 29.04.1965 tarih ve 583 sayılı Kanunla oran % 10'a çıkarılmış, mali yıl sonunda kapatılması kaydı da kaldırılmış ve 1969 yılı Bütçe Kanunu ile de bu oran % 12'ye çıkarılmıştır. 14 Ocak 1970 tarih ve 1211 sayılı TCMB Kanununun 50. maddesindeki hüküm ile bu oran tekrar % 15'e yükseltilmiş, böylece TCMB'nin kamuya kaynak kullandırma imkanı artırılmıştır.

Yukarıdaki 2. maddede genel hatlarını açıkladığımız kanuni karşılıklar uygulamasının "mevduat karşılıkları" bölümünün tarihsel süreç içinde değişimi ise aşağıda açıklandığı gibi gelişmiştir.

14 Ocak 1970 tarih ve 1211 sayılı TCMB Kanununun 40. maddesinin II-a fıkrasının ikinci ve müteakip bendlerinde, bankaların umumi dispo­nibiliteden başka, TCMB nezdinde açılacak hususi bloke hesaplarda nakden tesis edecekleri munzam mevduat karşılıkları ile ilgili hükümler karara bağlanmıştır. Türkiye'de ilk olarak 30.05.1933 tarih ve 2243 sayılı Mevduatı Koruma Kanununun munzam mevduat karşılıklarına ilişkin 8. maddesi<sup>52</sup>

<sup>52</sup> Bu maddeye göre; Bankalar vadeli, vadesiz ve ihbara tabi tasarruf mevduatının karşılığını teşkil etmek üzere belirlenen oranlarda kasalarında karşılık ihtiyat bulundurmaya mecburdurlar. Vadesiz veya en çok bir ay vadeli ihbara tabi mevduat için % 20; bir aydan ziyade veya bir seneden az vadeli veya bu müddetle ihbara tabi mevduat için % 20 ve bir sene veya daha ziyade vadeli veya bu müddetle ihbara tabi mevduat için % 10 olarak saptanmıştır.

hükümü ile mevduat karşılıkları tesis edilmişti. Yürürlüğe giren yeni kanunda; 7129 sayılı Bankalar Kanununun 33. maddesinin aksine vadeli-vadesiz mevduat ayırımı yapılmadığı gibi, karşılık oranlarının alt-üst limitleri de belirtilmemiştir. Ayrıca, karşılık oranlarının değiştirilmesi durumunda, yeni oranların hangi tarihten itibaren geçerli olacağı hususunda TCMB'ye hareket serbestisi tanınmıştır. 26.02.1974 tarih ve 1789 sayılı 1974 Mali Yılı Geçici Bütçe Kanununun 11. maddesi, 1211 sayılı TCMB Kanununun 40. maddesi gereğince birikmiş bulunan mevduat karşılıkları ile ilgili olarak yeni bir hüküm getirmiştir. Madde aynen şöyledir: *"Madde 11 – Maliye Bakanı, 14.01.1970 tarihli ve 1211 sayılı Kanunun 40. maddesi gereğince birikmiş bulunan meblağın % 50'sine kadar olan miktarını, Kamu İktisadi Teşebbüslerinin Yatırım ve Finansman Programlarına göre yapacakları yatırımların finansmanı ile işletme kredi ihtiyaçlarını sağlamak amacıyla, kurulacak özel fona aktarmaya yetkilidir. Devlet Yatırım Bankası nezdinde kurulacak bu fonun ikraz ve istikraz şartları Maliye Bakanı tarafından tespit olunur. Özel fon Maliye Bakanlığı tarafından idare edilir."*<sup>53</sup> 07.08.1970 tarih ve 7/110 sayılı Bakanlar Kurulu Kararıyla TCMB'ye yatırılan mevduat karşılıklarından, vadesiz ve 1 yıla kadar vadeli olanlara % 4 ve bir yıldan uzun vadeli (bir yıl dahil) olanlara ise % 6.5 faiz tahakkuk ettirilmiştir. 10.02.1973 tarih ve 7/5823 sayılı ve 26.08.1974 tarih ve 7/8809 sayılı Bakanlar Kurulu Kararnameleriyle bu oranlar sırasıyla % 4 - % 7 ve % 4.5 - % 7.5 olarak saptanmıştır. Bankaların sahip oldukları mevduat kaynaklarından, kalkınma planları, yıllık programlar veya teşvik kanunlarında belirtilecek sektörlere orta vadeli kredi tahsis edip, kendi imkanlarından kullanıracakları miktarlara tekabül eden kısmı için vadeli ve vadesiz mevduat munzam karşılığı olarak 10.02.1973 tarih, 7/5824 sayılı Kararname ile tespit olunan % 20 oranı, 28.08.1974 tarih, 7/8801 sayılı Kararname ile % 5'e ve 28.05.1975 tarih, 7/10058 sayılı Kararname ile sığır indirilmiştir.

1970'li yılları, para politikası açısından iyi başlayan ancak, dışsal şokların da etkisi ile ülkenin gelecek 30 yılına damgasını vuracak olan makroekonomik dengesizliklerin, yüksek enflasyonun başladığı, parasal

<sup>53</sup> Aynı hüküm 30.05.1974 tarihli, 1823 sayılı 1974 yılı Bütçe Kanununda da 70. madde olarak yer almıştır. 11. madde Anayasa Mahkemesinin 22.05.1974 gün, Esas 1974/9, Karar 1974, 22 sayılı Kararı ile; 70. madde de 21.11.1974 gün, Esas 1974/26, Karar 1974/48 sayılı kararı ile Anayasa'ya aykırı görülerek iptal edilmiştir.

kontrolün sağlanamadığı dönem olarak adlandırmak mümkündür. Nitekim bu durum, temel makroekonomik göstergelerin yer aldığı aşağıdaki Tablo 3.9.'da da net bir şekilde görülmektedir.

**TABLO 3.9. 1970 - 1980 DÖNEMİ TEMEL EKONOMİK GÖSTERGELER**

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	Ortalama
Büyüme (%) <sup>1</sup>	4.4	7.0	9.2	4.9	3.3	6.1	9.0	3.0	1.2	-0.5	-2.8	<b>4.1</b>
Enflasyon (%) <sup>2</sup>	11.8	21.8	15.3	15.8	15.4	19.0	16.4	22.5	53.3	62	101.4	<b>32.2</b>
Emisyon Artışı (%) <sup>3</sup>	26.8	22.4	17.7	26.3	29.7	24.6	27.2	49.6	45.9	60.9	52.4	<b>34.9</b>
1 ABD Doları (TL) <sup>4</sup>	15.15	14.30	14.30	14.28	14.13	15.30	16.83	19.64	25.50	35.70	91.04	<b>25.11</b>
Kısa Vadeli Reeskont Faizi <sup>5</sup>	7.5-9	9	9	9-8-8.75	8.75-9	9	9	9	9-10	10-10.75	10.75-14-26	<b>9.8</b>
İhracat Değeri <sup>6</sup> (Milyon ABD \$)	588.5	676.6	885.0	1,317.1	1,532.2	1,401.1	1,960.2	1,753.0	2,288.2	2,261.2	2,910.1	<b>1,597.6</b>
İthalat Değeri <sup>7</sup> (Milyon ABD \$)	947.6	1,170.8	1,562.6	2,086.2	3,777.6	4,738.6	5,128.6	5,796.3	4,599.0	5,069.4	7,909.4	<b>3,889.6</b>
Dış Ticaret Dengesi <sup>8</sup> (Milyon ABD \$)	-359.1	-494.2	-677.6	-769.1	-2,245.4	-3,337.5	-3,168.4	-4,043.3	-2,310.9	-2,808.3	-4,999.3	<b>-2,292.1</b>

1) 1970-1980 dönemi 1987 fiyatlarıyla.

2) 1970-1980 dönemi enflasyon rakamları 1963=100'e göre HDTM'ye ait 12 aylık ortalamalara göre TÜFE verileridir.

3) Yılların itibarıyla.

4) Yılların itibarıyla döviz satış kurları.

5) Kısa ve orta vadeli kredi işlemlerine uygulanan en yüksek faiz oranlarıdır. Bankamızca, sektör ve firma bazında bu oranların altında değişik tercihtli faiz oranları da uygulanmıştır.

6) Yılların itibarıyla milyon ABD Doları ve FOB.

7) Yılların itibarıyla milyon ABD Doları ve CIF.

8) Yılların itibarıyla milyon ABD Doları.

Kaynak: TCMB, HM, DİE, DPT ve MB

Tablo 3.9.'dan da görüleceği üzere, 1970'li yılların başından itibaren enflasyon oranı çift hanelere çıkmış, ancak istikrarlı bir seyir izlemiş, 1970'li yılların ikinci yarısından başlayarak hızla kontrolden çıkarak 1980 yılında % 101,4 seviyesine yükselmiştir. Böylece, 1970'lerdeki ortalama enflasyon oranı % 32,2 seviyesinde gerçekleşmiştir. Diğer yandan, ekonomik büyüme 1970'lerin ilk yarısında normalken, 1970'lerin ikinci yarısında hızla gerilemiş, 1970'lerin ortalama büyümesi % 4,1 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu dönemde, parasal genişleme enflasyondaki artışın temel nedenlerden birini teşkil etmiş, emisyon hacmi yıllık ortalama % 34,9 artış göstermiştir.

Bu dönemin diğer bir özelliği, 1950'lerdeki gibi negatif reel faiz politikasının yürütülmesi olmuştur. Artan parasal genişleme ve enflasyon eğilimine karşın TCMB faizleri 1978 yılına kadar % 7,5 - % 10 aralığında bırakılmış, ancak 1979 - 80 döneminde çok sınırlı bir artış göstermiştir. 1970'li yılların ortalama TCMB faiz oranı % 10 civarındadır. Dolayısıyla, ortalama enflasyon oranının % 32,2 olduğu dikkate alındığında, 1970'li yılların ortalama reel faizi eksi (-) % 17 civarındadır. Bu politika gelişmekte olan sanayi yatırımlarının teşvikini sağlamışsa da, parasal ve reel sektör arasındaki dengenin oluşmasını engellemiştir. Yani tasarrufların bankalarda toplanmaması, kredi talebinin gerçek fiyatı üzerinden belirlenmemesi ve

döviz fiyatlarının da merkezi otorite tarafından belirlenmesi, piyasalardaki dengelerin gerçekleşmesine engel olmuştur (Akdiş, 2001). Aşağıda değinildiği üzere, TCMB 1970'li yıllarda parasal kontrolü faiz oranları ile değil, kredi tayinlaması yolu ile yapmaya çalışmıştır. Aksi halde, böylesine reel faizlerin olduğu bir ortamda parasal kontrolün tamamen kontrolden çıkacağı açıktır.

10 Ağustos 1970 devalüasyonunun ihracatı arttırması, ithalat olanaklarını genişletmesi, işçi dövizini gelirlerini yükseltmesi gibi olumlu etkilerinin yanı sıra, bir yandan devalüasyonun ithalatı pahalandırması, çimento, akaryakıt, elektrik, su, demir, kömür, kağıt, bakır, PTT hizmetleri gibi temel hammadde ve hizmetlere zam yapılması, taban fiyatlarında ve işçi ücretlerinde üretimdeki verimliliği aşan yükselmeler, maliyetleri olumsuz (arttırıcı) yönde etkilemiştir. Ayrıca, 1970 Devlet Personel Kanunu ile memurların, toplu sözleşmelerle ve rekor düzeye ulaşan işçi dövizleri ile işçi ailelerinin, destekleme fiyatlarının arttırılmasıyla çiftçi gelirlerinin yükseltilmesi talebi arttırmış ve ekonomi yeniden hızlı bir enflasyon sürecine girmiştir. Bu gelişmeler sürerken, 1973 sonuyla beraber ham petrol fiyatlarında başlatılan hızlı artışlar, buna bağlı olarak Batılı sanayi ülkelerinden ithal ettiğimiz sanayi malları fiyatlarını yükseltmeleri ticaret hadlerini ülkemiz aleyhine dönmesine sebep olmuştur. Bir yandan döviz darboğazı ve elektrik kısıntılarının etkisi ile sanayi üretimi daralırken, diğer yandan artan Devlet Bütçesi ile kamu iktisadi teşebbüslerinin finansman açıklarının, tarımda destekleme alımlarının TCMB kaynakları ile finanse edilmesi enflasyonu hızlandırmıştır (Zarakolu, 1988).

Birinci petrol şoku gelişmiş batılı ülke ekonomilerini deflasyona sokarken, Türkiye'nin de içinde yer aldığı bir grup gelişmekte olan ülke ekonomisi olumsuz petrol şokunun yarattığı ekonomik sorunların çözümünü daha uzun bir döneme yaymaya çalışmışlardır. Petrol fiyatlarının hızla yükselmesiyle, Türkiye'nin ödemeler dengesi sorunsalının çözümü daha da güçleşmiştir. 1978 yılına kadar Türkiye dış ödeme açıklarını, rezerv hareketleri ve kısa vadeli borçlanmalarla finanse etmeye çalışarak, petrol şokunun gerektirdiği uyarılma mekanizmasını olabildiğince uzatmayı amaçlamıştır. Ancak, petrol şokunun olumsuz etkisiyle kısa vadeli dış borç yükü hızla artmış ve dış ticaret dengesi hem ihracatta yaşanan olumsuzluklar

hem de ithalat rakamlarında gözlenen hızlı artışlar sonucunda iyice bozulmuştur. Böylece hızla değişen ve gelişen Dünya ekonomik konjonktürüne Türkiye ekonomisinin entegre olabilmesi amacıyla, 1978 yılıyla birlikte ekonomik istikrar amaçlı önlem paketleri uygulanmaya başlanmıştır. Ancak, gerçekleştirilmeye çalışılan uyarlama mekanizması, ne ihracatta artış sağlayabilmiş ne de dış kaynak bulma çabalarını kolaylaştırabilmiş, dış ödeme açığını yalnızca ithalatın kısılması yoluyla azaltmaya çalışmıştır. İthalatın kısılması ise bir yandan temel hedefi dış ödemeler dengesinin sağlanması ve dışa olan bağımlılığın azaltılması olan ithal ikameci sanayileşme politikası çerçevesinde sanayi üretiminin gerilemesine, diğer yandan da ara girdi ve yatırım malları ithal edilemediğinden yatırımların hızla düşmesine ve dolayısıyla işsizliğin artmasına yol açmıştır. Ayrıca bu dönemde, KİT'lerin finansman ihtiyaçlarının giderek büyümesi, yetersiz vergi gelirlerinin iyileştirilememesi, düşük rekabet gücünün varlığını sürdürmesi ve fiyatlar genel seviyesinin devamlı artması gibi diğer temel makroekonomik sorunlar da klasik istikrar programlarıyla çözülememiştir. Sonuçta, Türkiye ekonomisi, özellikle 1970'lerdeki iki büyük petrol fiyatı şokunun ve uygulanan tutarsız para ve maliye politikalarının etkisiyle girdiği derin ödemeler dengesi krizi sonucunda ciddi üretim gerilemeleri ve giderek hızlanan bir enflasyon olgusuyla karşı karşıya kalmıştır (Kibritçioğlu, 2001).

10 Ağustos 1970 tarihli TPKK Hakkında 18 sayılı Karar ile TL'nin ABD Dolarına göre paritesi % 66.6 oranında düşürülerek bazı istisnalarla (ihraç malları, işçi ve seyahat dövizleri) 9 TL iken 15 TL olarak saptanmıştır. Yapılan bu devalüasyonun amacı ithalat talebini kısmak ve ihraç mallarımızın dış piyasalardaki rekabet gücünü yükseltmek olmuştur. Ayrıca devalüasyonun, o zamana kadar bir kısmı resmi yollarla yurda girmeyen turizm gelirlerini ve işçi dövizlerini artırıcı yönde etkileyeceği de göz önünde tutulmuştur. 18 Aralık 1971'de ise uluslararası para bunalımı sonucu ABD Dolarının devalüe edilmesi ve bazı ülke paralarının değerlerinde değişiklikler yapılması nedeniyle TL'nin USD karşısındaki değeri 1 \$ = 14 TL olacak şekilde yeniden saptanmıştır. 1974 yılında 1 \$ = 14 TL merkezi kuru sürdürülmüş, bu arada uluslararası kambiyo kurları arasındaki uyumun sağlanabilmesi amacıyla, IMF tarafından konulan kurallara uygun yeni

tedbirler uygulamaya konmuştur. IMF kuralına göre, bir ülkenin milli parası ile diğer üye ülkelerin milli paraları arasındaki kurlardan herhangi iki alış veya iki satış kuru arasında maksimum % 2'lik fark olması gerektiği açıklanmıştır. Eğer, herhangi bir üye ülkenin milli parası uluslararası piyasalarda değer kazanır veya kaybederse ve diğer üye ülkelerin milli paralarıyla arasındaki kur farkları da % 2'yi aşmışsa, otomatik olarak bu kurların ayarlanmasını gerektirmiştir. Bu nedenle kurlar, 1976'da üç kez, 1977'de iki kez ayarlanmıştır. 01.03.1978 tarihinde yürürlüğe konulan 16 sayılı Maliye Bakanlığı Tebliği ile 1 ABD Dolarının değerinin 25 TL'ye yükseltilmesi üzerine, TCMB tarafından kurlar değiştirilmiş ve yıl içinde altı kez daha kurlar ayarlanmıştır. 10.04.1979 tarihinde yine Maliye Bakanlığı tarafından yayımlanan tebliğ ile 1 ABD Dolarının değerinin 26.50 TL'ye yükseltilmesiyle TCMB bazı döviz ve efektif kurlarını değiştirmiştir. Dış piyasalardaki gelişmeler göz önüne alınarak yıl içinde 2 kez daha kur ayarlaması yapılmıştır (Velioğlu ve Saraççı, 1997).

1970'li yıllarda, ülkemizde ithal kotaları, gümrük resimleri ve katlı kur uygulamasına dayalı korumacı bir dış ticaret politikası ve sıkı kambiyo kontrol rejimi uygulanmış ve Türk lirasını aşırı değerlendiren sabit bir kur politikası izlenmiş, ödemeler dengesi darboğazları nedeniyle Türk lirası sık sık devalüe edilmek zorunda kalmıştır.

Yukarıda genel çerçevesi verilen ekonomik gelişmeler ve uygulanan para politikalarının TCMB bilançosuna yansımaları aşağıdaki Tablo 3.10.'da gösterilmektedir.



**TABLO 3.10. 1970 - 1980 DÖNEMİ TCMB BİLANÇO GELİŞMELERİ (MİLYAR TL)**

	1970	1980	DEĞİŞİM		1970	1980	DEĞİŞİM
<b>Varlıklar</b>	<b>32.4</b>	<b>1,385.8</b>	<b>1,353.4</b>	<b>Yükümlülükler</b>	<b>32.4</b>	<b>1,385.8</b>	<b>1,353.4</b>
<b>I. Altın Mevcudu</b>	1.8	13.8	<b>12.0</b>	<b>I. Sermaye</b>	0.025	0.025	<b>0.0</b>
<b>II. Ufaklık para</b>	0.1	0.0	<b>(0.1)</b>	<b>II. Tedavüldeki Banknotlar</b>	13.9	278.6	<b>264.7</b>
<b>III. Dahildeki Muhabirler</b>	0.0	0.1	<b>0.0</b>	<b>III. Mevduat</b>	7.7	266.9	<b>259.2</b>
<b>IV. Krediler</b>	15.2	655.2	<b>640.0</b>	A - Resmî Mevduat	0.7	51.7	<b>51.0</b>
Kamu Kurumları	8.1	414.5	<b>406.4</b>	B - Bankalar	5.4	158.1	<b>152.7</b>
A - Hazineye Kısa Vadeli Avans	4.4	188.7	<b>184.4</b>	a - Toplam Bankalar Mevduatı	0.0	2.0	<b>2.0</b>
B - Hazine Kefaletini Haiz Bonolar (KİT'lere)	2.9	197.5	<b>194.6</b>	b - Mevduat Karşılıkları (1211 S.K. Mad. 40)	4.3	137.2	<b>132.9</b>
C - Avanslar (Tahvil-Ticari Senetler+Altın ve Döviz üzerine)	0.8	21.1	<b>20.2</b>	C - Muhtelif	0.2	17.8	<b>17.6</b>
D - Mevduat Karşılıklarından Özel Finansman (1789 S.K. Mad. 11 ve 1823 S.K. Mad. 70)		7.2	<b>7.2</b>	D - Milletlerarası Müesseseler ve Dış Yardım Karşılıkları	1.4	39.2	<b>37.8</b>
Bankalar	4.9	148.0	<b>143.1</b>	<b>III. Altın Alacaklıları (Hazine)</b>		0.0	<b>0.0</b>
A - Tarım ve Ticari Senetler	3.9	93.1	<b>89.2</b>	<b>IV. Döviz Taahhütleri (Konvertibl)</b>	0.2	22.7	<b>22.5</b>
B - Tahvil Üzerine Avans	0.0	15.4	<b>15.4</b>	<b>V. Muhtelif</b>	10.5	817.6	<b>807.1</b>
C - Orta Vadeli Krediler (Sinai)		10.8	<b>10.8</b>	a - Ödenecek Senet ve Havaletler	0.0	0.4	<b>0.4</b>
D - Özel İhracat Fonu Finansmanı		5.7	<b>5.7</b>	b - Muhtelif Karşılıkları (Akreditif ve İç İstikraz Karş.)	0.0	0.8	<b>0.8</b>
E - Mevduat Karşılıklarından Tarımsal Finansman (1211 S.K. Mad. 40)	0.6	23.0	<b>22.3</b>	c - Muhtelif Mahiyette Depozitolar	2.0	99.9	<b>97.9</b>
Tarım Kooperatifleri (T.C. Ziraat Bankası)	2.3	92.7	<b>90.4</b>	d - Döviz	6.8	616.1	<b>609.3</b>
<b>V. Menkul Değerler Cüzdanı</b>	0.1	0.1	<b>(0.0)</b>	Hariçteki Muhabirler	0.2	4.1	<b>4.0</b>
<b>VI. Döviz Borçluları (Konvertibl-1970)</b>	4.3	96.2	<b>91.8</b>	Diğer Döviz Hesapları	6.6	611.9	<b>605.3</b>
<b>VII. İtfaya Tabi Hesaplar</b>	5.8	331.0	<b>325.2</b>	e - Sair Hesaplar	0.6	89.3	<b>88.7</b>
<b>VIII. Muhtelif</b>	5.1	289.4	<b>284.3</b>				
a - Altın	0.0	0.4	<b>0.4</b>				
b - Döviz	2.0	159.9	<b>158.0</b>				
Hariçteki Muhabirler	0.2	30.0	<b>29.8</b>				
Diğer Döviz Hesapları	1.8	130.0	<b>128.2</b>				
c - Dahildeki Hususi Bankalarla yapılan röpor muameleleri	0.1		<b>(0.1)</b>				
d - Sair Hesaplar	3.0	129.1	<b>126.0</b>				

Kaynak: 1970 ve 1980 Yılları TCMB Yıllık Raporları. Bu dönemde kümülatif enflasyon % 1,680.7'dir.

1970 – 80 döneminde TCMB bilanço gelişmeleri incelendiğinde iki temel gelişme ile karşılaşmaktayız. Bunlardan ilki bilançonun hızla büyümesi, ikincisi ise büyümenin asıl kaynağının TCMB'nin döviz varlığını artırmayan döviz yükümlülüklerinden kaynaklanması, diğer bir ifade ile TCMB'nin döviz cinsi mevduat toplayarak ya da borçlanarak ödemeler dengesini finanse etmeye başlamasıdır.

1970 – 1980 döneminde TCMB yükümlülükleri 1.353,4 milyar lira artmış, yüksek enflasyon nedeniyle artık 10 yıl önceki bilanço ile karşılaştırma yapma olanağı iyice ortadan kalkmıştır. Yükümlülüklerdeki bu artışın en büyük kaynağını 605,3 milyar lira ile işçi DTH'larını da içeren döviz yükümlülüklerindeki artış oluşturmuştur.

Yurtdışında yaşayan Türk işçilerinin yabancı para birikimlerinin Türkiye'ye transferini teşvik etmek, ödemeler dengesinde dış ticaret açığına yol açan ithalatın finansmanı için dış kaynak sağlayarak kısa vadeli döviz sıkıntısını gidermek, döviz rezervlerini artırarak döviz darboğazını aşmaya yardımcı olması amacıyla, 1976 yılında Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesabı (KMDTH) enstrümanı geliştirilmiştir. Bu sistemde maksimum miktarda tasarrufu ülkeye çekebilmek için Alman bankalarından Dresdner Bank AG ile özel bir anlaşma yapılmıştır. Bu yolla Türk işçilerine, kambiyo senedi mahiyetinde olmayan, temlik ve ciro edilemeyen, ancak Dresdner Bank AG'den para çekme imkanı veren Kredi Mektupları düzenlenmiştir. Uluslararası piyasalardaki alternatif yatırım araçlarıyla kıyaslandığında daha yüksek getirilere sahip olması ve TCMB güvencesinin varlığı, yıllar itibariyle yurtdışındaki işçilerimizin yatırımlarını bu yönde değerlendirmelerine neden olmuş ve TCMB nezdindeki hesabın büyüklüğü sürekli artış kaydetmiştir. Bu hesaplara ödenen yüksek faizler Türkiye ekonomisi için ciddi bir maliyet oluştursa da, tarihsel süreçte rezerv ihtiyacımızın karşılanmasında önemli rol oynamışlar, hala (2005 yılında dahi) TCMB rezervlerinin en önemli kısmını oluşturmaktadır. Ancak, bir merkez bankasının herhangi bir mevduat bankası gibi hem mevduat toplaması hem de sahip olduğu kredibiliteye rağmen oldukça yüksek faiz ödemesi pek yaygın bir uygulama değildir.

İşçi DTH'larının Türkiye'ye ekonomisine getirdiği yüksek faiz maliyetine karşın, tarihsel perspektif içinde rezervlerin en önemli kaynağını oluşturmuş ve zaman zaman ödenen olağanüstü yüksek faizlere rağmen TCMB para politikası etkinliğinin mümkün olduğunca sürdürülebilirliğinde belirleyici rol oynamıştır. Türkiye'de işçi DTH'larının gelişimi hiç bir zaman sıcak para niteliğindeki döviz kaynağı olmamış, krizlerde ve piyasalardaki aşırı dalgalanmalar esnasında önemli azalışlar göstermemiştir. Bu çerçevede, işçi DTH'larını, TCMB'nin TL karşılığı oluşturduğu rezervler kadar olmasa da, güvenli bir rezerv kaynağı olmuştur (Seyfi, 2005).

Yükümlülükleri artıran ve gerçek parasal genişleme sağlayan iki kalem ise 264,7 milyar liralık artışla emisyon hacmi artışı ve zorunlu karşılıkları da içeren 259,2 milyar liralık mevduat artışıdır.

Buna karşın varlıklar tarafındaki, diğer bir deyişle parasal genişlemeyi yaratan en önemli artışlar 640,0 milyar lira ile kredilerde gerçekleşmiştir. Alt kalemler itibari ile bakıldığında krediler kalemindeki en büyük artış, 406,4 milyar lira ile doğrudan kamu kurumları kredilerinde gerçekleşmiştir. Bu dönemde TCMB hem 184,4 milyar TL Hazineye kısa vadeli avans kullanırmış, hem de KİT'lere 194,6 milyar liralık doğrudan kredi vermiştir. Dolayısıyla, 1970'li yıllarda parasal genişleme hemen hemen tamamen kamu kredilerinden kaynaklanmıştır.

Ayrıca bu dönemde TCMB'nin özel sektöre de kredi kullandığını görmekle birlikte bu kredilerin tarım sektöründe yoğunlaştığını izlemekteyiz. Diğer yandan, önceki dönemler itibariyle alışkın olduğumuz üzere, Kamunun TCMB'ye ödenmeyen borçlarını gösteren İtfaya Tabi Hesaplar kalemi yine yüksek bir artış göstererek 331 milyar liraya ulaşmıştır. Bu hesabın dökümü ilginç bilgiler vermektedir.

a) Tahkim olunan Merkez Bankası alacakları karşılığı Hazine Tahvilleri (154, 1902 ve 2143 sayılı Kanunlar),

i) 154 sayılı Kanunla tahkim olunan alacaklar karşılığı Hazine tahvilleri, 3 Ekim 1963 tarih ve 347 sayılı Kanun gereğince ilk taksiti 2. Beş Yıllık Kalkınma Planının sonunda başlamak üzere, binde 0.5 faizle altışar aylık taksitler halinde Hazine tarafından 100 yılda ödenecektir. Ancak, 1980 yılında bu hesaba gerek anapara, gerek faiz olarak herhangi bir ödeme yapılmayacağı hususu 1980 mali yılına ait 2298 sayılı 1980 yılı Bütçe Kanununun 65. maddesinde belirtilmiştir. TCMB'nin bu alacağının tutarı 5,2 milyar liradır ve 1970 yılından kalmadır.

ii) 22.05.1975 tarih ve 1902 Sayılı Kanunun 1. ve 6. maddeleri gereğince Kamu İktisadi Teşebbüslerinden, TMO, Sümerbank, Türkiye Şeker Fabrikaları A.Ş., T.C. Ziraat Bankası (Tarım Satış Kooperatifleri Birlikleri ve Tarım Kredi Kooperatifleri) ile Tekel Genel Müdürlüğü'nün 31.12.1974 tarihi itibariyle TCMB'ye olan borçlarından akışkanlığını yitirmiş olup, 100 yıl vadeli faizsiz tahvil karşılığında Hazineye devredilen 14,3 milyar lirayı göstermektedir.

iii) T.C. Ziraat Bankasının Tarım Satış Kooperatifleri Birlikleri için 1974 – 1975 yıllarında TCMB'den sağlamış bulunduğu 5,9 milyar liralık tarımsal destekleme kredilerinin 2143 sayılı 1978 yılı Bütçe Kanununun 69. maddesi gereğince tahkime tabi tutulması nedeniyle Hazineden alınan 100 yıl vadeli, faizsiz Hazine tahvillerini göstermektedir.

b) ve c) diğer tahkimlerden kaynaklanan ufak rakamlar ve

d) 1211 Sayılı Kanunun 61. maddesi gereğince Değerlendirme Farkı, 18 sayılı Karara, Bakanlar Kurulunun 20.06.1973 tarih 7/6577 sayılı ve 24.01.1980 8/167 sayılı Kararları ile Maliye Bakanlığına verilen yetkiye ve TCMB Kanununun 22. maddesinin 5. fıkrası gereğince, Türk Parasında 1970, 1976, 1977, 1978, 1979 ve 1980 yıllarında yapılan kur değişikliklerine paralel olarak, TCMB'nin altın ve döviz mevcut ve açıklarının yeniden değerlendirilmesi sonunda oluşan kur farkları olup, Maliye Bakanlığı ile yapılan protokoller gereğince gelecek yıllarda itfa olunacak bu hesabın yıl sonu bakiyesi 305,2 milyar liradır.

Görüldüğü üzere, İtfaya Tabi Hesaplar kaleminin niteliği 1970'li yıllarda önemli ölçüde farklılaşmış, TCMB'nin döviz cinsi borçlanarak ödemeler dengesi açıklarını finanse etmek amacıyla döviz yükümlülüklerini artırarak elde ettiği kaynakları asıl olarak ithalatın finansmanında kullanmaya başlaması TCMB'nin kur farklarından kaynaklanan zararları önemli ölçüde üstlenmeye başlamıştır. Bu dönemde, TCMB'nin donuklaşan kamu kredileri tutarının geçmiş dönemlere göre azaldığı izlenmektedir.

### **3.2.6. 1980 – 1987 Dönemi**

1980 yılı, gerek para politikası uygulamaları ve gerekse genel ekonomik anlayış açısından Türkiye'nin geleceğine damgasını vuracak olan bir dönem olmuştur. Daha önceki bölümlerde görüldüğü üzere, Türkiye 1950 – 1980 döneminde kapalı ekonomi anlayışı ile ekonomi politikalarını oluşturmuş, kamu harcamaları ile iç talep yüksek tutulmuş, kamu açıkları TCMB kaynakları kullanılarak finanse edilmiş, sabit kur rejimi uygulanmış, özellikle 1960 sonrası ithal ikameci bir büyüme stratejisi uygulanmış ancak

her 10 yıl sonunda, enflasyon yükseliş eğilimine girmiş, ekonomik büyüme yavaşlamış, ülke ödemeler dengesi krizi ile karşılaşarak yüksek oranlı devalüasyonlar yapılmıştır. Her 10 yıl sonunda da, 1960 ve 1970’te olduğu gibi, yine ortak özellik olarak, para politikasının etkinleştirilmesi amacıyla TCMB yasası gözden geçirilmiş, TCMB’nin yetkileri artırılmış, ancak ilerleyen dönemde de tekrar TCMB kaynakları yoğun olarak kamu açıklarının finansmanı amacıyla kullanılmaya başlanmıştır.

Türkiye 1980 yılına yüksek enflasyon, petrol ve enerji yetersizliği, dövizin bulunmaması nedeniyle ithalat tıkanıklıkları, düşük ekonomik büyüme, dış borçların ödenememesi ve sonuçta tam bir ödemeler dengesi krizi ile girmiş, sorunların çözümü için çok köklü reformlara ihtiyaç duymuştur. Ancak bu defa, krizi aşmaya yönelik önlemler 1980 yılına kadar uygulanan politikalarda ve ekonomi anlayışında köklü değişiklikler getirmiştir. Bu amaçla, 24 – 25 Ocak Kararları olarak tarihe geçecek olan ekonomik istikrar tedbirleri alınmıştır. Bu tedbirlerin başında; fiyatların piyasa mekanizması çerçevesinde oluşması amacıyla fiyat kontrollerinin kaldırılması, ithal ikameci dış ticaret politikalarından dışa açık dış ticaret politikasına geçiş, diğer bir deyişle, dış ticaretin liberalleştirilmesi, esnek kur rejimine geçiş ve finansal sistemin liberalleştirilmesi, daha açık bir ifadeyle tasarruf eğiliminin artırılması amacıyla eksi reel faiz politikasından vazgeçilerek bankacılık sistemi mevduat ve kredi faizlerinin serbest bırakılması gelmektedir. 24 – 25 Ocak 1980 Kararları olarak tarihe geçecek olan kararların temel amaçları;

- Ekonomide tüketim harcamalarını kısarak tasarrufları artırmak,
- Enflasyonun kontrol altına alınabilmesi için sıkı para ve kredi politikası titizlikle uygulanarak, kamu sektörünün finansman açığı zamanla ortadan kaldırılması ve Hazine’nin TCMB’den borçlanmasının sınırlandırılması,
- Tasarrufların artırılması ve bankacılık sisteminde toplanmasını sağlamak için gerçekçi bir faiz politikası uygulanması,
- Bir yandan bankaların ödünç verilebilir fonlarını genişleterek, diğer yandan yüksek faiz politikası ile kredi istemini daraltarak fon arz ve talep dengesinin kurulması,

- Finansman açığının kapatılması ve yatırımların istihdam artırıcı şekilde yeniden hızlandırılması bakımından özel ve yabancı sermayenin teşvik edilmesi,
- İhracatın hızla artırılması için gerçekçi ve esnek bir kur politikası uygulanması ve
- Fonların özendirilen sektörlere akmasının hızlandırılması,

olarak sıralanabilir (Akdiş, 2001 ve Keyder, 2002). Bu amaçla, gerçekçi ve esnek kur politikasına geçilerek, Türk lirası % 48.6 oranında devalüe edilmiş, kur 47 liradan, 70 liraya çıkarılmıştır. Katlı kur uygulamasına (gübre ve tarım ilaçları haricinde) son verilmiştir.

1980'li yıllarda yeni ekonomik anlayışa uygun olarak TCMB Kanununda da bazı değişiklikler yapıldığını görmekteyiz. Bunların önemlileri aşağıda özetlenmiştir.

2810 sayılı Yetki Kanununa dayanılarak 1211 sayılı TCMB Kanununun bazı maddeleri 06.10.1983 tarih ve 92 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile değiştirilmiştir. Buna göre;

1) 1211 sayılı Kanunda TCMB'nin temel görev ve yetkilerini belirleyen 4. maddenin bazı bentlerinde değişiklikler ve bu maddeye bazı bentler eklemektedir.

Maddenin 1. paragrafına eklenen (e) bendi ile açık piyasa işlemleri yapmak, (f) bendi ile 70 sayılı Kanun Hükmünde Kararnameye paralel olarak mevduatta vadeyi ve mevduat türlerini tayin etmek, (h) bendi ile altın ve döviz rezervlerini hükümet politikasına uygun olarak yönetmek, (ı) bendi ile borsada döviz ve kıymetli madenler üzerine işlem yapmak, (j) bendi ile 70 sayılı Kanun Hükmünde Kararname uyarınca Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'nu idare ve temsil etmek, TCMB'nin temel görevleri arasına alınmıştır. Diğer taraftan, TCMB'nin başlıca müşavirlik görevleri arasında bulunan, milli para ile altın ve yabancı paralar arasındaki muadeleti tayinde mütalaa verme

görevi, günlük kur ayarlamalarındaki fonksiyonu dikkate alınarak temel görevleri arasına aktarılmıştır.

**2)** 40. maddenin II/a paragrafının Kanuni karşılıklar bölümünün, sırasıyla, 3. alt bendi ile munzam karşılıklara ekonomik şartlara göre faiz verilmemesi esnekliği getirilmiş, 6. alt bent ile TCMB para yaratan bir kurum olduğu ve yarattığı para ile herhangi bir nakdi girişi karşılık göstermesi gerekmediği için, munzam karşılıkların % 20'sinin zirai finansmana ayrılması esası kaldırılmıştır. Ayrıca, 1983 yılına kadar disponibilite oranı konusunda mülga Banka Kredilerini Tanzim Komitesinin 157 sayılı kararı ile değişik 48 sayılı kararına göre işlem yapılmıştır. Bu karar gereğince disponibilite oranı % 10'dan aşağı düşürülemez ve bankalar disponibilite bilgilerini ait olduğu ayı takip eden ayın ilk haftası sonunda TCMB'ye göndermekle yükümlüdür.

**3)** 52. maddenin 14 Ocak 1970 tarihli haline göre; "TCMB, para arzını ve ekonominin likiditesini düzenlemek amacıyla, a) 45. maddenin (a) ve (b) bendlerinde yazılı şartları taşıyan senetleri, b) Devlet iç istikrazı, kamu idare ve müesseseleri tahvilleri ile ödenmiş sermayesi en az 10 milyon TL olan anonim şirketlerin borsada kayıtlı sağlam tahvillerini, alıp satabilir. c) Hazinece gerekli provizyonların tesisi karşılığında, Devlet tahvilleri tanzim alış ve satışlarını yapabilir. Maddenin (b) bendindeki işlemler Hazineye veya kamu idare ve müesseselerine kredi yardımı amacıyla yapılamaz. Yukarıdaki fıkralar gereğince yapacağı işlemlere ait esas, miktar ve şartlar TCMB Banka Meclisince tayin ve tespit olunur. TCMB'nin bu madde gereğince yapabileceği açık piyasa işlemleri sermaye ve yedek akçeleri toplamının beş mislini geçemez", denilmiştir. Buna uygun olarak aşağıdaki Tablo 3.11.'de 1970 - 1986 yılları için geçerli api işlem limitleri hesaplanmıştır. Yapılan değişiklikle (b) bendi, Devlet iç istikrazı, kamu idare ve müesseseleri tahvilleri ile ödenmiş sermayesi en az 500 milyon TL olan anonim şirketlerin borsada kayıtlı tahvillerini, alıp satabilir. Bu bendde yazılı sermaye miktarı, toptan eşya genel endekslerindeki değişmeler göz önünde bulundurulmak suretiyle TCMB Banka Meclisince gerektiğinde yeniden belirlenir, şeklinde düzenlenmiştir. Böylece, (b) bendinde yazılı tutar bu madde ile günün ekonomik şartlarına uygun olarak yükseltilmiş ve toptan eşya fiyatları genel

endekslerine göre TCMB Banka Meclisi'nce değiştirilmelerine imkan verecek şekilde değiştirilmiştir.

**TABLO 3.11. 1970 - 1986 YILLARI ARASINDA TCMB AÇIK PİYASA İŞLEMLERİ LİMİTİ (MİLYAR TL)**

YILLAR (MİLYAR TL)	SERMAYE + İHTİYATLAR (A)	APİ LİMİTİ (A) * 5 (B)	TCMB BİLANÇO BÜYÜKLÜĞÜ (C)	(B) / (C) (%)
1970	0.23	1.14	32.57	3.50
1971	0.44	2.22	38.83	5.72
1972	0.53	2.66	54.61	4.87
1973	0.63	3.15	69.81	4.51
1974	1.02	5.10	87.29	5.84
1975	1.65	8.23	121.85	6.75
1976	2.32	11.62	193.26	6.01
1977	3.14	15.72	289.56	5.43
1978	4.06	20.32	460.73	4.41
1979	4.56	22.80	696.29	3.27
1980	4.79	23.93	1,386.72	1.73
1981	6.22	31.11	2,094.72	1.49
1982	6.70	33.48	2,701.89	1.24
1983	12.15	60.77	3,902.23	1.56
1984	15.52	77.62	5,954.71	1.30
1985	20.47	103.25	8,763.48	1.18
1986	21.03	105.13	13,007.00	0.81

Kaynak: TCMB Üç Aylık Bültenleri

1211 sayılı TCMB Kanununun bazı maddeleri 06.12.1984 tarih ve 3098 sayılı Kanunla değiştirilmiştir. Buna göre;

46. maddenin orta vadeli reeskont ve avans işlemlerine ilişkin olarak 1970 senesinde getirilen limitin günün koşullarına uyumlaştırılmasını sağlamak amacıyla, reeskonta kabul edilen veya karşılığında avans verilen senetlerin vadeleri “en çok beş yıldan”, “en çok sekiz yıl” kalmış olan senetler olarak değiştirilmiştir.

1211 sayılı TCMB Kanununun bazı maddeleri 28.05.1986 tarih ve 3291 sayılı Kanunla değiştirilmiştir. Buna göre;

APİ'yi düzenleyen 52. madde metni “I- TCMB, para arzını ve ekonominin likiditesini düzenlemek amacıyla kendi nam ve hesabına; a) 45. maddenin (a) ve (b) bendinde yazılı şartları havi senetleri, b) Her nevi Devlet iç borçlanma senetlerini, kamu idare ve müesseseleri tahvillerini, c) Ödenmiş sermayesi en az 500 milyon TL olan anonim şirketlerin; borsada kayıtlı



tahvillerini ve Sermaye Piyasası Kurulunca ihraç izni verilen borç senetlerini, d) Banka mevduat sertifikalarını, e) Vadelerine en çok 120 gün kalmış gelir ortaklığı senetlerini ve kar-zarar ortaklığı belgelerini, alıp satabilir. f) TCMB ayrıca, vadeleri dikkate alınmaksızın yukarıda sözü edilen senetleri, geri satma anlaşması imzalayarak satın alabilir veya geri alma anlaşması imzalayarak satabilir. Anlaşma süresi 91 günü aşamaz, sürenin başlangıç tarihi alım veya satım tarihidir. (c) bendinde yazılı sermaye miktarları, toptan eşya genel endekslerindeki değişimler; açık piyasa işlemlerine dahil edilecek veya işlem dışı bırakılacak senet türleri ise ekonomik gelişmeler göz önünde tutularak Banka Meclisince yeniden belirlenebilir. Açık piyasa işlemleri, Hazineye, kamu idare ve müesseselerine veya diğer kurum ve müesseselere kredi yardımı amacıyla yapılamaz ve vadesi 12 ayı aşan senetler ((f) bendindeki işlemler hariç) açık piyasa işlemine dahil edilemez. Yukarıdaki fıkralar gereğince yapılacak işlemlere ilişkin esas ve şartlar Banka Meclisince tayin ve tespit olunur. TCMB, bu madde kapsamına giren işlemlerle ilgili kurum ve kuruluşları; bankalar ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa göre belirlenen aracı kurumlar arasında işlemin özelliğini göz önünde bulundurarak tespit etmeye yetkilidir. TCMB para piyasasının işleyişiyle ilgili düzenleyici tedbirler alabilir. II- TCMB'nin Hazinenin mali ajanı olarak yapabileceği işlemler, TCMB, Hazinece gerekli provizyonların tesis edilmesi halinde Hazine adına her nevi Devlet iç borçlanma senetlerinin tanzim alış ve satışlarını yapabilir.” şeklinde değiştirilerek yeniden düzenlenmiştir.

Böylece, 52. maddede yapılan yeni düzenlemenin amacı, birçok ülkede para-kredi politikasının yürütülmesinde ve ekonominin likiditesinin düzenlenmesinde en etkin araç olarak kullanılan açık piyasa işlemlerinin ülkemizde de aynı etkinlikle kullanılabilmesini sağlamaktır. Maddenin I numaralı paragrafının a, b, c, d ve e bentlerinde TCMB'nin kendi nam ve hesabına alıp satabileceği para piyasası araçları açıklanmakta, f bendinde ise TCMB'ye geri satma anlaşması imzalayarak satın alma ve geri alma anlaşması imzalayarak satabilme işlemleri de yapabileceğine dair yetki verilmiştir. Ayrıca, ekonomideki ve para piyasasındaki gelişmelere göre Banka Meclisince bu araçları yeniden belirleme yetkisi getirilmiş ve böylece açık piyasa işlemlerine, dahil edilecek araçlar bakımından, bir esneklik

kazandırılmıştır. Diğer taraftan açık piyasa işlemlerinin, Hazine de dahil olmak üzere, hiçbir kurum ve kuruluşa kredi sağlamak amacıyla yapılamayacağı vurgulanmış ve vadesi 12 ayı geçen senetlerin açık piyasa işlemlerine dahil edilemeyeceği tasrih edilerek TCMB Api portföyünün likit bir halde bulunması sağlanmıştır. Ayrıca, TCMB'nin bu işlemleri yapacağı kurum ve kuruluşları, bankalar ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kurulu Kanununa göre belirlenen aracı kuruluşlar arasından seçmesi zorunluluğu getirilmiş ve böylece ikinci piyasanın gelişmesine yardımcı olması sağlanmıştır. Bunlara ek olarak TCMB'ye para piyasasının işleyişiyle ilgili düzenleyici tedbirler alabilme yetkisi verilmiş ve bu şekilde piyasa geliştikçe ortaya çıkabilecek ihtiyaçları gecikmeksizin karşılayabilmek imkanı yaratılmıştır. Maddenin II numaralı paragrafında ise TCMB'nin Hazine'ce gerekli provizyonların tesis edilmesi şartı ile sınırlı kalarak, her nevi DİBS'lerin tanzim alış ve satışını yapabileceği belirtilmiştir.

1980 – 1987 dönemi ekonomi politikalarının sonucunda oluşan makroekonomik veriler aşağıdaki Tablo 3.12.'de yer almaktadır.

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	Ortalama
Büyüme (%) <sup>1</sup>	-2.8	4.8	3.1	4.2	7.1	4.3	6.8	9.8	<b>4.7</b>
Enflasyon (%) <sup>2</sup>	101.4	34.0	28.4	31.4	48.4	45.0	34.6	38.9	<b>45.3</b>
Emisyon Artışı (%) <sup>3</sup>	52.4	38.7	40.4	34.6	33.1	43.3	45.0	49.3	<b>42.1</b>
1 ABD Dolan (TL) <sup>4</sup>	91.04	134.95	188.60	285.60	446.97	579.71	759.68	1,023.44	<b>438.75</b>
Kısa Vadeli Reeskont Faizi <sup>5</sup>	10.75-14-26	26-30.25-31.5	31.5	31.5-28-48.5	48.5-52	52	52-48	48-45	<b>39.1</b>
İhracat Değeri <sup>6</sup> (Milyar ABD \$)	2.9	4.7	5.7	5.7	7.1	8.0	7.5	10.2	<b>6.5</b>
İthalat Değeri <sup>7</sup> (Milyar ABD \$)	7.9	8.9	8.8	9.2	10.8	11.3	11.1	14.2	<b>10.3</b>
Dış Ticaret Dengesi <sup>8</sup> (Milyar ABD \$)	-5.0	-4.2	-3.1	-3.5	-3.6	-3.4	-3.6	-4.0	<b>-3.8</b>

1) 1980-1987 dönemi 1987 fiyatlarıyla.

2) 1980-1982 dönemi enflasyon rakamları 1963=100'e göre HDTM'ye ait 12 aylık ortalamalara göre TÜFE verilerini ve 1983-1987 dönemi enflasyon rakamları ise 1978=100'e göre DiE'ye ait 12 aylık ortalamalara göre TÜFE verileridir.

3) Yılları itibarıyla.

4) Yılları itibarıyla döviz satış kurları.

5) Kısa ve orta vadeli kredi işlemlerine uygulanan en yüksek faiz oranıdır. Bankamızca, sektör ve firma bazında bu oranların altında değişik tercihli faiz oranları da uygulanmıştır.

6) Yılları itibarıyla milyar ABD Dolan ve FOB.

7) Yılları itibarıyla milyar ABD Dolan ve CIF.

8) Yılları itibarıyla milyar ABD Dolan.

### **TABLO 3.12. 1980 - 1987 DÖNEMİ TEMEL EKONOMİK GÖSTERGELER**

Kaynak: TCMB, HM, DiE, DPT ve MB

Tablo 3.12.'den de görüleceği üzere, 1980 yılı bir tarafa bırakıldığında, enflasyon oranının % 30'lar civarında, ortalama ekonomik

büyümenin de % 5'in üzerinde olduğu, TCMB faiz oranlarının pozitif reel faiz içerdiği, buna karşın önceki yılların aksine, TCMB'nin kurları ihracatı teşvik politikaları çerçevesinde enflasyon oranının üzerinde artırdığı tespit edilmektedir. Bu çerçevede, 1980 yılından başlayarak uygulanan kur politikası, ihracatın teşviki ve ithalatın caydırılması yoluyla dış dengenin; pozitif reel faiz politikası ise fiyat istikrarının en azından 1970'li yıllara göre göreceli olarak sağlanmasında etkin rol oynamışlardır.

1980'li yıllar boyunca uygulanan istikrar programlarına uyumlu olarak, TCMB kredi politikasını uygularken; Kamu kesiminde açık finansman politikasının terk edilmesi nedeniyle TCMB kredileri içindeki kamu kredileri payının giderek azaltılarak, özel kesimin kredi payının artırılması, Özel kesim kredileri içinde ihracat ve yatırım kredilerinin payının yükseltilmesi ve kredi sisteminin kalkınma plan ve programlarına uygun bir tarzda yürütülebilmesine imkan verecek şekilde kullanılmasını, sağlamayı amaçlamıştır.

Ancak, özellikle 1980'lerin ikinci yarısından itibaren, bu ilkelere tam anlamıyla uyulmadığı gözlenmiştir. Kamu kesimine kullandırılan kredilerin en büyük kısımları Hazineye Kısa Vadeli Avans ve TMO ile diğer kamu kuruluşlarına destekleme kredisi olarak tahsis edilmiştir. Bankacılık kesimine açılan kısa vadeli TCMB Kredileri, özellikle ihracat kredilerinde yaşanan sorunları çözmek amacıyla, 1 Aralık 1986 tarihinde yeni ihracat reeskont kredisi yürürlüğe konulmuştur. Aynı zamanda, T.C. Ziraat Bankası'na tahsis edilen yeni tarımsal reeskont kredisi aracılığıyla, geçmiş yıllara oranla tarımsal kredilerde bir yükseliş görülmüştür. Bankacılık kesimine açılan orta vadeli reeskont kredilerine bakıldığında, özellikle 1985'lerden itibaren orta vadeli reeskont kredisi ağırlıklı bir reeskont politikası yürütülmüştür. 1980'li yılların ikinci yarısında enflasyonda görülen yükseliş eğiliminde yine TCMB kaynaklarının kamu kesimince kullanılması önemli rol oynamıştır. Reeskont politikası, ekonominin büyüme hızı ve konjonktürel değişmelerin gerektirdiği likiditeyi, enflasyonist baskıları artırmayacak biçimde sağlamaya yönelik olmuştur. Reeskont kredileri, ekonominin üretim gücünü ve dışa açılmasını desteklemek amacıyla teşvik verilmesi uygun görülen sektörlerin finansman gereksinimlerini karşılamak üzere kullandırılmıştır.

Diğer yandan, 1980'li yıllar TCMB para politikaları ve araçları açısından da dönüm noktası olmuş TCMB, kurulduğundan bu yana uyguladığı doğrudan para politikası araçlarından, modern merkez bankacılığı anlayışı çerçevesinde gelişmiş ülkelerde 1960'lı ve 1970'li yıllarda kullanılmaya başlamış olan ve piyasa ekonomisi anlayışı ile uyumlu olan dolaylı para politikası araçlarını kullanmak için gerekli çalışmaları başlatmış, yine bu dönemde ilk defa para programları oluşturma teşebbüslerinde bulunmuştur. Kuşkusuz, dolaylı para politikasının etkin olarak uygulanabilmesi için, öncelikle faizlerin serbest olması, diğer bir deyişle faizlerin arz ve talep koşullarında belirlenmesi, bunun için de gelişmiş para ve tahvil piyasalarının oluşması gereklidir. Bu nedenle, 1980'li yıllarda dolaylı para politikası uygulamalarının alt yapısı niteliğindeki gelişmelerin özet olarak da olsa sıralanması önem kazanmaktadır.

Para politikası açısından en önemli gelişmelerden birisi, 29 Mayıs 1980 tarih ve 8/909 sayılı Kararname ile bankaların açtıkları kredilere ve bankalararası mevduat ile vadeli mevduata uygulanacak faiz oranlarını serbestçe tespit etmelerine izin verilmesi, böylece, uzun zamandır kullanılan narh yöntemine son verilmesidir. Bununla birlikte, hemen tam rekabet koşulları oluşmamış, bankalar gereksiz rekabeti önlemek amacıyla, kredilere ve vadeli mevduatlara uygulanacak maksimum faiz oranlarını aralarında anlaşarak belirlemeye başlamışlardır.

Ancak, enflasyonun ve birbirini izleyen devalüasyonların iç ve dış girdi fiyatlarını yükselterek işletme sermayesine olan gereksinimi arttırmasının sonucunda, kredi talebi hızla artmış buna karşın bankaların kaynakları bu talebi karşılayabilecek ölçüde büyütülemediğinden dolayı, organize olmayan kredi piyasalarında kendilerine banker adı verilen kişilerin faaliyetlerinin genişlemesine neden olmuştur. Bu piyasada kullanılan faiz oranlarının ve kredi riskinin çok yüksek olması ve kısa sürede likiditeye çevrilemeyecek gayri menkullere yatırılmasıyla bu kişiler ödeme gücünü içine girmişlerdir. 1982 yılı ortasında patlak veren Banker Krizi ile faizler tekrar TCMB tarafından belirlenmeye başlanmıştır.

Bu çerçevede, 12 Aralık 1982 tarih ve 8/5756 sayılı Kararname'nin<sup>54</sup> faiz oranlarını belirleyen 3. maddesine göre, bankaların ödünç para verme işlerinde ve bankalar mevduatı hariç mevduat kabulünde alacakları ve verecekleri yıllık azami faiz oranları; bankalararası mevduat hariç toplam mevduat içindeki payları % 3 ve daha fazla olan bankalar tarafından vade ve türlerine göre serbestçe tespit ve müştereken TCMB'ye bildirilecek oranları aşamayacak olmaları kabul edilmek suretiyle, bu işlemlerde kullanılacak faiz oranlarının belirlenmesinde bankalara tanınan serbestiye bir ölçüde kısıtlama getirilmiştir. Bir yıl sonra kabul edilen 83/7507 sayılı Kararname ile bankaların mevduat kabulünde uygulayacakları maksimum faiz oranları ve bunların uygulama esas ve şartlarının TCMB tarafından üç aydan fazla olmayan sürelerle tespit edilmesi; ayrıca ödünç para verme işlemlerinde kullanılacak faiz oranlarının ise bankalarca kaynak maliyetlerine göre ayarlanması kararlaştırılmıştır. Fakat TCMB'nin 30 Haziran 1987 tarih ve 87/11921 sayılı Kararnameye ilişkin 1 No.lu tebliği ile faiz oranlarının, bir ay vadeli mevduatlarda % 28,3, üç ay vadeli mevduatlarda % 35,6 ve altı ay vadeli mevduatlarda % 38'i aşmamak koşuluyla bankalar tarafından serbestçe belirlenmesi kabul edilerek 1982 yılından önceki kontrollü uygulamaya dönülmek istenmiştir.

Kambiyo işlemleri ise 25.02.1930 tarih ve 1567 sayılı Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında Kanun ve bu yasaya dayalı karar ve tebliğlere ve bazı yasaların kambiyo ile ilgili hükümlerine göre düzenlenmiştir. TCMB tarafından alınıp satılan dövizlerin dış piyasalardaki değerlerinin izlenmesi ve bunların TL alış-satış fiyatlarının TCMB'ce belirlenmesi kambiyo rejimi değişikliğine kadar sürdürülmüştür. 1980 yılı öncesinde, ithal yasaklamaları, gümrük vergileri ve katlı kur uygulamalarına dayalı dış ticaret politikasının yanısıra, sıkı kambiyo kontrolleri rejimi çerçevesinde Türk lirasını aşırı değerlendiren sabit kur politikası benimsenmişti. 24 Ocak kararlarıyla kambiyo rejiminde yapılan en önemli değişiklik döviz kuru politikasında olmuştur.

---

<sup>54</sup> 14 Aralık 1982 tarih ve 17898 sayılı mükerrer Resmi Gazete'de yayımlanan "Bankalarca Ödünç Para Verme İşlerinde ve Mevduat Kabulünde Uygulanacak Faiz Oranları ile Faiz Farkı İadesi Fonuna Yapılacak Kesinti ve Fondan Yapılacak İade Oranları ve Uygulama Esasları Hakkında" Bakanlar Kurulu Kararı.

Buna göre, 25 Ocak 1980 tarih ve 16880 mükerrer sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Türk Parasını Kıymetini Koruma Hakkındaki 25 sayılı Karara göre 1 ABD Doları = 70 TL’ye yükseltilmiş ve bu Karar’ın 2. ve 3. maddelerinde belirtilen ilkelere uyularak, alım-satım konusu yapılan dövizlerin alış-satış fiyatları, uluslararası para piyasasındaki gelişmeler göz önüne alınarak (sürünen parite rejimine geçildiğinden dolayı 1980 yılı içinde 16 kur değişikliği yapılmış), 27 Ocak, 5 Şubat, 27 Şubat, 22 Mart, 26 Mart ve 15 Nisan 1981 tarihlerinde 6 kur operasyonu sonucu değiştirilmiştir.

Aynı Karar’a ilişkin Maliye Bakanlığı’nın 3 No.lu Tebliğinin TCMB’ye verdiği yetkiye dayanılarak, 01 Mayıs 1981 tarihinden itibaren çoklu kur uygulamasından, günlük tek kur uygulamasına geçilmiş ve döviz kurları TCMB tarafından günlük olarak ilan edilmeye başlanmıştır. 1980’lerin başındaki diğer çok önemli bir düzenleme yukarıda da belirtildiği üzere, sabit kur rejiminin terk edilmesidir. Kambiyo işlemleri 1983 yılı sonuna kadar 25 Şubat 1930 gün ve 1567 sayılı Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında Kanun, bu Kanuna ilişkin 17 sayılı Karar, ilgili tebliğler ve bazı yasaların kambiyo ile ilgili hükümlerine göre düzenlemiştir. Ancak, 29 Aralık 1983’te yürürlüğe giren Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu (TPKK) hakkında 28 sayılı Karar ve bu kararın devamı niteliğinde olan 07 Temmuz 1984 yürürlük tarihli TPKK hakkında 30 sayılı Karar’la Türkiye’de uygulanmakta olan kambiyo rejimi büyük ölçüde liberalize edilmiştir. Böylece, kambiyo işlemlerinde TCMB’nin ilan ettiği kurlar dışında, ticari bankaların kendi belirleyecekleri kurları uygulama imkanı sağlanmış, yurtdışı yerleşiklerin Türkiye’de TL ile tahsilat ve tediye yapabilmelerine izin verilmiş ve Türkiye’de yerleşik kişilerin döviz tevdiat hesabı açma ve döviz tutma olanaklarına sahip olmaları serbest bırakılmıştır. Bu kararlardan sonra yurtiçi yerleşiklerin döviz mevduatları sürekli artış göstermiş, özellikle 1990’lı yıllarda faiz ve döviz kuru politikalarının etkinliğini sınırlamaya başlamıştır. Bunun temel nedeni, Türk lirasının reel değer kaybının hızlandığı koşullarda, elde döviz tutmanın getirisinin, TL mevduatın getirisine oranla daha yükselmesidir. Bu olgu, para arzının denetimini güçleştiren bir etmen olmuştur. Bu şartlarda, TL – yabancı para ikamesini önleyebilmek için, reel faiz oranı ve döviz kurunun reel değer kaybı arasında hassas bir dengenin gözetilmesi zorunlu olmuştur.

Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 30 sayılı Karar çerçevesinde, 13 Temmuz 1984 tarihli TCMB Genelgesi gereğince bankalar, TCMB’ce günlük olarak belirlenecek “esas kur”un dövizler için % 6, efektifler için % 8 altını ve üstünü geçmemek üzere döviz ve efektif alış-satış kurlarını serbestçe tespit edebilmişlerdir.

29.06.1985 tarihinde yayınlanan I/H sayılı TCMB Genelgesi ile o güne kadar uygulanan, bankaların, TCMB tarafından günlük olarak belirlenen Türk lirasının yabancı paralar karşısındaki değerinin dövizler için % 6, efektifler için % 8 altında veya üstünde kur tespit edebilmeleri uygulamasına son verilmiş, bankaların ticari ve gayri ticari işlemler ile bankalararası işlemlerde uygulayacakları döviz ve efektif alış-satış kurlarını serbestçe tayin edebilmeleri esası getirilmiştir. 26.12.1985 tarihinde yayınlanan 1-K sayılı TCMB Genelgesi ile ticari bankaların gereğinden fazla dövize yönelmelerinin engellenmesi, TCMB’ye düzenli döviz akışının sağlanması ve TCMB’nin bankalararası piyasanın gelişmesinde daha etkin ve düzenli bir çalışmaya girmesi için gerekli zeminin oluşturulması amacıyla, Ocak 1986’dan itibaren bankaların ihracat ve görünmeyen işlemlerden sağladıkları döviz ve efektiflerin % 20’sini TCMB’ye devretmeleri zorunluluğu ve nezdlerinde açılan döviz tevdiat hesapları karşılığında (bankalararası tevdiat hesapları hariç) TCMB nezdinde % 20 munzam karşılık tesis etmeleri esası getirilmiştir.

Böylece, 15 Mart 1986’ya kadar serbest kur sistemi uygulanmıştır. 15 Mart 1986 tarihinde 1-N sayılı TCMB Genelgesi ile bankaların kendi kurlarını tespit etme serbestisi daraltılmış ve bankaların kur tespitinin TCMB kurlarının % 1 altında veya üstünde olması prensibi kabul edilmiştir (sınırlı dalgalanan sabit kur sistemini andırmaktadır). Uygulamada sakıncaları gözlemlenen bu sistem 30 Ekim 1986 tarihinde 1-S sayılı TCMB Genelgesi ile bankaların ticari ve gayri ticari işlemler için uygulayacakları döviz ve efektif satış kurları TCMB’ce günlük olarak belirlenen döviz ve efektif satış kurlarını geçmemekte, alış kurları ise TCMB’ce belirlenen döviz satış kurunu geçmemek üzere bankalarca serbest olarak belirlenmiştir. Bankalararası işlemlerde uygulanacak döviz kurları eskiden olduğu gibi serbest bırakılmıştır.

Diğer yandan, 1981 yılından itibaren, para politikasının etkinliğini arttırmak ve bankacılık sistemine alternatif bir fon transfer mekanizması oluşturmak için mali piyasaların gelişmesini hızlandırıcı yasal ve kurumsal düzenlemeler de yapılmıştır. Bu çerçevede, 28 Temmuz 1981 tarihinde SPK Kanunu kabul edilmiş ve Eylül 1982 tarihinde SPK çalışmaya başlamış; Ocak 1986 tarihinde İMKB alım-satım işlemlerine başlanmıştır.<sup>55</sup>

Para politikası uygulamaları ve araçları açısından 1986 yılı önemli bir dönüm noktası, yeni döneme geçişin başlangıç yılı olmuştur. Söz konusu geçiş döneminin özelliği, özel kesim ve kamu kesiminin portföy yapısına doğrudan müdahaleyle şekillenen para politikası yerine, bankacılık kesimi toplam rezervlerinin kontrolüne dayalı para ve kredi politikasının uygulanmaya başlanmasıdır.

1985 yılı sonunda, ilk defa, para arzı ve diğer bazı parasal büyüklüklerin 1986 yılı içerisindeki gelişimini tahmin eden bir parasal program hazırlanmıştır. Bu parasal programda, Yıllık Program'ın öngördüğü enflasyon ve büyüme hedefleriyle tutarlı olan M2 para arzı artışı belirlenmiş ve bu artış ile reel faiz, reel kur gibi bir dizi makroekonomik değişkenler ilişkilendirilmiştir. Programlanan M2 ve diğer parasal büyüklüklerdeki gelişmelerle uyumlu rezerv para artışı Merkez Bankası bilançosunun aktif kalemleri olan kamu kesimine krediler, bankacılık kesimine krediler ve net dış varlıklardaki artışlar arasında paylaştırılmıştır. Bu paylaşım sırasında bankacılık kesimine verilecek krediler ve net dış varlıklardaki muhtemel gelişmeler planlanmış ve geriye kalan bölüm kamu kesimine verilecek kredilerin üst sınırı olarak belirlenmiştir. Özetle, 1986 yılı Parasal Programı, belli bir M2 artışı hedef olarak alındığında, bunu gerçekleştirecek rezerv para artışının ve dolayısıyla da Merkez Bankası net iç ve dış varlıklarının programlanmasına dayanmıştır.

Geleneksel para ve kredi politikası uygulamasında, para arzını kontrol mekanizması, özel kesim ve kamu kesiminin portföy yapılarını ve harcamalarını doğrudan etkileyerek, özel sektörün kredi ve devletin borçlanma taleplerini kontrol etmeye yönelik olarak işlemekteydi. Ancak,

---

<sup>55</sup> Örneğin, Oğun (1992), Töre (1992), Aşıkoğlu ve Uçtum (1992), Tokgöz (1999), Kibritçioğlu (2001), Müslümov, Hasanov ve Özyıldırım (2003).



kamu finansman gereğinin TCMB kaynaklarından karşılanması, para politikasını bütçe politikasına bağımlı kılmaktaydı. Özel kesimin kredi talebinin de ticari bankalarca karşılandığı, faizlerin esnek olmadığı ve öncelikli kredi taleplerinin otomatik reeskont sistemiyle desteklendiği bu yapıda, para arzının artışı büyük ölçüde toplam kredi talebine bağımlı kalmıştır. Yeni sistemde ise TCMB ticari bankaların Türk lirası cinsinden ellerinde tuttıkları toplam rezervleri kontrol etmeye çalışarak, hem faiz politikasının etkinliğini arttırmaya, hem de bankaların pasiflerinin kontrolü ile eşanlı olan para arzı kontrolüne çalışmayı amaçlamıştır. Kuşkusuz, toplam para ve kredi arzını, toplam rezervlerin kontrolü yoluyla yönlendirebilmek için, kurumsal alanda bir dizi düzenlemelere gerek duyulmuştur.

Bunların başında, TCMB'nin kendi bilançosuna hakim olabilmesi, bir anlamda araç bağımsızlığını artırması gelmiştir. Bu nedenle, Kamu finansman açıklarının otomatik olarak TCMB bilançosuna yansımaması için, ilk adım kamu açıklarının iç borçlanma ile finansmanı amacıyla, Mayıs 1985 tarihinde Hazine'nin devlet iç borçlanma senetlerini ihaleler yoluyla satmaya başlamasıyla atılmıştır. Ancak, bu imkanın ortaya çıkması ve aşırı kullanılması özellikle 1990'lı yıllarda da göreceğimiz üzere, daha sonra TCMB para politikası uygulamaları önünde en önemli engelleri yaratmıştır.

Toplam rezervler ile para arzı arasında kararlı bir ilişkinin oluşması, ticari bankaların münzam karşılık ve disponibilite uygulamalarına uymalarını gerektirmiştir. Bu nedenle, 1986 yılında bankaların disponibilite ve münzam karşılık yükümlülüklerini günü gününe yerine getirmeleri için ek düzenlemeler getirilmiştir. Böylece, TCMB'nin günlük işlemleri ile bankaların likiditesini, dolayısıyla kısa vadeli faizleri etkileme gücü artırılmıştır.

Yukarıda sayılan önlemler sayesinde mevduat bankaları rezervlerinin yakından izlenmesi, bu rezervlerin açık piyasa işlemleri ile yönetilmesinde başlangıç olmuştur. TCMB'nin reeskont politikasını orta vadeli reeskont kredileriyle sınırlamış olduğu göz önüne alındığında, mevduat bankaları rezerv ihtiyaçlarını rezerv politikasının elverdiği ölçüde giderebilecekleri bir sisteme dahil edilmişlerdir. Böylece, TCMB'den otomatik rezerv (kredi) temin

imkanının ortadan kalkması sonucu, rezerv ihtiyacı olan bankaların, ellerinde rezerv fazlası bulunan bankalardan rezerv sağlamasına (bankaların nakit ihtiyaçlarını karşılayacak) imkan verecek bir mekanizma gerektirmiştir. Bu mekanizma, 2 Nisan 1986'dan başlayarak uygulamaya konulan (faaliyete başlayan) Bankalararası Para Piyasası (İnterbank) ile gerçekleştirilmiştir. Bankalararası Para Piyasası rezerv (fon) fazlası ve rezerv (fon) açığı (ihtiyacı) olan bankaları karşı karşıya getirerek bankaların rezerv yönetimini kolaylaştırmıştır. İnterbank ile, TCMB'nin bu piyasayı faiz ve işlem hacmi olarak izlemesine ve para politikasını yönlendirmede gerekli sinyalleri almasına imkan vermiştir. Ayrıca, döviz piyasalarında istikrarın sağlanması amacıyla da zorunlu döviz devirleri, döviz pozisyonu, likidite oranı ve kur riski oranı ile ilgili düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemelerle, açık piyasa işlemlerinin daha etkin kullanılabilmesinin temelleri atılmıştır. Bankalararası Para Piyasası'nda aracılık işlevini TCMB üstlenmiş ve borç alıp – borç veren bankalar birbirlerini tanımadan işlem yapmaya başlamışlardır. İşlem yapmaya yetkili her bir banka için teminatları karşılığında, piyasada işlem yapabilme limitleri belirlenmiştir. Piyasadaki faiz oranları ekonominin likiditesini yansıtacak biçimde, hiçbir müdahale olmaksızın, arz – talep koşullarına göre oluşmuştur.

1986 yılında mali piyasalarda görülen diğer önemli gelişmeler, Bankalararası Para Piyasası'nın kurulmasının yanı sıra, İMKB'nin<sup>56</sup> açılması ve SPK'nın<sup>57</sup> izniyle piyasaya kazandırılan kısa vadeli araçlarla mali araçların<sup>58</sup> çeşitlendirilmesi olmuştur. İMKB'nin açılmasının da etkisi ile, ikincil piyasalarda işlem hacmi belirgin bir artış göstermiştir. Mali piyasaların gelişmesi ile, dolaşıma çıkan paranın nakit ihtiyacı bulunan kesimlere

---

<sup>56</sup> İMKB, hisse senetleri, hazine bonoları ve devlet tahvilleri, gelir ortaklığı sertifikaları, özel sektör tahvilleri, yabancı menkul kıymetler, gayrimenkul sertifikaları ve uluslararası menkul kıymetlerin alım ve satımının yapılmasını sağlamak amacıyla 26 Aralık 1985 günü kurulmuş olup, 03 Ocak 1986 yılında faaliyete başlamıştır. İMKB, genel kurulca seçilen beş üyeden oluşan bir yönetim kurulu tarafından yönetilmektedir. Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında 91 sayılı KHK, 06 Ekim 1983 tarih ve 18183 sayılı Resmi Gazete ile yayımlanmıştır. Kararname, Türkiye'nin sermaye piyasalarını daha etkin hale getirmek perspektifi ile Türkiye'de menkul kıymet alım satım işlemlerinin gerçekleştirilmesine elverişli ortam yaratmak amacıyla Türkiye'de menkul kıymetler borsalarının kuruluş esas ve şartlarını düzenlemiştir. Türkiye'de menkul kıymetler borsalarının kuruluş, çalışma, denetlenme ve borsada alım satım esasları ile borsa üyelerinin kuruluş, çalışma ve yükümlülüklerini düzenleyen "Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik" 06.10.1984 tarih ve 18637 sayılı Resmi Gazete ile yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

<sup>57</sup> 1981 yılında 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile kurulan Sermaye Piyasası Kurulunun temel görevleri, sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını ve tasarruf sahiplerinin yani yatırımcıların hak ve yararlarının korunmasını sağlamaktır. Kurul Bakanlar Kurulu tarafından atanan yedi üyeden oluşurulmuştur.

<sup>58</sup> Kalkınma ve yatırım bankalarına, banka bonoları ve banka garantili bonolar satmak suretiyle piyasadaki kısa vadeli fon sağlama yetkisi verilmiş ve Mevduat bankaları dışındaki anonim şirketlerin SPK'dan izin almak kaydıyla ihraç edebilecekleri vadeleri 3 ay ile 1 yıl arasında değişen finansman bonoları çıkarma imkanı sağlanmıştır.

yöneldiği mümkün olmuştur. Böylece atıl fonlar değerlendirilmiş ve TCMB kaynaklarına olan talep azalmıştır.

1986 yılı parasal programı, Hükümet tarafından belirlenmiş olan % 25 enflasyon ve % 5 GSMH artış hızıyla uyumlu olacak biçimde, M2'nin yıl içerisinde % 35 oranında artacağı öngörülerek hazırlanmıştır. Yıl sonunda GSMH artışı % 7,9 oranında büyümüş ve M2 artışı ise öngörülen hedefi aşarak % 40 civarında büyümüş, enflasyon % 34,6 olmuştur. Buna bağlı olarak, hedeflenmiş bulunan rezerv para artışı da hedefi aşmıştır. Ayrıca, uygulanmaya başlanan reel pozitif faiz politikası, yüksek borç/özkaynak oranları ile çalışan kuruluşları ağır bir finansman maliyeti ile karşı karşıya getirmiştir. Böylece, ilk sayılabilecek parasal program başarısız olmuştur.

Dolaylı para politikasının etkin olarak kullanılması için etkin para ve DİBS ikincil piyasalarının oluşturulması ön şarttır. Ancak, 1980'li yılların ikinci yarısında henüz finansal piyasalar tam gelişmemiş, özel kesimde para ve diğer ikincil piyasa oluşturulmasına ilişkin yeterli bilgi birikimi ve tecrübe oluşmamıştır. Bu koşullarda söz konusu piyasaların oluşturulmasına TCMB öncülük etmek zorunda kalmış, diğer merkez bankalarında görülmeyecek ölçüde bu piyasaların oluşturulmasında doğrudan rol üstlenmiştir. 1987 yılında, TCMB'nin modern anlamda merkez bankacılığı işlevini yerine getirebilmesini sağlamak ve bankacılık sisteminin toplam rezervlerinin kontrolüne dayalı para politikası<sup>59</sup> uygulamasına geçişi hızlandırmak amacıyla kurumsal düzenlemelere hız verilmiştir.

Bu amaca uygun olarak getirilen en önemli yasal düzenlemeler, sermaye piyasasını teşvik amacıyla 25 Mart 1987 tarihinde kabul edilen 3332<sup>60</sup> sayılı kanun ve TCMB nezdinde Para Piyasaları ve Fon Yönetimi Genel Müdürlüğü'nün kurulmuş olmasıdır. Aracılık sözleşmelerinin yaygınlaşmasını sağlayabilmek için 30 Haziran 1987 tarihinde yayınlanan 3393<sup>61</sup> sayılı kanunla, Damga Vergisi Kanunu değiştirilmiştir. 13 Aralık 1987 tarihinde de SPK tarafından yayımlanan yönetmelikle, sermaye piyasalarında

<sup>59</sup> Yeni para politikası, faiz oranı politikasının etkinliğini artırmak ve geniş para arzı üzerinde dolaylı yoldan denetim sağlamak amacıyla bankacılık sistemindeki TL rezervleri kontrol altında tutmaya odaklanmıştır (TCMB, 2002).

<sup>60</sup> Bu kanunla, sermayelerini halka açan şirketlere vergi avantajları tanınmış ve finansman güçlüğü içinde bulunan şirketler ve bu şirketlerden alacaklı olan bankaların sorunlarına çözüm getirmeyi amaçlamıştır.

<sup>61</sup> Böylece, Bakanlar Kurulu, menkul kıymetlerin halka satışında düzenlenen aracılık sözleşmelerinin tabi olduğu damga vergisi oranını sifıra kadar indirmeye yetkili kılınmıştır.

işlem yapan kuruluşların bağımsız denetim kuruluşlarınca denetlenme esasları düzenlenmiştir. Küçük tasarruf sahiplerinin tasarruflarını sermaye piyasasına çekmek için, 1986 yılı sonunda SPK tarafından çıkarılan bir tebliğle, bankaların menkul kıymetler yatırım fonu kurma faaliyetleri yeniden düzenlenmiş ve 1987 yılı ortasından itibaren çok sayıda banka menkul kıymetler yatırım fonu işletmeye başlamıştır.

Ayrıca, 3 Temmuz 1987 tarihinde yürürlüğe giren umumi disponibiliteler oranının yükseltilmesi ve aynı tarihte yürürlüğe giren mevduat münzam karşılıkları hakkında tebliğle, karşılık oranının düşürülmesi sonucunda alacaklı çıkan bankaların alacaklarının DİBS alımında kullanılması sonucunda, bankaların portföylerinde bulundurmaları zorunda oldukları DİBS miktarını arttırmıştır. Ayrıca, piyasa mekanizması içinde belirlenen faiz oranlarının, genellikle, mevduatın sağladığı net getirinin üzerinde seyretmesi, tanınan vergi avantajları, kredi riski taşımaması, birçok alanda teminat olarak kullanılabilmesi ve açık piyasa işlemlerine konu olması DİBS'lere sürekli bir talep yaratmıştır.

1980'li yıllarla birlikte, "Para Yönetimi" kavramına verilen önem çerçevesinde bankacılık sektörünün rezervleri üzerinde, uygulanan para politikasının etkilerinin rasyonel bir biçimde gözlenmesi ve ekonominin likiditesinin daha sağlıklı yönetilebilmesi amaçlanmıştır. Bu amaca uygun olarak, 4 Şubat 1987 tarihinden itibaren uygulanmaya başlanan Açık piyasa işlemlerine işlerlik kazandırılmasını, Devlet iç borçlanma senetlerinin alım satımının yapılacağı bir piyasa kurularak, Devletin iç borçlanma politikasına yön verilebilmesini, döviz ve efektif alım satımının yapılacağı bir piyasa kurularak, uygulanan liberal ekonomi politikası paralelinde milli paramızın değerinin piyasa ekonomisi kuralları dahilinde korunabilmesini, TCMB aktiflerinin önemli bir bölümünü oluşturan döviz işlemlerinin TL işlemleri ile birlikte ve daha rasyonel şekilde yürütülebilmesini, Merkez Bankasının takibi yürütülen fonların para politikası doğrultusunda yönlendirilecek piyasada mevcut likiditenin ayarlanabilmesini temin etmek amacıyla, Banka Meclisinin 9 Ekim 1987 tarihli kararıyla 22 Ekim 1987 tarihinden geçerli olmak üzere

“Para Piyasaları ve Fon Yönetimi Genel Müdürlüğü” adı altında yeni bir genel müdürlük kurulmuştur (TCMB Yıllık Rapor,1987).

Piyasaların oluşumu Türk bankacılık sistemine yeni bir boyut kazandırarak, para yönetimi kavramının önemini tanıtmış ve fon yönetiminin yalnızca Türk lirası, döviz ve menkul kıymet olarak birbirinden bağımsız yönetilmesi değil, birbirlerini ilgilendirmesi nedeniyle bir arada yürütülmesi ilkesini de getirmiştir. Bankalar arasında Türk lirası, döviz ve efektif alışverişinin yanı sıra, Türk bankacılık sisteminde döviz ve efektif yönetimi ile döviz ve efektif yönetiminin uluslararası bankacılık yöntemlerine uygun bir rasyonellik içinde yürütülmesi kavramlarının yerleşmesine de neden olmuştur. Bu işlevler çerçevesinde, Türkiye’de para piyasalarının gelişmesi, başta açık piyasa işlemleri olmak üzere, para politikası araçlarının aktif olarak kullanılmasına, para politikası aktarım mekanizmasının güçlenmesine imkan sağlamıştır.

1987 yılı için, Hükümetin belirlediği % 5 büyüme ve % 25 enflasyon hedefine uygun olarak hazırlanan parasal program çerçevesinde M2 artış hızı % 30 ve buna bağlı olarak rezerv paranın da % 28 oranında büyümesi öngörülmüştür. Yılın ilk yarısında parasal program hedefleri tutarken, yılın ikinci yarısında Hazine’ye verilen avans ve tarımsal amaçlı TCMB kredilerindeki artışlarla emisyon hacmindeki genişleme hızlanarak rezerv paranın program hedefini aşmasına yol açmıştır. Hükümet tarafından belirlenen makroekonomik hedefler doğrultusunda, 1987 yılı için bir parasal program hazırlanmıştır. Yıl sonunda, rezerv para % 40 ve M2 % 36 oranlarında büyüyerek program hedeflerinin üzerinde gerçekleşmiş, enflasyon % 38,9 ile % 25’lik hedefin oldukça üzerinde kalmıştır.

1987 yılında diğer bir ilginç gelişme, Bankacılık kesimine açılan kısa vadeli TCMB kredilerinin, özellikle ihracat kredilerinde yaşanan sorunları çözmek amacıyla<sup>62</sup>, 20 Kasım 1986 gün ve 19287 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmış bulunan TCMB’nin “İhracat Kredileri Hakkında 1 No.lu Tebliğ”i

---

<sup>62</sup> Bakanlar Kurulu’nun 13 Aralık 1984 gün ve 84/8861 sayılı Kararı eki İhracatı Teşvik Kararı ve Teşvik Uygulama Başkanlığının 85/2 sayılı Tebliği ile İhracatı Teşvik Tedbirleri yeniden düzenlenerek, İhracatı Teşvik belgesi, İhracatı Teşvik Fonu Belgesi ve Belgesiz İhracat Kredileri uygulamaları ile ihracat kredilerine tanınan teşvikler yürürlükten kaldırılmıştır.

01 Aralık 1986 tarihinde yeni ihracat reeskont kredisi olarak yürürlüğe konulmuştur. Böylece, TCMB'nin ihracatın desteklenmesinde de rolü artırılmaya başlanmıştır.

Orta vadeli reeskont kredisi<sup>63</sup> işlemleri Beş Yıllık Kalkınma Planları, Yıllık Programlar, yatırımların teşviki ve yönlendirilmesine ilişkin olarak Bakanlar Kurulu Kararları ile Devlet Planlama Teşkilatı'nca yayımlanan tebliğler ve Para-Kredi Kurulu<sup>64</sup> Kararları paralelinde TCMB Banka Meclisi'nce belirlenen esas ve şartlara göre yürütülmüştür. 1980'li yıllarda orta vadeli reeskont kredilerinde<sup>65</sup> görülen artışlarda, sektörel öncelikleri gözeten teşvik sistemi oldukça etkili olmuştur. Kalkınma Planı ile tespit edilen hedefler, yıllık programlar ve yatırımların teşviki ve yönlendirilmesi amacıyla DPT tarafından çıkartılan tebliğler dikkate alınarak düzenlenen orta vadeli reeskont kredisi esas ve şartları çerçevesinde, teşvik belgesine bağlanmış

<sup>63</sup> Teşvik belgesine bağlanmış özel kesim yatırımlarının finansmanı için, bankalara yatırım, donatım, işletme, revize yatırım ve yatırım malları imalatçı satıcı kredisi verilmiştir. Kredi oranları, aracı bankaların ticari banka veya yatırım ve kalkınma bankası oluşu, firmanın hukuki yapısı, projenin ait olduğu kesim, yatırımın yapıldığı yöre, ihracat garantili oluşu gibi kriterlere göre farklılıklar göstermiştir.

<sup>64</sup> IV. Beş Yıllık Kalkınma Planı (1979-1983) "1980 Yılı Programı" içerisinde kurulması öngörülen Para-Kredi Kurulu, Bakanlar Kurulu'nun 25.1.1980 tarih ve 16880 sayılı Resmî Gazetede yayımlanan 8/166 sayılı kararı ile oluşturulmuştur. Kurul'un ortaya çıkmasının temel gerekçesi 1980 Yılı Programı'nın üçüncü bölümünde yer alan "Para-Kredi Politikası Tedbirleri" başlığı altında şu şekilde ifade edilmektedir: "Parasal arz ve talep dengesinin korunması amacıyla parasal arzı büyüklüğünün, reel mal ve hizmet üretimi artışı, stoklama eğilimindeki gelişmeler, ekonominin parasallaşma gerekleri ile yapısına ait nedenlerden ve doğrudan doğruya maliyet artışlarından kaynaklanan fiyat artışları ile uyumlu bir düzeyde tutmak esas olacaktır. Bu amaçla ve özellikle kısa dönemli parasal gelişmeleri değerlendirmek ve buna göre yeni büyüklükleri saptamak üzere Maliye Bakanlığı, Merkez Bankası ve Devlet Planlama Teşkilatı'ndan oluşan Para-Kredi Kurulu kurulacaktır. Bu kurul parasal gelişmelerin 1980 Program hedefleri doğrultusunda gerçekleştirilmesini amaçlayacaktır." Kuruluş gerekçesi bu şekilde ifade bulan Para ve Kredi Kurulu'nun amaçları, görev yetkileri anılan Bakanlar Kurulu Kararında şu şekilde belirlenmektedir: a) Para ve kredi politikasının uygulanmasında koordinasyonu sağlamak, b) Kredilerin, plan ve program ilkelerine uygun olarak dağılımını ve finansman güçlüklerinin giderilmesini temin etmek, c) Destekleme fiyatları konusunda tavsiyelerde bulunmak, d) Ödemeler dengesindeki gelişmeleri takip ederek, gerekli tedbirleri almak. Para-Kredi Kuruluna verilen bu görevlerden "para ve kredi politikasının uygulanması" ve "kredilerin plan ve program ilkelerine uygun dağılımını temin etmek" görevleri daha önce Merkez Bankası'nca ifa edilmekteydi. Diğer görevler ise Maliye Bakanlığı, Ticaret Bakanlığı ve Devlet Planlama Teşkilatı'nca ve bu kuruluşların önerileri dikkate alınarak, Bakanlar Kurulunca yerine getiriliyordu. Para-Kredi Kurulu, Başbakanlık Müsteşarının başkanlığında, 23.09.1980 tarihinden sonra Devlet Bakanı ve Başbakan Yardımcısı'nın başkanlığında, 16.07.1982 tarihinden sonra da Maliye Bakanı'nın başkanlığında; Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarı, Maliye Bakanlığı Müsteşarı, Ticaret Bakanlığı Müsteşarı, Devlet Planlama Teşkilatı İktisadi Planlama Dairesi Başkanı, Hazine ve Milletlerarası İktisadi İşbirliği Genel Sekreteri, T.C. Merkez Bankası Başkanı ve Maliye Bakanlığı Gelirler Genel Müdürü'nden oluşmaktadır. Kurulun Genel Sekreterliğini Devlet Planlama Teşkilatı Genel Sekreteri yapmaktadır. İlgili kuruluşlar, kurulda ele alınması söz konusu olacak konuları gerekli bilgilerle Kurul Başkanlığına iletmekte; Başkan, Sekreterliğin yapacağı hazırlık çalışmalarının durumuna ve konuların özelliklerine göre Kurul gündemini düzenlemektedir. Kurul Başkanı, Ekonomik İşler Yüksek Koordinasyon Kurulu veya Bakanlar Kurulu Kararı gerektiren durumlarda, gerekli işlemi yapmakta, Bakanlar Kurulu Kararı'nı gerektirmeyen durumlarda ilgili Bakanlıklarca uygulanmak üzere gerekli kararları almakta veya alınmasını sağlamaktadır. Para-Kredi Kurulu olağan olarak ayda bir kez veya Başkan gerek gördüğü zamanlarda toplanmaktadır. Para-Kredi Kurulu'nun bu güne dek almış olduğu kararlar genel olarak şu başlıklar altında toplanabilir: a) Türk Lirası değerinin yabancı paralar karşısındaki değerinin değiştirilmesine ilişkin kararlar, b) Destekleme alımlarına ilişkin olarak aldığı kararlar, c) İthalat rejimi kararına ilişkin olarak aldığı kararlar, d) İhracata, ihracatta vergi iadesi listelerine ve ihracat teşviklerine ilişkin olarak aldığı kararlar, e) Destekleme ve Fiyat İstikrar Fonu'ndan yapılacak ödemelere ilişkin kararlar (Ateş, 2001).

<sup>65</sup> Orta vadeli reeskont kredileri, imalat sektörüne, özel önem taşıyan sektörler (turizm, gemi inşa, haberleşme, enerji, eğitim, tarım ve sağlık), Madencilik sektörüne, dışarıdan gemi alımlarına ve tarım sektörüne verilmiştir. Ayrıca, 1986 yılında ilk kez ihdas edilen özel orta vadeli (işletme) reeskont mutabakatlarının tamamı imalat sektöründe yer alan firmalar için tahsis edilmiştir.

özel kesim yatırımlarının finansmanı için, bankalara yatırım, donatım, işletme, revize yatırım ve yatırım malları imalatçı satıcı kredisi verilmesine 1987 yılında da devam edilmiştir. 1987 yılında sürdürülen reeskont kredisi uygulamasında kredi oranları yine, aracı bankanın ticari banka veya yatırım ve kalkınma bankası oluşu, firmanın hukuki yapısı, projenin ait olduğu kesim, yatırımın yapıldığı yöre, ihracat garantili oluşu gibi kriterlere göre farklılıklar göstermiştir. Böylece, TCMB bir yandan dolaylı para politikası araçlarına yönelirken, diğer yandan doğrudan para politikası araçlarını kullanmaya devam etmiştir.

Özellikle 1980'li yılların ikinci yarısında, her ne kadar kamunun TCMB kaynaklarını kullanmaması amaçlanmışsa da sonuçta TCMB bilançosunun kontrol edilememesinin altında, aşağıdaki Tablo 3.13.'de görüleceği üzere TCMB'nin kamu sektörüne olan kredilerindeki artış yatmaktadır.

**TABLO 3.13. 1980 - 1987 DÖNEMİ TCMB BİLANÇO GELİŞMELERİ (MİLYAR TL)**

	1980	1987	DEĞİŞİM		1980	1987	DEĞİŞİM
<b>Vartıklar</b>	<b>1,386.3</b>	<b>25,644.3</b>	<b>24,258.0</b>	<b>Yükümlülükler</b>	<b>1,386.3</b>	<b>25,644.3</b>	<b>24,258.0</b>
<b>I. Altın Mevcudu</b>	13.8	1,812.7	<b>1,598.9</b>	<b>I. Sermaye</b>	0.025	0.025	<b>0.0</b>
<b>II. Madeni Para</b>	0.0	1.5	<b>1.5</b>	<b>II. Tedavüldeki Banknotlar</b>	278.6	3,018.3	<b>2,739.6</b>
<b>III. Dahildeki Muhabirler</b>	0.1	0.1	<b>0.0</b>	<b>III. Mevduat</b>	266.4	10,836.1	<b>10,569.7</b>
<b>IV. İç Krediler</b>	655.2	3,438.7	<b>2,783.5</b>	A - Kamu Sektörü	51.7	610.9	<b>559.2</b>
A - Kamu Sektörü (Kurumları)	414.5	2,270.4	<b>1,855.9</b>	B - Bankacılık Sektörü	157.7	3,922.1	<b>3,764.4</b>
a - Hazine (kva)	208.0	1,406.6	<b>1,198.6</b>	C - Muhtelif	17.8	6,113.9	<b>6,096.0</b>
b - Kamu İktisadi Kuruluşları	18	18.7	<b>16.8</b>	a - Kredi Mektuplu Döviz Mevduatı		6,021.6	<b>6,021.6</b>
c - İktisadi Devlet Teşekkülleri	197.5	845.1	<b>647.6</b>	b - Diğer	17.0	92.3	<b>75.3</b>
B - Bankacılık Sektörü	235.0	1,168.3	<b>933.3</b>	D - Uluslararası Kuruluşlar	39.2	1.1	<b>(38.1)</b>
a - Ticari	91.2	104.8	<b>13.6</b>	E - Fonlar		188.2	<b>188.2</b>
b - Tarım	117.6	507.1	<b>389.5</b>	<b>IV. Dış Krediler</b>		4,139.3	<b>4,139.3</b>
c - Sınai	10.8	516.7	<b>505.8</b>	<b>V. İthalat Teminat ve Depozitoları</b>	100.8	203.2	<b>102.4</b>
d - Tahvil Üzerine Avans	15.4	8.5	<b>(6.9)</b>	<b>VI. Altın Alacaklıları</b>	0.0	21.9	<b>21.9</b>
e - Diğer	0.0	31.3	<b>31.3</b>	<b>VII. Döviz Taahhütleri (Konvertibl)</b>	22.7	670.3	<b>647.7</b>
<b>V. Dış Krediler</b>		1,698.9	<b>1,698.9</b>	<b>VIII. APİ (Röpor Alacaklıları)</b>		1,328.1	<b>1,328.1</b>
<b>VI. APİ (Röpor Borçluları)</b>		1,224.7	<b>1,224.7</b>	<b>IX. Ödenecek Senet ve Havaleler</b>	0.4	7.1	<b>6.7</b>
<b>VII. Menkul Değerler Cüzdanı</b>	0.1	0.1	<b>0.1</b>	<b>X. Muvakkat Alacaklılar</b>		2,068.1	<b>2,068.1</b>
<b>VIII. Döviz Borçluları</b>	96.2	1,905.1	<b>1,808.9</b>	<b>XI. Karşılıklar</b>		28.4	<b>28.4</b>
<b>IX. İtfaya Tabi Hesaplar ve Aktifleştirilen Alacaklar</b>	331.0	10,937.6	<b>10,606.6</b>	<b>XII. Diğer Pasifler</b>	717.4	350.9	<b>(366.5)</b>
<b>X. Takipteki Alacaklar</b>		5.2	<b>5.2</b>	<b>XIII. Akreditiflerden Alacaklar</b>		2,972.6	<b>2,972.6</b>
<b>XI. Muvakkat Borçlular</b>		1,741.3	<b>1,741.3</b>				
<b>XII. Akreditiflerden Borçlular</b>		2,867.3	<b>2,867.3</b>				
<b>XIII. Diğer Aktifler</b>	289.4	210.4	<b>(79.0)</b>				

Kaynak: 1980 ve 1987 Yılları TCMB Yıllık Raporları. Bu dönemde kümülatif enflasyon % 1,731.8'dir.

1980'li yıllarda TCMB bilanço büyüklüğü genişlemesi ile parasal genişlemenin ölçüsü olan bankalar mevduatı ve emisyon artışı arasında dengesizliğin iyice arttığını görmekteyiz. 1980 – 87 döneminde TCMB bilançosu 24,3 trilyon lira genişlerken, yükümlülükler kısmında yer alan emisyon artışı sadece 2,7 trilyon lira, bankalar mevduatı da 3,8 trilyon lira gibi sınırlı artışlar göstermiştir. Dolayısıyla, TCMB bilanço genişlemesi asıl olarak başka kalemlerden kaynaklanmıştır. Yukarıdaki Tablo 3.13.'den de görüleceği üzere, söz konusu dönemde, yurtdışındaki işçilerimizin döviz tevdiat hesaplarını gösteren kalem 6,0 trilyon lira artış gösterirken, dış krediler kalemi 4,1 trilyon lira artış göstermiştir. Bu krediler çeşitli ülkelerden TCMB aracılığıyla alınan proje ve diğer finansman kredilerinden oluşmuştur. Böylece, TCMB'nin döviz cinsi yükümlülüğü toplam 10,1 trilyon lira artış göstermiştir. Bu artışlar önemli ölçüde Türk lirasının sürekli ve yüksek



oranlarda değer kaybetmesinden kaynaklanmışsa da bilançonun döviz cinsi dış yükümlülüklerden kaynaklanması çarpıcıdır. Halbuki bu dönemde TCMB'nin dış varlıklarından altın mevcudu 1,6 trilyon lira, döviz borçluları kalemi de 1,7 trilyon lira artış göstermiş, dolayısıyla, TCMB net döviz rezervleri eksi düzeyde olmaya devam etmiş, TCMB Türkiye'nin ödemeler dengesi açıklarını finanse etmiş ve itfaya tabi hesaplarda görüleceği üzere büyük ölçüde zararlarla karşı karşıya kalmıştır.

Bilançonun diğer varlıklar kalemlerine baktığımızda, parasal genişlemenin önemli ölçüde iç kredilerdeki genişlemeden kaynaklandığını görmekteyiz. Bu dönemde TCMB'nin kısa vadeli avans dahil kamu sektörüne kredileri 1,9 trilyon lira artarken, bankacılık sektörüne kredilerinin 0,9 trilyon lira arttığını, bankacılık sektörüne verilen kredilerin de tarım kredileriyle sınıai kredilerden oluştuğunu görmekteyiz.

Bankacılık kesimine açılan kısa vadeli TCMB kredilerinin çeşitli ekonomik faaliyet alanlarına göre dağılımının seyrine bakıldığında son yıllarda, ihracat kredilerinde bankacılık kesiminin kendi kaynaklarından artan ölçüde finanse edilmesine yönelik tercih sonucuna göre azalma, ihracatın 1987 yılında öngörülen seviyeye çıkarılması amacıyla 01 Aralık 1986 tarihinde yürürlüğe konulan yeni ihracat reeskont kredisi dolayısıyla 1987 yılında büyük bir artış görülmüştür. Aynı zamanda, T.C. Ziraat Bankası'na tahsis edilen yeni tarımsal reeskont kredisi dolayısıyla, 1987 yılında, diğer yıllara göre tarımsal kredilerde bir yükseliş izlenmiştir. Bankacılık kesimine açılan orta vadeli reeskont kredilerinde son yıllarda gözlenen çok hızlı artışlar, reeskont kredisi ağırlıklı bir reeskont politikası uygulandığını göstermektedir.

Diğer yandan, TCMB, Banka Meclisinin 21 Kasım 1986 tarih, 5012/14611 sayılı kararı ile oluşturulan "Açık Piyasa İşlemleri" dolayısıyla Hazine ve bankalardan satın aldığı DİBS'ler Menkul Değerler Cüzdanında gözükmekle birlikte, 1987 itibarıyla TCMB'nin henüz bu çerçevede DİBS almadığını görmekteyiz.

Dış Krediler Hesabı, TCMB ile Irak, Pakistan, Cezayir ve Bangladeş Merkez Bankaları arasında imzalanan Bankacılık Anlaşmaları gereğince kullandırılan kredileri göstermektedir.

1980 – 87 döneminde en çarpıcı artış İtfaya Tabi Hesaplar ve Aktifleştirilen Alacaklar Kaleminde görülmüştür. Söz konusu kalemin ayrıntıları aşağıdaki gibidir: (i) 2974 Sayılı Tahkim Kanunu Uyarınca Aktifleştirilen Alacaklar Kalemi, 31.01.1984 tarih, 2974 sayılı Bazı Kamu Kurum ve Kuruluşlarının Borçlarının Tahkimi Hakkındaki Kanun gereğince Tahkim edilen alacaklarımızı göstermekte olup, bakiyesi 2,4 trilyon liradır. (ii) Merkez Bankası Kanununun 61. maddesi gereğince Değerlendirme Farkı, 8,5 trilyon liralık kur farkını göstermektedir.

Daha önceki bilançolarda gözükmeyen yeni bir kalem Açık piyasa İşlemleri kalemidir. Röpor Borçluları (Api) Hesabının 714,684,483,750 lirası işlemin yapıldığı tarihteki TL kurlarından döviz röpor işlemleri nedeniyle bankaların TCMB'ye olan TL borçlarını (nakit) ve 509,999,478,480 lirası da açık piyasa işlemlerinden bankaların TCMB'ye olan devlet iç borçlanma senetlerinden borcunu (menkul değerler) göstermektedir. Buna karşın, Röpor Alacaklıları Hesabının, 524,254,780,480 lirası bankaların açık piyasa işlemlerinden Merkez Bankasından olan TL alacaklarını (nakit) ve 803,884,505,625 lirası da bankaların döviz röpor işlemlerinden Merkez Bankasından yabancı para olarak alacaklarını göstermektedir.

### **3.3.7. 1987 – 1990 Dönemi**

1988 sonrası dönemi genel olarak makroekonomik istikrarın, kısa dönemli istikrar tedbirlerine rağmen, genel olarak bozulmaya başladığı bir dönem olarak adlandırmak mümkündür. Ancak, makroekonomik istikrardaki bozulmaya karşın, gelişmelere merkez bankacılığı ve finansal piyasalar açısından bakıldığında, 1988 – 1990 dönemi, çok köklü değişimlerin olduğu, günümüz merkez bankacılığının ve finansal piyasa altyapısının oluşturulduğu, bir çok ilklere rastlandığı dönem olarak karşımıza çıkmaktadır.

Makroekonomik verilere bakıldığında, aşağıdaki Tablo 3.14.'den de görüleceği üzere, 1987 sonrasında ortalama büyüme hızının düştüğü, enflasyonun yaklaşık 2 kat artarak çok daha yüksek bir platoya oturduğunu, kurlarda baskıların gözlemlendiğini görmekteyiz.

**TABLO 3.14. 1987 - 1990 DÖNEMİ TEMEL EKONOMİK GÖSTERGELER**

	1987	1988	1989	1990	Ortalama
Büyüme (%) <sup>1</sup>	9.8	1.5	1.6	9.4	<b>5.6</b>
Enflasyon (%) <sup>2</sup>	38.9	73.7	63.3	60.3	<b>59.1</b>
Emisyon Artışı (%) <sup>3</sup>	49.3	48.6	86.5	68.2	<b>63.2</b>
1 ABD Doları (TL) <sup>4</sup>	1,023.44	1,816.65	2,316.00	2,933.00	<b>2,022.27</b>
Kısa Vadeli Reeskont Faizi <sup>5-6</sup>	48-45	45-54	54	40-43-45	<b>47.7</b>
İhracat Değeri <sup>6</sup> (Milyar ABD \$)	10.2	11.7	11.6	13.0	<b>11.6</b>
İthalat Değeri <sup>7</sup> (Milyar ABD \$)	14.2	14.3	16.0	22.3	<b>16.7</b>
Dış Ticaret Dengesi <sup>8</sup> (Milyar ABD \$)	-4.0	-2.7	-4.3	-9.3	<b>-5.1</b>

1) 1987-1990 dönemi 1987 fiyatlarıyla.

2) 1987 yılı enflasyon rakamı 1978=100'e göre ve 1988-1990 dönemi enflasyon rakamları ise 1987=100'e göre DİE'ye ait 12 aylık ortalamalara göre TÜFE verileridir.

3) Yılları itibarıyla.

4) Yılları itibarıyla döviz satış kurları.

5) Kısa ve orta vadeli kredi işlemlerine uygulanan en yüksek faiz oranlarıdır. Bankamızca, sektör ve firma bazında bu oranların altında değişik tercihli faiz oranları da uygulanmıştır.

6) Vadesine en çok 3 ay kalan senetler karşılığında yapılan iskonto ve avans işlemlerinde uygulanan oranlar olup, 01.01.1990 tarihinden itibaren avans sistemi uygulamasına son verilerek iskonto sistemine geçilmiş, iskonto ve avans işlemleri bazında tek bir faiz oranı tespitine başlanmıştır.

7) Yılları itibarıyla milyar ABD Doları ve FOB.

8) Yılları itibarıyla milyar ABD Doları ve CIF.

9) Yılları itibarıyla milyar ABD Doları.

Kaynak: TCMB, HM, DİE, DPT ve MB

1987 yılında faiz politikası, hem faiz oranlarının ekonomik faaliyeti çok yavaşlatacak düzeylere ulaşmamasını hem de TL cinsinden yapılan mali tasarrufların çekiciliğini sağlayacak şekilde uygulanmaya çalışılmıştır. Fiyat artışlarının yılın ikinci yarısında hızlanmasıyla birlikte mevduat faiz oranları enflasyonun gerisinde kalmıştır. 1987 yılı içinde, kamu sektörüne açılan kredilerdeki olağanüstü artışların etkisiyle, emisyon 3 trilyon Türk lirasını aşmıştır. Emisyondaki bu artışın yarattığı likidite fazlası, enflasyondaki yükselme sonucunda vadeli mevduat faizlerinin reel olarak negatif olmasının da etkisiyle, dövize fazla talep biçimine dönüşmüştür. Dövize olan bu fazla talep, TCMB ile serbest piyasa kurları arasındaki farkın açılmasına yol açmış, bu da söz konusu sürecin güçlenerek kendisini yinelemesine neden olmuştur.

Bu gelişmeler Merkez Bankası'nın parasal hedefleri tutturabilmesini güçleştirmiş, kurlar üzerinde baskı yaratmış, bunun üzerine piyasadaki likidite fazlasını çekmek ve Türk lirası tutmayı yeniden cazip hale getirmek amacıyla *04 Şubat 1988 tarihli kararlar* yürürlüğe sokulmuştur. Bu kararlarla;

- İthalat teminatları % 7'den % 15'e çıkarılmıştır.
- İhracatta kazanılan dövizin fiilen yurda getirilmesine yönelik, teşvik edici tedbirler yürürlüğe konulmuştur. İhracata vergi iadesi ödemeleri artırılmıştır.
- Vadeli ve vadesiz resmi mevduat faiz oranı azami % 10 olarak belirlenmiş ve bankalararası mevduattaki faiz oranları serbest bırakılmıştır. Yıllık azami faiz oranları, vadesizde % 36, 1 ay vadelerinde % 40, 3 ay vadelerinde % 45, 6 ay vadelerinde % 52 ve 1 yıl vadelerinde ise % 65 olarak saptanmıştır.
- MMK oranı % 14'ten % 16'ya ve dispoñibilite oranı da % 23'ten % 27'ye yükseltilmiştir.

Bu önlemler ile, özellikle yüksek faiz oranlarının yatırımları caydırması ve büyüme hızının düşürülmesi hedeflenmiştir. Ayrıca, teminat oranlarının artırılması ile döviz talebinin daraltılması ve ithalatın kısılması amaçlanmıştır. Karşılık oranlarının yükseltilmesi ise bankaların kredi verilebilir fonlarını daraltarak piyasada para darlığı meydana getirmeye yönelik olmuştur (Pirimoğlu, 1991).

Bu arada, 1988 yılında TCMB'nin bünyesindeki Bankalararası Para Piyasası uygulamalarında da değişikliğe gitmeye başladığını görmekteyiz. Bu dönemi, 29 Şubat 1988 öncesi, 29 Şubat – 21 Mart 1988 arası ve 21 Mart 1988 sonrası şeklinde incelemekte yarar vardır. 29 Şubat öncesinde faizler, TCMB'nin müdahalesi olmaksızın, piyasada oluşuyordu. 29 Şubat – 21 Mart arasında ise bankaların talep – teklif dengesizliği oluştuğu durumlarda, piyasada oluşan faizlerde ani düşmeyi veya yükselmeyi engellemek için, MB alt ve üst limitler vererek faizlerin bu sınırları aşması halinde, piyasaya müdahale etmeye başlamıştır. 21 Mart 1988 tarihinden itibaren BPP'de çift

tarafli fiyat kotasyonu verilebilen yeni bir piyasa açılmıştır. Başlangıçta 24 bankanın katıldığı bu yeni piyasanın temel özellikleri şunlardır:

- Bankaların çift yönlü kotasyonları için alt ve üst fiyat limitleri uygulanmamaktadır,
- Bu piyasada işlem yapmak için TCMB'ye komisyon verilmesi gerekmemektedir,
- Bu piyasada TCMB de çift yönlü fiyat verebilmekte ve piyasaya para sunmakta ya da çekebilmektedir.

Bu yeni piyasayı kurmanın iki temel amacı vardır. İlk amaç açık piyasa işlemlerine yardımcı olmaktır. İkinci nihai amaç ise BPP'yi, bankaların alış ve satış olarak çift yönlü kota ettikleri fiyatlarla işlem yapabilecekleri bir piyasaya dönüştürmektir.

*1988 yılı Ağustos ayında mali piyasalarda yapılan bir değişiklikle de, döviz kurlarının piyasa koşulları<sup>66</sup> çerçevesinde tespiti sistemine geçilmiştir.* Bu amaçla 1211 Sayılı TCMB Kanununun ilgili maddelerine dayanılarak, 24 Kasım 1987 tarih ve 5280/14879 Sayılı TCMB Banka Meclisi Kararı ile TCMB nezdinde Döviz ve Efektif Piyasaları (DEP) kurulmuştur. DEP faaliyetleri 08 Ağustos 1988 tarihinde Kur Belirleme Seansları ile başlamış ve daha sonra 14 Eylül 1988'de TL – Döviz, TL – Efektif piyasaları, 21 Eylül 1988'de Efektif – Efektif (TL karşılığı Swap), Döviz – Döviz ve Döviz – Efektif piyasaları ve nihayet 12 Ekim 1988'de Döviz Depoları ve TL Depo – Döviz Depo piyasaları açılmıştır. Böylece, Merkez Bankası'nın kur politikasına yardımcı olacak bir araç sağlanmış ve bankacılık sisteminde döviz ve efektif rezervlerinin etkin kullanımı yönünde önemli bir adım atılmıştır. Döviz ve efektif piyasalarına bankalar, özel finans kurumları, Bakanlıkça faaliyetleri uygun görülen yetkili müesseseler ve TCMB'nin döviz pozisyonunu yöneten Döviz İşlemleri Müdürlüğü katılmıştır. DEP Müdürlüğü, bu piyasalarda tarafsız aracı olmak ve bilgi aktarımında bulunmak görevlerini üstlenmiştir. Bu piyasalarda gerçekleştirilen işlemlerden doğan her türlü döviz ve efektife ilişkin anapara

<sup>66</sup> 1988 yılının Ağustos ayından itibaren günlük döviz kurları, bankalar, özel finans kurumları, yetkili müesseseler ve TCMB Döviz ve Efektif Piyasaları Müdürlüğü'nün katıldığı, bir alım-satım seansı olan "günlük kur belirleme seansları" ile belirlenmeye başlanmıştır.

ve faiz ödemeleri TCMB pozisyonuna girmeden ilgili kuruluşlar adına gerçekleştirilmiştir.

Temmuz ayından itibaren mevsimlik olarak artan rezerv para ve emisyonu ek olarak, 01 Haziran'dan itibaren Hazine'nin ihale faizlerine limit koyması ile DİBS'lerin istenildiği ölçüde satılamaması piyasadaki likiditeyi tekrar arttırmış, negatif reel faizler nedeniyle kurlarda baskı gözlenmeye başlanmıştır. Negatif reel mevduat faizi (% 81'e ulaşan enflasyon oranı ve % 57'lik bir yıllık mevduat faizi) karşısında TL'nden kaçış ve döviz mevduatına talebin artışı sonucu TL, yabancı paralar karşısında büyük çapta değer kaybetmiştir. Bunu önlemek amacıyla, TCMB'nin kurlara müdahalesinin yanında, 12 Eylül 1988 tarihinde, aynı gün Resmi Gazete'de yayımlanan TCMB (sıra no : 7) Tebliği ile resmi mevduat dışındaki mevduat türlerine uygulanacak faiz oranları bankalar tarafından belirlenmek üzere serbest bırakılmış, (bunun sonucu 1 yıl vadeli mevduat faiz oranı % 85'e tırmandı), döviz mevduatına uygulanan zorunlu karşılık oranını vadesizler için % 20'den % 25'e yükseltilmiş, ancak bankaların bu karşılığı TL cinsinden tutabilmeleri hükmü getirilmiştir. MMK oranı %14, toplam disponibilitate oranı ise % 30 olarak belirlenmiştir. Ayrıca vadesiz mevduata uygulanan munzam karşılık oranı da % 14'ten % 25'e yükseltilmiştir (Keyder, 2002).

1989 yılında ekonomide üç önemli gelişme gözlenmiştir:

1. 12 Eylül hükümetleri ve birinci Özal hükümeti döneminde bastırılmış ve reel olarak aşınmış olan ücretlerde ani bir sıçrama olmasıdır. Bu zaten artmakta olan kamu açıklarına önemli ölçüde katkıda bulunmuştur.

2. Kamu açıklarının finansmanında ağırlığın Merkez Bankası kaynaklarından iç borçlanmaya doğru çevrilmesidir. İç borçlanmanın yapılabilmesi için faizlerin yükseltilmesi gerekmiştir. Sonuç olarak hem borç yükü artmaya hem de vade yapısı kısalmaya başlamıştır.

3. 32 Sayılı Kararla birlikte sermaye hareketlerinin serbestleşmesidir.

Birinci ve ikinci gelişme birbiriyle iç içedir. Yani, reel ücretlerin artması kamu açıklarının artmasına katkıda bulunmuştur. Burada asıl önemli olan, faizlerin yükselmesi ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi arasındaki ilişkidir. Bu ilişki, faiz-kur makasının, Türkiye'ye kısa vadeli sermaye girişindeki artışın, bankaların açık pozisyonlarını büyütme yönelmelerinin, kısacası 1994 yılı başlarındaki krizin arkasında yatan nedendir (Akyüz, 1993).

1988 – 1990 dönemi en önemli olaylarından birisi 11 Ağustos 1989 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanarak uygulamaya konulan *Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Kararla* kambiyo rejiminde köklü değişiklikler meydana getirilmesidir. Bu Kararla, gerçekçi döviz ve faiz politikası uygulamaları, dış ticarete serbestleşme ve para ve sermaye piyasalarındaki kurumsal yeniliklerin ardından, en önemli ve son aşama olan sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve tam konvertibiliteye geçiş gerçekleşmiştir.

32 Sayılı Kararname'ye ilişkin bazı maddeler şunlardır:

- Bankalar, yetkili müesseseler ve özel finans kurumlarınca Türkiye'de yerleşik kişilere 3000 ABD Doları veya eşitine kadar döviz satılabilecektir.
- Vadeli döviz alım ve satımına ilişkin şartlar basitleştirilmiştir.
- İhracat işlemlerinde bankaların yaptığı işleri özel finans kurumlarının da yapabileceği açıklanmıştır.
- Fiili ihraç tarihinden itibaren 90 gün içinde ihracat bedellerinin en az % 70'inin yurda getirilerek bankalar ve özel finans kurumlarına satılması halinde, kalan % 30 ihracatçıların serbest tasarrufuna bırakılmıştır.
- İthalat bedelleri bankaların yanı sıra özel finans kurumlarının kendi kaynaklarından da ödenebilecektir.
- 32 sayılı kararın 11. maddesi gereğince Türkiye'de yerleşik kişilerin, dışarıda yerleşik kişiler için veya bunlar adına yurtiçinde veya

dışında yapmış oldukları tüm hizmetler karşılığında elde ettikleri dövizleri serbestçe tasarruf edebilmeleri sağlanmıştır. (yurda getirmeleri zorunlu değildir)

- Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nın iznine tabi olarak Türkiye'den gidecek yerli sermaye limiti 3 milyondan 25 milyon ABD dolarına yükseltilmiştir.

- Türkiye'de yerleşik kişilerin, bankalar ve özel finans kurumları aracılığı ile yabancı borsalarda kote edilmiş menkul kıymetleri satın almaları ve bu kıymetlerin alış bedellerini yurtdışına transfer ettirmeleri serbest bırakılmıştır.

- Dışarıda yerleşik kişilerin Borsa'da kote edilmiş her türlü Türk menkul kıymetlerini TL ödeyerek satın almaları mümkün kılınmıştır.

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

- Dışarıda yerleşik kişilere ait blokaj yükümlülüğü tümüyle kaldırılmıştır.

Bu uygulama ile ;

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

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

- Sermaye hareketlerini serbestleştirerek, bankaların yurtdışından kredi bulmasına imkan sağlamak, arzu edilmiştir (Akdiş, 2001).

1980'lerin sonuna doğru Türkiye Ekonomisinin istikrarsız yapısını ortaya koyan en önemli faktörler; seçim ekonomisi ile artan kamu açıkları,



hızla büyüyen dış borçlar ve % 80'ler civarındaki enflasyon oranıdır. Bütçe açıklarının finansmanı için, hükümet giderek artan oranda DİBS ihraç etmesi; kamuyu finans sektörünün belirleyicisi konumuna getirmiştir. 1989 yılının 2. yarısının başında yapılan yüksek ücret zamları, tüketim harcamaları yoluyla talep düzeyini de uyarmıştır.

Para politikası amaçlarına ulaşmak için ekonomik konjonktürdeki gelişmeler çerçevesinde 1980 öncesi dönemde genelde dolaysız para politikası araçlarını kullanan TCMB, 1980 – 1988 döneminde dolaysız para politikası araçlarından dolayı para politikası araçlarını kullanmaya başlamış, 1989 sonrasında ise dolaylı para politikası araçlarından piyasa bazlı araçları daha yoğun olarak kullanmaya başlamıştır. Bu araçların etkinliği ancak, TCMB'nin bilançosuna hakim olabilmesiyle mümkündür. Bu nedenle, 28 Mart 1989 yılında, HDTM ve TCMB arasında, 1211 sayılı Kanun'un 50. maddesi çerçevesinde yapılan protokol ile Hazine'ye açılan avansın % 4 faiz ile kullanılan kısmına bir tavan (3.5 trilyon TL) getirilmiştir. Ayrıca, yine yukarıda açıklanan amaçlara ulaşabilmek için orta ve uzun vadeli reeskont uygulamasına<sup>67</sup> da, Ekim 1989 tarihinde alınan bir kararla, 01 Ocak 1990 tarihinde son verilmiştir. Böylece, 1989 yılı sonlarına kadar TCMB kredileri kalkınmanın finansmanı amacıyla selektif kredi politikasının bir aracı iken (bir para politikası aracı değil), benimsenen yeni kredi politikasına göre TCMB reeskont olanakları, bankacılık kesiminin likiditesini ayarlamak amacıyla açılan kısa vadeli kredilerle sınırlandırılmıştır. Bu nedenle reeskont kredileri, selektif kredi politikası aracı olmaktan çıkartılarak, sadece para politikasının yürütülmesi amacıyla kullanılacak bir araç haline getirilmiştir.

Diğer bir değişim ise, 28.10.1989 gün, 20326 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan ihracat Reeskont Kredileri Hakkında 6 No.lu TCMB Tebliği ile, 1 yıl içinde en az 100 milyon ABD doları tutarında ihracat yapan firmalara performansları bazında rotatif olarak kullandırılan "Özel İhracat Reeskont

<sup>67</sup> TCMB Banka Meclisi'nin 26 Ekim 1989 gün, 5728/15327 sayılı Kararı ile, senet üzerine avans şeklinde işleyen orta vadeli reeskont kredisi uygulaması yürürlükten kaldırılarak, bankacılık sektörüne, likidite gereksinmelerini karşılamak amacı ile kısa vadeli reeskont penceresi açılması, diğer reeskont kredilerinin de daha sonra sisteme entegre edilmesi öngörülmüş, 07.12.1989 gün, 5763/15362 sayılı Kararı ile de TCMB reeskont uygulamasında değişikliğe gidilerek 01.01.1990 tarihinden itibaren yürürlüğe konulmak üzere, bankacılık kesimine, kullandırdıkları kredilerden doğan geçici likidite ihtiyaçlarının karşılanması amacı ile genel bir "kısa vadeli reeskont penceresi" açılmıştır. Bu sistemde, bankalara, ekonomik hedefler ve parasal program doğrultusunda tespit edilecek global limitten, her banka için tefrik edilen tutarlar yoluyla likidite sağlanacağı açıklanmıştır.

Kredisi" yürürlükten kaldırılmış, bu firmalara, Dış Ticaret Sermaye Şirketi statüsünü haiz olmaları kaydıyla, ihracat faaliyetleriyle ilgili döner sermaye ihtiyaçlarının karşılanması için geri ödemeli olarak kullanılmak üzere "Dış Ticaret Sermaye Şirketleri Reeskont Kredisi" adı altında yeni bir kredi ihdas edilmiştir.

Ayrıca, TCMB'nin 12.05.1989 tarihli, Değişken Faizli Mevduat Türleri Uygulamasına ilişkin 1 Sıra No.lu Tebliği ile, tasarruf mevduatı ile sınırlı kalmak üzere uzun vadeli değişken faizli mevduat uygulaması başlatılmış ve aynı tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan Mevduat Türleri ve Vade Dilimleri Hakkında Tebliği ile de 2, 3, 4 ve 5 yıl vadeli değişken faizli tasarruf mevduatı açılması imkanı tanınmıştır. TCMB'nin 03.08.1989 tarihli Mevduat Türleri ve Vade Dilimleri ve Değişken Faizli Mevduat Türleri Uygulamasına ilişkin Tebliği ile değişken faizli mevduat uygulaması, diğer kuruluşlar mevduatını içine alacak biçimde genişletilmiştir.

Yukarıda açıkladığımız Yeni TCMB Reeskont Kredilerinin gelişimini özetlersek; Bankalara kullanılan reeskont kredilerinin, bankacılık kesiminin likiditesini ayarlamak işlevine dönük bir para politikası aracı olarak kullanılabilmesi amacıyla;

1. Bankacılık kesimine, geçici likidite ihtiyaçlarının karşılanması için genel bir Kısa Vadeli Reeskont Penceresi açılması suretiyle TCMB'nin orta ve uzun vadeli kredi tahsisine son verilmesi,

2. TCMB portföyüne para politikası açısından gerekli esneklik kazandırılması için avans şeklinde işleyen hesapların tasfiye edilerek bunun yerine senet vadelerinin 92 güne çekilmek suretiyle iskonto ve reeskont şeklinde kredi kullanılması,

3. Faiz oranlarındaki sektörel farklılaştırmanın kaldırılarak reeskont ve avans işlemleri bazında tek faiz ve iskonto oranı uygulanması,

4. Daha önce avans şeklinde işleyen destekleme ve ihtisas kredileri yanında Türkiye İhracat Kredi Bankası A.Ş. aracılığıyla

kullandırılmakta olan Dış Ticaret Sermaye Şirketleri Reeskont Kredisinin de sisteme entegre edilmesi,

şeklinde belirlenen ve 1990 yılı başından itibaren uygulamaya konulan TCMB kredi politikası yıl boyunca başka herhangi bir değişiklik yapılmadan sürdürülmüştür.

Ayrıca, 31 Aralık 1989 tarihine kadar tahsis edilmiş ve vadelerine en çok 8 yıl kalmış senetlerin avansa kabulü suretiyle kullandırılmış bulunan, ancak 1 Ocak 1990 tarihinde yeni reeskont penceresi uygulaması ile birlikte firma bazında orta vadeli kredi uygulamasına son verildiğinden, tabi olduğu esas ve şartlar dahilinde tasfiye edilmeye başlanan orta vadeli kredinin bakiyesi azalmıştır.

Para programı, belirlenen para politikası doğrultusunda merkez bankalarının nihai hedefe ulaşmakta izleyecekleri yolu biçimlendiren bir program olarak tanımlanabilir. Açıklanan bu hedef temelde merkez bankalarının bir "irade beyanı" olmakta ve kredibilitesi ile çok yakın ilişkisi bulunmaktadır. Sonuç olarak, para politikaları bir takım araçlar kullanılarak nihai hedefe ulaşılmasını amaçlamakta, para programları ise bu nihai hedefe nasıl ulaşılabileceği sürecini tanımlayan somut bir yöntemi açıklamak için oluşturulmaktadır.

Esasında, TCMB 1986, 1987 ve 1988 yıllarında da para programı uygulamış ve parasal hedefler belirlemiş, fakat bunlar kamuoyuna açıklanmamıştır. Hatta, hedefler aşıldığı için 1989 yılı için para programı yapılmamıştır. 1990 yılında TCMB ilk defa, açıkça para programlarını kamuoyuna ilan edeceğini, ara hedefleme stratejisi uygulayacağını açıklayarak, uygulamalarında bu programlara bağlı kalacağını taahhüt etmiştir (Uygur, 1993).

TCMB 1990 yılı başında açıkladığı para programı ile 1989'da başlattığı politika değişimini de kamuoyuna açıklamıştır. TCMB para politikası 1989 yılında da M1, M2 ve daha geniş tanımlı parasal büyüklüklerini değil, TCMB'nin bilanço büyüklüğünün denetim altına alınması hedefine yönelmişti. Bu amaçla TCMB iç kredilerin genişlemesini sınırlandırmıştır. Ayrıca aktif

artışının finansman yapısının değişmesi de 1989 yılında başlamış, yapılan düzenlemeler ve yeniliklerle de 1990 yılı başında bir para programının oluşumu ve kamuoyuna açıklanması için alt yapı hazırlanmıştır.

TCMB'nin böyle bir programı yürütebilmesinin ön koşulu, bilançosunun aktifleri üzerinde denetimini sağlayabilmesidir. 1989 yılında kamu kesimine açılan kredilerin denetim altına alınmasını sağlayan düzenlemeler ile bu yolda önemli adımlar atılmıştır. Likidite yaratmak için Türk lirası kredi açmak yerine döviz işlemlerini<sup>68</sup> tercih edeceğini, yani iç varlıklarındaki büyümeyi denetim altına alacağını açıklamıştır. 1990 yılı para programı ile döviz kurları ve faiz oranlarındaki istikrarı bozmaksızın, piyasanın likidite gereksinimini karşılamayı hedeflemiştir.

1990 Yılı Para Programı ve alınan önlemlerin gerekçeleri ile ilgili olarak zamanın TCMB Başkanı Dr. Rüştü Saracoğlu tarafından yapılan açıklamalar hem geçmiş dönem politikalarına eleştiri hem de yeni dönem para politikasının detaylarını içermekte, söz konusu açıklamaların özeti aşağıda yer almaktadır (TCMB, 1992).

“TCMB 1970 yılının ikinci yarısından itibaren, giderek artan kredi talebini karşılamak ve aynı zamanda emisyon artışını kontrol etmek amacıyla, gerek dahilde yerleşik, gerek hariçte yerleşik kişilerden dövizle borçlanmak suretiyle yurtiçinde açtığı Türk lirası kredilerini finanse etmek durumunda kalmıştır.

Bu durum, TCMB'nin kur riski oranını (döviz yükümlülükleri/döviz varlıkları) yükseltmiş, TL'nin nominal olarak yabancı (dış) paralara karşı değer kaybetmesi sonucu, TCMB bilançosunda önemli ölçüde bir zarar kalemi oluşturmuştur. Bilançoda değerlendirme hesabı olarak yer alan bu kalem, TCMB'nin iç kredi verebilme esnekliğini ciddi şekilde azaltmış, ayrıca TCMB'yi kur riskinden doğan zararı finanse etmek durumunda bırakmıştır.

---

<sup>68</sup> Güvenin yanı sıra, ihraççı bankanın aktif yapısı da o ülke parasının değerini belirleyen önemli bir unsurdur. Parası uluslararası piyasalarda rezerv para olarak kullanılmayan merkez bankaları için aktifteki en önemli kalem dövizdir. Para politikalarını uygulamada bu kalemtaki değerlerle işlem yapılabilir (Saracoğlu, 1993).

TCMB'nin kendi bilançosu üzerinde orta vadede gerçekleştirmeyi arzuladığı hedef, "toplam bilançonun büyümesini makul ölçülerde tutarak bilanço yapısını iyileştirmek ve kur riski oranını düzelterek, Banka'nın döviz pozisyonundan kaynaklanan zararı minimize etmek" şeklinde ortaya konmuştur.

Diğer bir deyişle, önümüzdeki yıllarda, toplam bilanço büyüklüğünün geçmiş yıllara göre daha az büyümesi planlanırken, değerlendirme hesabının toplam bilanço içindeki payının azaltılarak, bilanço kompozisyonunun etkili bir para politikası uygulamasını sağlayacak bir biçimde değiştirilmesi öngörülmüştür."

Bu perspektif içinde 16 Ocak 1990 tarihinde açıklanmış olan Para Programı'nın 1990 yılı için öngörülen hedefleri 1989 yılı sonuna göre aşağıdaki şekilde tespit edilmiştir:

1. TCMB'nin bilanço büyüklüğünü 1990 yılında % 12 - % 22'lik bir artışla 55 – 60 trilyon TL arasında tutmak.
2. TCMB'nin toplam iç yükümlülükleri % 15 - % 25'lik bir artışla 32.5 – 35.5 trilyon TL arasında tutmak.
3. TCMB bilançosunun aktifinde yer alan iç varlıkları 1990 yılı içinde % 6 - % 16'lık bir artışla 33 – 36 trilyon TL arasında tutmak.
4. TCMB bilanço toplamı içinde Merkez Bankası Parası'nın (MBP) yüzdesini zamanla arttırmak. Bu çerçevede MBP'nı % 35 - % 48 arasında bir artışla 25 – 27.5 trilyon TL arasında tutmak.
5. TCMB bilanço yapısını düzeltme hedefi çerçevesinde ağırlığı dış varlık artışına vermek. 1990 yılında da MBP'nın büyük ölçüde TCMB'nin döviz satın alması sonucu yaratılması.
6. Parasal göstergelerle ilgili hedefler belirlenirken yıllık % 54 ortalama enflasyon ve % 5.7 büyüme hızı esas alınmıştır.

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

1990 yılının diğer bir önemli olayı da 18 Şubat 1990 tarihinde, TL'nin biçimsel konvertibilitesi ile ilgili olarak, 32 Sayılı Karara İlişkin Değişiklik Tebliği'nde yer alan bazı önemli noktalar şunlardır:

- Türkiye'de yerleşik kişiler, bankalar ve özel finans kurumları aracılığıyla KKTC'ye serbestçe TL gönderebilecekler, ithalat bedelleri ile görünmeyen işlemlere ait ödemeler için de yurtdışına TL transfer edebileceklerdir.

- TCMB ve bankalar, uluslararası piyasalarda döviz ve TL ile ilgili işlemler yapabilecektir.

- Türkiye'de yerleşik kişiler ithalat bedelleri ile görünmeyen işlemlere ilişkin ödemeler için, bankalar ve özel finans kurumları kanalıyla TL transfer edebileceklerdir.

- İhracat bedelleri, beyan edilen Türk parası veya döviz üzerinden yurda getirilecek, TL üzerinden yapılan ihracat karşılığında döviz getirebilecektir.

Böylece TL'nin bankalar eliyle ihracına olanak tanınmaktadır. Bunun beraberinde getireceği bir gelişme, TL için yurtdışında belli merkezlerde piyasaların oluşması ve bu piyasalarda farklı bir TL/döviz kurunun ortaya çıkabileceği olasılığıdır.

TCMB, 1990 yılı parasal hedeflerine ulaşabilmiştir. 1990 yılında parasal programın uygulanabilmesi ve beklenen yönde olumlu sonuçlar alınması, büyük ölçüde TCMB'nin iç varlıklar genişlemesini denetleyebilmesinden kaynaklanmıştır. Bu çerçevede, 1988 – 1990 dönemi TCMB bilanço büyüklükleri gelişmeleri aşağıdaki Tablo 3.15.'de gösterilmektedir.

**TABLO 3.15. 1987 - 1990 DÖNEMİ TCMB BİLANÇO GELİŞMELERİ (MİLYAR TL)**

	1987	1990	DEĞİŞİM		1987	1990	DEĞİŞİM
<b>Varlıklar</b>	<b>25,643.6</b>	<b>64,619.3</b>	<b>38,975.7</b>	<b>Yükümlülükler</b>	<b>25,644.3</b>	<b>64,618.6</b>	<b>38,976.3</b>
<b>I. Altın Mevcudu</b>	1,612.7	4,424.7	<b>2,812.0</b>	<b>I. Sermaye</b>	0.025	25.0	<b>24.98</b>
<b>II. Madeni Para</b>	1.5	42.8	<b>41.3</b>	<b>II. Tedavüldeki Banknotlar</b>	3,018.3	14,074.0	<b>11,055.8</b>
<b>III. Dahildeki Muhabirler</b>	0.1	367.3	<b>367.2</b>	<b>III. Mevduat</b>	10,836.1	42,173.2	<b>31,337.1</b>
<b>IV. İç Krediler</b>	3,438.7	8,294.4	<b>4,855.7</b>	A - Kamu Sektörü	610.9	4,548.5	<b>3,937.6</b>
A - Kamu Sektörü (Kurumları)	2,270.4	3,752.5	<b>1,482.1</b>	B - Bankacılık Sektörü	3,922.1	14,315.0	<b>10,392.9</b>
a - Hazine (kva)	1,406.6	3,546.7	<b>2,140.1</b>	C - Muhtelif	6,113.9	22,149.1	<b>16,035.3</b>
b - Kamu İktisadi Kuruluşları	18.7		<b>(18.7)</b>	a - Kredi Mektuplu Döviz Mevduatı	6,021.6	22,074.7	<b>16,053.2</b>
c - İktisadi Devlet Teşekkülleri	845.1	205.8	<b>(639.4)</b>	b - Diğer	92.3	74.4	<b>(17.9)</b>
B - Bankacılık Sektörü	1,168.3	4,542.0	<b>3,373.6</b>	D - Uluslararası Kuruluşlar	1.1	3.8	<b>2.6</b>
a - Ticari	104.8	3,661.0	<b>3,556.3</b>	E - Fonlar	188.2	1,156.9	<b>968.7</b>
b - Tanım	507.1		<b>(507.1)</b>	<b>IV. Dış Krediler</b>	4,139.3	3,111.0	<b>(1,028.2)</b>
c - Sınai	516.7	880.9	<b>364.3</b>	<b>V. İthalat Teminat ve Depozitoları</b>	203.2	311.5	<b>108.3</b>
d - Tahvil Üzerine Avans	8.5		<b>(8.5)</b>	<b>VI. Hazine'nin Alacaklıları</b>	21.9	11.8	<b>(10.0)</b>
e - Diğer	31.3			<b>VII. Döviz Taahhütleri (Konvertibl)</b>	670.3	236.5	<b>(433.9)</b>
<b>V. Dış Krediler</b>	1,698.9	3,274.0	<b>1,575.1</b>	<b>VIII. APİ (Röpor Alacaklıları)</b>	1,328.1	1,604.4	<b>276.3</b>
<b>VI. APİ (Röpor Borçluları)</b>	1,224.7	1,811.3	<b>586.6</b>	<b>IX. Ödenecek Senet ve Havaletler</b>	7.1	31.6	<b>24.5</b>
<b>VII. Menkul Değerler Cüzdanı</b>	0.1	1,724.1	<b>1,723.9</b>	<b>X. Muvakkat Alacaklılar</b>	2,068.1	130.3	<b>(1,937.8)</b>
<b>VIII. Döviz Borçluları</b>	1,905.1	17,517.8	<b>15,612.7</b>	<b>XI. Karşılıklar</b>	28.4	158.9	<b>130.5</b>
<b>IX. İtfaya Tabi Hesaplar ve Aktifleştirilen Alacaklar</b>	10,937.6	26,394.3	<b>15,456.7</b>	<b>XII. Diğer Pasifler</b>	350.9	2,385.3	<b>2,034.3</b>
<b>X. Takipteki Alacaklar</b>	5.2	5.8	<b>0.6</b>	<b>XIII. Akreditiflerden Alacaklar</b>	2,972.6	365.0	<b>(2,607.6)</b>
<b>XI. Muvakkat Borçlular</b>	1,741.3	102.1	<b>(1,639.2)</b>				
<b>XII. Akreditiflerden Borçlular</b>	2,867.3		<b>(2,867.3)</b>				
<b>XIII. Diğer Aktifler</b>	210.4	660.9	<b>450.6</b>				

Kaynak: 1987 ve 1990 Yılları TCMB Yıllık Raporları. Bu dönemde kümülatif enflasyon % 531.6'dır.

Bilançoda göze çarpan önemli kalemleri ve anlamlarını kısaca şöylece özetleyebiliriz: Bu dönemde, bilançonun yükümlülükler tarafında Emisyon hacmi 11,1 trilyon lira artarken, bankalar mevduatı da 10,3 trilyon lira artmıştır ve bu kalemler parasal genişleme ile ilgilidir. Bu dönemde, yükümlülükleri artıran diğer bir önemli kalemden hem döviz bazında hem de kur artışlarından kaynaklanan Kredi Mektuplu Döviz Mevduatındaki 16,1 trilyon liralık artıştır.

Buna karşın bilançonun varlıklar tarafında daha önceki dönemlerden farklı kalemler önem kazanmıştır. Öncelikle, önceki dönemlerin aksine özellikle 1990 yılındaki uygulamalar nedeniyle TCMB'nin kamu kesimi kredileri sadece 1,5 trilyon liralık artışla parasal genişlemenin oldukça altında kalmıştır. İç kredilerde göze çarpan diğer önemli gelişmeler; KİT'lere kredilerin azalma eğilimine girmesi, orta vadeli kredilerin sınırlandırılması nedeniyle sınai

kredilerin azalması, zirai kredilere son verilmesi, buna karşın iç kredilerin kısa vadeli kredi niteliğindeki ticari kredilerde yoğunlaşmasıdır.

Buna karşın parasal genişlemede bankacılık sektörüne açılan 3,4 trilyon liralık artış iç krediler açısından önem kazanmıştır. Ancak, her iki kalemin toplamından oluşan iç krediler kalemi 4,9 trilyon lira ile 11,1 trilyon liralık emisyon artışının da altında kalmıştır. Dolayısıyla, 1988 – 2000 dönemindeki, asıl olarak 1990 yılındaki parasal genişleme asıl olarak döviz alımları karşılığı gerçekleştirilmiştir. Nitekim aynı dönemde döviz rezervlerini gösteren döviz borçluları kalemi 15,6 trilyon liralık artış göstermiştir.

Varlıklar tarafında önemli diğer bir kalem de TCMB'nin portföyüne DİBS almaya başlamasıdır. Bu dönemde TCMB DİBS portföyü 1,7 trilyon TL artış göstermiştir.

1988 – 1990 döneminde, diğer dönemlerde olduğu gibi en fazla değişim gösteren kalem, 15,5 trilyon liralık artışla İtfaya Tabi Hesaplar ve Aktifleştirilen Alacaklar kalemidir. Bu artışın kaynakları aşağıdaki gibidir.

A– 31.01.1984 tarih ve 2974 Sayılı Tahkim Kanunu Uyarınca Aktifleştirilen Alacaklar<sup>69</sup>, 2974 Sayılı Bazı Kamu Kurum ve Kuruluşlarının Borçlarının Tahkimi Hakkında Kanun gereğince tahkim edilen bu alacağımızın toplam tutarı 2.417 trilyon lira olup, 1989 yılında TCMB alacağına karşılık Hazine'den alınan 1.0 trilyon liralık DİBS ve geriye kalan 1.417 trilyon lira içinde 1990 yılında Hazededen alınan DİBS ile kapatılmıştır. Nitekim, daha sonraki dönemlerde de sık sık görüleceği üzere, bu hesapta biriken tutarlar Hazine ile imzalanan protokollerle TCMB'ye DİBS verilmek suretiyle tasfiye edilmiş, böylece TCMB açık piyasa işlemlerinde kullanmak üzere DİBS portföyünü kuvvetlendirmiş, esneklik kazanmıştır.

B– TCMB Kanununun 61. Maddesi Gereğince Değerlendirme Farkı, bu hesap, TCMB'nin altın, döviz ve efektif mevcut ve açıklarının değerlendirilmesinden hasıl olan ve TCMB Kanununun 61. maddesi ve Hazine

---

<sup>69</sup> Bu hesap 1984 yılında tahkime tabi tutulduğunda, bakiyesi, 1.621 trilyon lirası TL hesaplarımıza, 795.221 milyar lirası da döviz hesaplarımıza ait olmak üzere toplam 2.417 trilyon liradır.



ile yapılan protokoller gereğince ilerideki yıllarda itfa olunacak 26,4 trilyon liralık kur farkı alacağını göstermektedir.

Bu dönemde, TCMB'nin açık piyasa işlemlerini de daha aktif olarak kullanmaya başladığını açık piyasa işlemleri kaleminden izleyebilmekteyiz. Nitekim, varlıklar tarafındaki Açık Piyasa İşlemleri kalemi, yıl sonunda 1,8 trilyon Türk lirasına ulaşmış bu hesabın, 0,8 trilyon liralık kısmı Döviz Röpor İşlemlerinden (Röpor işlemine uygulanan kurlardan), 0,5 trilyon liralık kısmı Menkul Değer Alım – Satım İşlemlerinden ve 0,5 trilyon liralık kısmı Para Piyasası işlemlerinden doğan Bankaların TCMB'ye Türk Parası borçlarını göstermektedir.

Benzer şekilde yükümlülükler tarafındaki Açık Piyasa İşlemleri, yıl sonu bakiyesi 1,6 trilyon lira olup, 1,0 trilyon lirası Döviz Röpor İşlemlerinden yabancı para, 0,5 trilyon lirası Menkul Değer Alım – Satım İşlemlerinden menkul değer ve 0,1 trilyon lirası Para Piyasası İşlemlerinden TCMB'nin Bankalara olan borçlarını göstermektedir.

### **3.2.8. 1991 – 1995 Dönemi**

1991 – 1995 dönemini ekonomik göstergelerin hızla bozulmaya başladığı, gelecek dönemdeki iki ekonomik krizin temellerinin atıldığı, bütçe disiplini ve yapısal reform alanlarında önemli bir iyileşme sağlanamadığı bir dönem olarak adlandırmak mümkündür. Nitekim bu dönemde kurlar ve enflasyon hızla artmaya başlamış, ortalama büyüme hızı tarihi düşük düzeylere düşmüştür. Bu dönemde, bütçe disiplininin sağlanamaması, tekrar TCMB kaynaklarının kullanılmaya başlanması para politikası uygulamalarını da etkisiz hale getirmiştir. Bu dönemde, temel makroekonomik göstergelerde artık Borç Stoku / Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) rasyosu ve borçlanma reel faizleri ön plana çıkmaya başlamış, para politikaları üzerinde mali baskınlık artmaya başlamıştır (Tablo 3.16.).

**TABLO 3.16. 1991 - 1995 DÖNEMİ TEMEL EKONOMİK GÖSTERGELER**

	1991	1992	1993	1994	1995	Ortalama
Büyüme (%) <sup>1</sup>	0.3	6.4	8.1	-6.1	8.0	<b>3.3</b>
Enflasyon (%) <sup>2</sup>	66.0	70.1	66.1	106.3	93.6	<b>80.4</b>
Emisyon Artışı (%) <sup>3</sup>	51.3	73.0	71.3	90.5	86.3	<b>74.5</b>
1 ABD Doları (TL) <sup>4</sup>	5,085.0	8,573.0	14,487.0	38,495.0	61,361.0	<b>25,600.2</b>
Kısa Vadeli Reeskont Faizi <sup>5</sup>	45-48	48	48	48-56-79-70-63-55	55-52-50	<b>51.3</b>
İhracat Değeri <sup>6</sup> (Milyar ABD \$)	13.6	14.7	15.3	18.1	21.6	<b>16.7</b>
İthalat Değeri <sup>7</sup> (Milyar ABD \$)	21.0	22.9	29.4	23.3	35.7	<b>26.5</b>
Dış Ticaret Dengesi <sup>8</sup> (Milyar ABD \$)	-7.5	-8.2	-14.1	-5.2	-14.1	<b>-9.8</b>
Ortalama Reel Borçlanma Faizleri		10.3	16.3	16.7	13.2	<b>14.1</b>
K.B.İç Borç Stoku / GSMH (%)	15.4	17.6	17.9	20.6	17.3	<b>17.8</b>
K.B.Dış Borç Stoku / GSMH (%)	21.8	22.0	22.7	32.9	26.2	<b>25.1</b>
K.B.Toplam Borç Stoku / GSMH (%)	37.2	39.6	40.6	53.5	43.5	<b>42.9</b>
Cari İşlemler Dengesi (Milyar ABD \$)	250.0	-974.0	-6,433.0	2,631.0	-2,339.0	<b>-1,373.0</b>
Cari İşlemler Dengesi / GSMH (%)	0.2	-0.6	-3.6	2.0	-1.4	<b>-0.7</b>
Faiz Dışı Denge (P.B.-Milyar TL)	-9,245.0	-7,030.0	-16,635.0	147,445.0	261,172.0	<b>75,141.4</b>
Faiz Dışı Denge / GSMH (%)	-1.5	-0.6	-0.8	3.8	3.3	<b>0.8</b>
KKBG / GSMH (%)	10.2	10.6	12.0	7.9	5.0	<b>9.1</b>

K.B.: Konsolide Bütçe, P.B.: Primary Balance, KKBG: Kamu Kesimi Borçlanma Gereği.

1) 1991-1995 dönemi 1987 fiyatlarıyla.

2) 1991-1995 dönemi enflasyon rakamları 1987=100'e göre DİE'ye ait 12 aylık ortalamalara göre TÜFE verileridir.

3) Yılların itibarıyla.

4) Yılların itibarıyla döviz satış kurları.

5) Vadesine en çok 3 ay kalan senetler karşılığında yapılan iskonto ve avans işlemlerinde uygulanan oranlar olup, 01.01.1990 tarihinden itibaren avans sistemi uygulamasına son verilerek iskonto sistemine geçilmiş, iskonto ve avans işlemleri bazında tek bir faiz oranı tespitine başlanmıştır.

6) Yılların itibarıyla milyar ABD Doları.

7) Yılların itibarıyla milyar ABD Doları.

8) Yılların itibarıyla milyar ABD Doları.

Kaynak: TCMB, HM, DİE, DPT ve MB

Bu dönemde, ortalama faiz dışı bütçe dengesinin (P.B.) GSMH'ya oranı % - 0.7, ortalama reel faizlerin GSMH'ya oranı % 14.1, ortalama Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (KKBG)'nin GSMH'ya oranı % 9.1 olurken, toplam borç stokunun GSMH'ya oranı % 42.9'a yükselmiştir.

1991 yılı, 1990 yılının aksine piyasalarda dışsal şoklar nedeniyle oldukça olumsuz dalgalanmaların gözlemlendiği, bu çerçevede para politikası uygulamaları açısından zor bir yıl olmuştur. Yurtdışında şoklar açısından en önemli gelişme Ağustos 1990'da başlayan Körfez Krizinin, Ocak 1991'de Körfez Savaşı'na dönüşerek bankacılık sektörü üzerinde büyük bir baskı ve belirsizlik oluşturması, yurtdışındaki en önemli gelişme ise, 1991 yılı Ekim ayında yapılan seçimlerin yarattığı belirsizlikler ve peşinden gelen hükümet

değişikliği olmuştur. Bu zor şartlar karşısında TCMB, 1991 yılında 1990 yılındakine benzer bir parasal program ilan etmek yerine, Türk lirası ve döviz piyasalarındaki istikrarı korumayı ve rezerv paradaki büyümeyi kontrol altına almayı amaç edinmiştir.

Körfez Savaşı sırasında bankalar önemli mevduat çekilişleriyle karşı karşıya kalmışlar, likidite ihtiyaçlarının bir kısmını itfası gelen DİBS'lerle bir kısmını da TCMB'nin kullandığı kredilerle karşılamışlardır. DİBS'lere olan talebin düşmesi Hazine borçlanma faizleri üzerinde baskı yaratmıştır. Diğer yandan sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ile 1989 ve 1990 yıllarında yurtiçi ve yurtdışı faiz farkı ve kur beklentisi, sermaye girişini özendirecek yönde olurken 1991 yılında net kısa vadeli sermaye çıkışı gözlenmiş, bu da dövize olan talebi artırarak kurlar üzerinde baskı yaratmış, TCMB döviz satmak zorunda kalmıştır.

Esas itibariyle, 1991 yılına Körfez savaşı damgasını vururken, kamu kesimi politikaları da piyasalardaki dalgalanmalarda ve enflasyonist sürecin hızlanmasında belirleyici olmuştur. Erken seçim kararı, ona bağlı olarak yüksek tarımsal destekleme fiyatları ve kamu işçi ücretlerinde yüksek artışlardan kaynaklanan kamu borçlanma ihtiyacı TCMB üzerinde büyük bir baskı oluşturmuştur. 1991 yılında Hazine piyasalardan borçlanmada zorlandığı anlarda TCMB kaynaklarına yoğun olarak başvurmuş, kamu finansman açığının denetim altına alınamayışı parasal büyüklüklerin denetimini zorlaştırmıştır. TCMB'nin kamuya açtığı krediler piyasadaki fazla likiditeyi artırarak kurlar üzerindeki baskının devam etmesine neden olmuştur. Yıl sonunda kamu kesimi borçlanma gereğinin GSMH'ye oranı % 12.6'ya yükselmiştir. Dolayısıyla, merkez bankacılığı açısından 1991 yılına damgasını vuran gelişme, belki de Körfez savaşıdan daha önemlisi, kamunun TCMB'den yoğun olarak kredi kullanması, böylece TCMB'nin araç bağımsızlığının zafiyete uğramasıdır.

Hazine'ye açılan KVAH'nin işleyişiyle ilgili olarak, Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı ile TCMB arasında yapılan 28 Mart 1989 tarihli protokolle belirlenen 3,5 trilyon TL'lik kısa vadeli avans limiti, 1 Nisan 1991 tarihinden geçerli olmak üzere, 1991 yılı için 5 trilyon TL olarak tespit

edilmiştir. Ancak, 1991 yılı bütçe açıklarının boyutlarının giderek büyümesi ve KİT'lerin getirdiği ek yükler, hükümetin söz konusu protokolü uygulamamasına yol açmış, Hazine'ye açılan kısa vadeli avans hesabı 1990 yılı sonu itibarıyla 2,9 trilyon TL iken, 1991 yılı sonunda, % 369 oranında artarak, yasal sınırı olan 13,6 trilyon TL'na ulaşmıştır.

Kamunun TCMB kaynaklarını kullanması kısa vadeli avansla sınırlı kalmamıştır. TMO, 1990 yılında finansman ihtiyacının çok büyük bir kısmını dışarıdan sağladığı kredilerle karşılamış ve çok sınırlı ölçüde TCMB kredisi kullanmışken, 1991 yılında finansman ihtiyacını karşılayabilmek için tekrar TCMB kaynaklarına başvurmuştur. TMO'ya Hazine kefaletini haiz bonolar karşılığında, doğrudan ve T.C. Ziraat Bankası aracılığıyla krediler kullanılmıştır.

Türk Eximbank aracılığıyla Dış Ticaret Sermaye Şirketlerine kullanılan avans kredilerinin zaman içinde Kısa Vadeli Reeskont Penceresi sistemine entegre edilmesi amacıyla, söz konusu krediyle ilgili talepler Mayıs 1991'den itibaren kısıtlı miktarlarda karşılanmış ve Kasım 1991 tarihinde avans kredi bakiyesi tasfiye edilmiştir. Bu tarihten sonra Türk Eximbank'a da Reeskont Penceresi kapsamında likidite sağlanmaya başlanmıştır.

Diğer yandan, 1991 yılında TCMB'nin piyasaya çıkan fazla likiditeyi çekmek amacıyla çok yoğun açık piyasa işlemlerine başvurduğunu görmekteyiz. TCMB piyasanın likiditesini düzenlemek amacıyla yaptığı açık piyasa işlemlerinde, 01 Eylül 1991 tarihinden önce, doğrudan alım ve doğrudan satım işlemlerinde alım - satım fiyatlarını, ters repo ve repo işlemlerinde ise faiz oranlarını doğrudan kendisi tarafından belirlemiştir. 01 Eylül 1991 tarihinden itibaren TCMB doğrudan alım ve doğrudan satım işlemlerini, işlem faizlerinin piyasa koşullarında oluşmasını sağlamak ve para piyasalarının gelişmesine katkıda bulunmak amacıyla, ihale yöntemiyle gerçekleştirmeye başlayarak modern merkez bankacılığı uygulamaları paralelinde bir adım daha artmıştır.

Ayrıca, doğrudan para politikası aracı olarak kullanılmaktan ziyade kamunun borç yönetimine destek olmak amacıyla, 01 Mart 1991 tarih ve

20801 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 16 sayılı Merkez Bankası Tebliği ile bankaların taahhütlerine karşı bulunduracakları toplam disponibilite oranı % 35’e yükseltilmiştir. Tebliğin geçici maddesi uyarınca 01 Mart 1991 tarihli cetvele kadar bankalarca % 30 olarak tesis edilen disponibilite oranı, 01 Mart 1991 tarihli cetvelde % 33, 08 Mart 1991 tarihli cetvelde % 34, daha sonra ise % 35 olarak gerçekleşmiştir.

TCMB, gönülsüz olarak 1992 yılına yeni bir parasal program<sup>70</sup> ilan ederek başlamıştır. 1992 yılı para programı enflasyonun % 43, konsolide bütçe açığının ise 32 trilyon Türk lirası olacağı ve tüm kamu kesiminin TCMB’den sağlayacağı kaynağın 11 trilyon Türk lirasını aşmayacağı varsayımına dayanılarak yapılmıştır. TCMB 1992 yılı para programıyla bilançosunu kontrol altına almayı amaçlamış ve bu çerçevede 1990 yılında olduğu gibi bilanço büyüklüğü, toplam iç yükümlülükler, net iç varlıklar ve merkez bankası parası üzerine hedefler koymuştur.

Bu çerçeve içinde 1992 Para Programı’nda;

- Bilanço büyüklüğü artış hızı için hedef % 37 - % 47,
- Merkez Bankası Parası artış hızı için hedef % 40 - % 50,
- Toplam İç Yükümlülükler artış hızı için hedef % 38 - % 48,
- Net İç Varlıklar artış hızı için ise hedef % 27 - % 39 arasında tespit edilmiştir.

1992 yılının ilk aylarında, iç borçlanmanın Bütçe’ye getirdiği faiz yükünü hafifletmek amacıyla, kamu kesimi finansman gereksinimini kısa vadeli avans kullanarak karşılama politikası benimsenmiştir. Böylece, Hazine yılın daha ilk aylarında TCMB’den kullanabileceği kaynakların neredeyse sınırına gelmiştir. Bunun sonucu olarak da para programındaki hedeflerden

<sup>70</sup> 1992 yılında uygulanan parasal program ise 1991 yılında açıklanan hedeflere ulaşamamış ve hedeflerden büyük ölçüde sapma olmuştur. Hatta, TCMB eski Başkan Yardımcılarından Ercan Kumcu, 5 Ocak 1997 tarihli Yeni Yüzyıl gazetesindeki “Para Programı” başlıklı yazısında, 1992 Para Programının Başbakan’ın emri vakisiyle açıklandığını ve başarısız olmasının nedeninin bu zorlama olduğunu, yani bir para programının uygulanması için ortam müsait olmamasına rağmen, programın açıklandığını belirtmektedir. Mali disiplinin sağlanamamış olması ve sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, 1994 yılı başında patlak veren krizin anlaşılması için önemli hususlardır (Günel, 2001).

yılın ilk üç ayından itibaren sapmalar başlamıştır. Kamu sektörüne verilen kredilerdeki hızlı artış karşısında, TCMB'nin para programı hedeflerine uyması olanaksız hale gelmiş, bu nedenle para politikası parasal genişlemenin kontrolü yerine döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmaların giderilmesine çalışılmıştır. Artan likiditenin döviz piyasasına baskı yaratmasını engellemek için TCMB bir yandan açık piyasa işlemlerine başvurarak aşırı likiditeyi çekme yoluna giderken, diğer yandan da özellikle yılın ilk aylarında döviz satarak döviz piyasasına müdahalede bulunmuştur. TCMB fazla likiditeyi açık piyasa işlemleri yoluyla borçlanması sonucunda, 1992 yılı boyunca açık piyasa işlemlerindeki yükümlülükleri sürekli artış göstermiştir. Bu nedenle, para programının hedef değişkenleri arasında yer alan Merkez Bankası Parası program hedefinin çok ötesinde büyümüştür. Toplam iç varlıklar hedefi kamuya açılan kredilerdeki yılın ilk aylarındaki artışlar nedeniyle Mart ayında aşılmıştır. Dolayısıyla, 1992 yılı para programı daha başlangıçta başarısız olmuştur.

Diğer yandan, 1992 yılındaki önemli bir gelişme de kur farkları nedeniyle değerlendirme hesabı karşılığında 1992 yılının Nisan ayında Hazine tarafından TCMB API portföyüne 6 trilyon liralık devlet iç borçlanma senedi verilerek, API'nin fazla likiditeyi çekmesine yardımcı olunmuştur.

TCMB, 1993 yılında, kamu finansman açıklarının denetim altına alınamamasının parasal büyüklüklerin kontrolünü zorlaştırması nedeni ile bir parasal program açıklamamıştır. 1993 yılında da TCMB finansal piyasalarda istikrarın korunmasını ön planda tutmuş, kur ve faizlerin istikrarlı hareketini amaçlamıştır. Bu çerçevede, 1993 yılı kamu açıklarını ve bunun finansman şeklini 1994 krizinin tetikleyicileri olarak adlandırmamız mümkündür.

Hızlı bir biçimde artan kamu kesimi açıkları ve bu açıkların finansmanı için benimsenen politikalar, geçmiş yıllarda olduğu gibi, 1993 yılında da TCMB kaynakları üzerinde baskı yaratmıştır. 02 Temmuz 1992 tarih ve 3836 sayılı Kamu Kurum ve Kuruluşlarının Birbirlerine Olan Borçlarının Tahkimi<sup>71</sup> Hakkında Kanunun temel işlevi, ekonomide mali

---

<sup>71</sup> Kamu mali sisteminde çok sık kullanılan bir finansman yöntemi olan Tahkim, kamu mali yönetiminde, borç ve alacakların karşılıklı mahsubunu veya diğer bir deyimle silinmesi mekanizmasını düzenler. Ancak bu tür işlemlerde borçların ve alacakların eşit olmaması durumunda bakiyeyi üstlenecek bir mali kuruluşa ihtiyaç duyulmuş ve

istikrarın sağlanması amacıyla bu Kanun kapsamına giren tüm kurum ve kuruluşların birbirlerine olan borçları (anapara, faiz ve gecikmeye ilişkin cezalar dahil) bu kanun esasları çerçevesinde tahkim olunmuştur. Banka hüviyetindeki kuruluşların; TCMB'ye olan borçlarından yalnız bu Kanun kapsamına giren kurum ve kuruluşlarla ilgili olanlarından 21.3 trilyon Türk lirası<sup>72</sup> tahkime tabi tutulmuştur. Böylece söz konusu kurum ve kuruluşlara TCMB'den ek kaynak kullanma olanağı sağlanarak, kamu kesimine kullanılan krediler hızla artmıştır. Bu Kanuna dipnottaki<sup>73</sup> fon, daire, idare, teşekkül, banka, kurum, kuruluş ve birliklerin 31.12.1991 tarihinde birbirlerine olan birinci maddedeki söz konusu borçları ile TMO ve Birliklerin bu Kanunun yürürlüğe girdiği tarihteki TCMB ve T.C. Ziraat Bankası borçları (Belediyelerin İller Bankasına olan kısa vadeli borçları hariç) takas ve mahsup yoluyla tasfiye edildikten sonra Hazinece devir alınarak tahkime tabi tutulmuş ve bu tahkim işlemi 27.08.1993 tarihinde TCMB bilançosunda aktifleştirilmiştir. Tahkim kapsamına giren TCMB kredilerinin; 13.6 trilyon Türk lirasını Hazine'ye açılan kısa vadeli avans, 7.3 trilyon Türk lirasını TMO'ya kullanılan destekleme kredileri ve 430 milyar Türk lirasını da diğer KİT'lerin borçları oluşturmuştur. Tahkim edilen tutar ile TMO'nun tahkim edilen borcuna ilişkin 1.6 trilyon TL faiz tutarı karşılığında Özel Tertip Devlet Tahvili alınmak suretiyle TCMB'nin alacağı tamamen tasfiye edilmiştir.

Kamunun borç silme operasyonları her zaman önemli ekonomik boyutlara ulaşmıştır. 1993 yılında uygulaması tamamlanan son kanun ile 13.4 milyar dolarlık borç tahkim edilmiştir. Bu tutar, o yılı GSMH'nin % 8'ine karşılık gelmiştir. Bu toplam aynı yıl 22.7 milyar dolar tutarında olan iç borç stokunun yarısından fazladır. Her zaman olduğu gibi, 1993 yılında da bütçeden sadece 2.8 milyar dolar tutarında harcama ödeneği kullanılmış,

---

geçmişte bu kuruluşlar Hazine ve TCMB olmuştur. Türkiye'de 1960 sonrasında çıkarılan tahkim ile ilgili kanunlar şunlardır: 06 Aralık 1960 tarih ve 154 sayılı, 12 Haziran 1963 tarih ve 250 sayılı, 05 Eylül 1963 tarih ve 325 sayılı, 16 Temmuz 1965 tarih ve 691 sayılı, 28 Şubat 1971 tarih ve 1376 sayılı, 22 Mayıs 1975 tarih ve 1902 sayılı, 28 Şubat 1978 tarih ve 2143 sayılı, 30 Aralık 1981 tarih ve 2569 sayılı, 31 Ocak 1984 tarih ve 2974 sayılı, 25 Aralık 1989 tarih ve 3512 sayılı ve 02 Temmuz 1992 tarih ve 3836 sayılı.

<sup>72</sup> 1993 yılının Eylül ayında 3836 sayılı Tahkim Kanunu çerçevesinde Hazine'nin vereceği senetlerin 12.8 trilyon TL tutarındaki ilk iki taksiti, Ekim, Kasım ve Aralık aylarında ise her biri 2.8 trilyon TL tutarındaki diğer taksitler, TCMB'ye verilmiştir.

<sup>73</sup> Hazine, TCMB, Kamu Bankaları (T.C.Ziraat Bankası, İller Bankası, T.Emlak Bankası, T.Halk Bankası, Denizcilik Bankası, T.Öğretmenler Bankası, Etibank, Sümerbank ve T.İhracat Kredi Bankası), SSK, T.C.Emekli Sandığı, Bağ-Kur, Belediyeler, İSKİ, İETT, EGO, ASKİ, 1991 yılı Genel Yatırım ve Finansman Programında yer alan Kamu İktisadi Teşebbüsleri ve bunların Bağlı Ortaklıkları, Kamu Ortaklığı İdaresi, Toplu Konut İdaresi, Tarım Satış Kooperatifleri, Arsa Ofisi Genel Müdürlüğü, Katma Bütçeli Kuruluşlar ve Özelleştirme kapsamındaki Kamu İktisadi Teşebbüsleri ve Bağlı Ortaklıklar.

tahkim esas olarak bütçe dışı işlemlerle yapılmıştır. Temmuz 1993 itibariyle tamamlanan bu işlemler 1994 Krizine giden yolun temel taşlarından birisi olmuştur. Tahkim operasyonlarının doğası gereği ve TCMB'nin o dönemdeki yasal zorunlulukları nedeniyle borçların bir bölümü TCMB'nin üzerinde kalmış ve parasallaşmıştır. Bunun sonucu olarak enflasyon ülkemizde her zaman yüksek düzeylerde seyretmiştir. Uzun yıllar yüksek enflasyonla yaşamının sosyo-ekonomik maliyetini ülkemiz ve halkımız oldukça ağır bir bedelle ödemektedir (Özyıldız, 2000).

Kriz öncesi dönemde Türkiye'nin genel yapısına baktığımızda; kamu maliyesinin zayıflığını, yüksek cari işlemler açığını, aşırı değerlemiş TL'yi, etkin olmayan devlet yönetimini ve kırılğan bankacılık sektörünü görmekteyiz. Makroekonomik göstergelerdeki bütün bu olumsuzluklara ve bozulmalara rağmen, Özatay'ın (2000) açıkladığı gibi, 1994 yılındaki likidite krizinin en temel sebebi, açıkça bir politika hatasıdır. Bu dönemde, Hükümet tarafından ekonomiyle ilgili olarak uygulamaya konulan çok önemli iki karar (şok), dövize talebi hızla artırarak krize yol açmıştır. Bunlardan birincisi, 1993 yılının ikinci yarısında DİBS ihalelerindeki faizlerin daha da yükselmesini engellemek amacıyla, Hükümet çeşitli Hazine ihalelerini ya iptal etmiş ya da kısa vadeli kağıtlarda çok düşük satış miktarları gerçekleştirerek faizler üzerinde aşağı yönlü bir baskı kurmak istemiştir. İkincisi ise, Hükümet'in kamu açıklarının finansmanında, tekrar, yoğun olarak TCMB kaynaklarına başvurmasıdır. Bu iki şok sonucunda, ekonomideki döviz talebi çok hızla büyüyerek 1994 likidite krizine sebep olmuştur.

Ayrıca, yükselen kamu açıklarına bağlı olarak artan iç faiz oranları sıcak para girişini hızlandırmış ve TL'nin reel olarak aşırı değer kazanmasına neden olmuştur. Bu gelişme işgücü maliyetindeki reel artışlar, doğrudan ve dolaylı ihracat teşviklerindeki azalma ile birleşerek Türk ekonomisinin rekabet gücünü hızla kaybetmesine yol açmıştır. Sonuçta, yüksek kamu açıklarından kaynaklanan ekonominin iç dengesizlikleri dış dengede de hızlı bir bozulmaya neden olmuş, ithalat hızla artmış, ihracat yavaşlamış ve dış ticaret açıkları önemli boyutlara ulaşmıştır. Bankaların açık pozisyon yoluyla sağladıkları kaynakların yanı sıra, repo, varlığa dayalı menkul kıymet, A-tipi



yatırım fonları gibi yeni mali araçlarla da fon temini, yüksek kamu açıkları, TCMB'nin parasal büyüklükler üzerindeki kontrolünü zayıflatmıştır (Akçay, 1997).

1994 yılı başlarında yaşanan krize neden olan faktörlerin başında, kontrolden çıkan kamu açıkları gelmektedir. KİT açıkları, alt yapı yatırımları, ücret ve maaş gelirlerinde reel artış sağlamak amacıyla yapılan ayarlamalar, sık yaşanan seçim dönemleri, Körfez Krizi terörle mücadele gibi nedenlerle kamu harcamaları kısılamazken, gerçek anlamda bir vergi reformunun getirilememiş olması, kamu açıklarının aşırı boyutlara çıkmasına neden olmuştur. 1989 yılında Kamu açıklarının finansmanında ağırlığın TCMB kaynaklarından, iç borçlanmaya çevrilmesi, iç borçlanmayı gerçekleştirebilmek için kamu kağıtları üzerindeki faiz oranının yüksek tutulmasını gerektirmiş; bu durum dolaylı olarak bütçeye ek yük getirmiştir. Kamu borçlanma gereği 1989 yılında % 5.3 iken, 1993 yılında % 11.9 düzeyine ulaşmıştır. Aynı yılda iç borç stoku 340 trilyon TL, dış borç stoku ise 66 milyar dolara yaklaşmıştır. Bu değerler üzerinden iç borç stokunun GSMH'ya oranı % 12, dış borç stokunun GSMH'ya oranı ise % 38'dir. 1991 yılından itibaren gerek iç, gerekse dış borç vade yapısında, kısa dönem lehine bir gelişme olmuştur (Keyder, 2002).

Kamu harcamaları kaynaklı iç talebin kontrol edilememesi sonucu, 1993 yılında dış ticaret açığı 14 milyar dolar, cari işlemler açığı da 6.3 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. İhracatın ithalatı karşılama oranı ise 1988'de % 81 iken, 1993 yılında % 52'ye düşmüştür. Ayrıca 1989 yılında uluslararası sermaye hareketlerinin serbest bırakılması, yüksek faiz politikası aracılığıyla ülkeye sıcak para (kısa vadeli sermaye) girişini hızlandırmıştır. Yurtdışından sağlanan yabancı para kredilerini TL'ye çevirip, DİBS'lere yatırım yapmak; vade sonunda da yüksek faiz artı ana parasını alıp, tekrar yabancı paraya çevirip alınan krediyi kapatmak yoluyla, kur değişim oranı faiz getirisinin altında kaldığı için yüksek karlar sağlanabilmekteydi. Bu yola başvuran bankalar yüksek miktarlarda açık pozisyon taşımaktaydılar.

1993 yılının sonlarına doğru hükümetin hem döviz kurunu baskı altında tutup hem de faizlerin artmasını önlemeye çalışması, bu amaçla

Hazine ihalelerini iptal etmesi ve oluşan belirsizlik nedeniyle rating kuruluşlarının ülkemizin kredi notunu düşürmesi krizi kaçınılmaz hale getirmiştir. 1993 yılının sonuna doğru döviz kurlarında başlayan hareketlilik, 1994 yılında da hızla devam etmiştir. Kamu açıklarındaki artışa rağmen, Hazine'nin iç borçlanma faizlerini düşürmek için ısrar etmesi, DİBS ihalelerine olan talebi düşürmüştür. Diğer yandan da, dış borçlanma için konjonktürün uygun olmaması, kamu açıklarının büyük oranda Merkez Bankası kaynaklarından finansmanını gündeme getirmiştir. 1994 yılının ilk üç ayına bakıldığında TCMB'den kamuya açılan nakit kredilerin yaklaşık 95 trilyon artarak 203 trilyon Türk lirasına ulaştığı görülmektedir. Rezerv paranın aynı dönemde sadece 5.5 trilyon artış göstermesi ve bununla birlikte toplam döviz yükümlülükleri artarken, dış varlıkların nominal olarak gerilemesi ve iç varlıkların hızla artması, TCMB'nin bu dönemde döviz rezervlerini azaltarak bir yandan döviz piyasalarında bir istikrar sağlamaya çalıştığını bir yandan da Hazine'ye kısa vadeli bir finansman imkanı yarattığını göstermektedir. Bu gelişmeler ve yanlış uygulamalar aşırı değerlenen TL'de devalüasyon beklentisiyle birleşince, 1994 yılı başında kriz patlak vermiştir (Günel, 2001).

TL ve dövize müdahale, faiz/kur belirleme gibi kısa dönemli para politikası araçları sadece ve sadece geçici çözümler üretebilmiştir. Kalıcı bir çözüm yolu için 5 Nisan 1994 tarihinde yeniden yeni bir istikrar paketi açıklanmıştır. Hızla bozulan iç ve dış dengeler 1994 yılı başında para, sermaye ve döviz piyasalarında ciddi bir krize yol açmıştır. Ekonomiyi hızla istikrara kavuşturmak, kamu açıklarını daraltmak, dış talebe dayalı bir büyüme yapısı oluşturmak ve ekonomik istikrarı sürekli kılacak yapısal reformları başlatmak amacıyla 05 Nisan 1994 tarihinde Ekonomik Önlemler Uygulama Planı yürürlüğe konulmuştur. Alınan önlemler çerçevesinde, her kriz sonrasında olduğu gibi, TCMB'nin özerkliğini arttırıcı, kamu açıklarının azaltılmasını sağlayıcı, bankaların denetimini ve parasal kontrolü arttırıcı düzenlemeler yapılmıştır.

Yeni istikrar paketi, KİT'lerin satışına veya kapatılmasına, bir kez alınacak vergilere ve ek vergilere, memur maaş zamlarının sınırlandırılmasına, ek zamlara, bazı ürünler hariç tarımsal desteğin

kaldırılmasına, kamu harcamalarında kısıntı yapılmasına, kamu gelirlerinin artırılmasına, yatırımların yavaşlatılmasına dayanan yöntemlerle, bütçe açığını azaltmayı ve iç borç kısır döngüsünü kırmayı hedeflemiştir. Bu amaçlar çerçevesinde, bütçe disiplinine yönelik önlemlere ilave olarak, özellikle para politikasını ilgilendiren aşağıdaki önlemler önemlidir:

- TL'nin değeri önemli ölçüde düşürülmüştür. 5 Nisan'da 1 \$ = 23,032 TL iken, 6 Nisan'da 1 \$ = 31,989 TL'ye, 7 Nisan'da da 1 \$ = 39,853 TL'ye yükseltilmiştir. Kur tespiti piyasaya bırakılmış, böylece yönetilen kur politikası<sup>74</sup> terkedilmiştir.

- IMF ile yapılan Stand-by anlaşmasına göre, TCMB'nin net iç varlıklar ve resmi rezervler gibi bazı hedeflere uyması zorunlu hale getirilmiştir. Böylece, 1991 – 1993 döneminde kontrolden çıkan parasal disiplin tekrar sağlanmaya çalışılmıştır.

- Hazine ve diğer kamu kuruluşlarının TCMB kaynaklarına başvurması kademeli olarak azaltılarak, TCMB'nin operasyonel bağımsızlığı kuvvetlendirilmiştir. Bu çerçevede, 14 Ocak 1970 tarih ve 1211 Sayılı TCMB Kanununun 50. maddesinde yar alan Hazine kısa vadeli avans limiti hesaplamasının tabanı değiştirilmiştir. Eski uygulamada toplam bütçe ödeneklerinin % 15'i olan kısa vadeli avans limiti, her yıl cari yıl genel bütçe ödenekleri toplamının, bir önceki mali yıl genel bütçe ödenekleri toplamını aşan tutarın belli bir oranına endekslenmiş, bu oran 25 Nisan 1994 tarih ve 3985 sayılı Kanun Hükmünde Kararname'yle, 1995 yılı için % 12 olarak belirlenmiştir. Ayrıca aynı kararnamede, bu oran 1996 yılı için % 10, 1997 yılı için % 6, 1998 yılı ve müteakip yıllar için % 3 olarak belirlenmiştir.

<sup>74</sup> TCMB 05.04.1994 tarihinden itibaren ticari ve gayri ticari işlemlere ilişkin olarak yapılan döviz ve efektif alım-satımlarında uygulanacak döviz kurlarının, bankalar, yetkili müesseseler, özel finans kurumları ve PTT tarafından piyasa kuralları çerçevesinde serbestçe belirleneceğini ilan etmiştir. Ayrıca, yine 05.04.1994'ten itibaren TCMB tarafından serbest döviz piyasasında oluşan kurları yansıtan "gösterge niteliğinde" olan kurlar ilan edilmeye başlanmıştır. Buna göre, TCMB 1 ABD Doları resmi satış kuru, Reuters sisteminin bankalararası döviz piyasası sayfalarında alış-satış kotasyonu veren bankalar arasından seçilen 10 bankanın saat 15:00'deki döviz alış-satış fiyatlarının ortalamalarının ortalaması esas alınarak, ertesi gün TCMB gişelerinde geçerli olmak üzere belirlenmeye başlanmıştır. Söz konusu bankalar sisteme ilan edilmiş ve daha sonra bu bankaların sayısı da 15'e yükseltilmiştir. 13.11.1994 – 05.01.1998 tarihleri arasında her gün ilan edilen 1 ABD Doları döviz satış kuru, üçer aylık dönemler esas alınarak TCMB'ye olan zorunlu döviz ve efektif devir ve satışları en yüksek olan 10 bankanın saat 15:00'deki döviz alış ve satış kurlarının ortalamasının ortalaması alınarak belirlenmiştir. 05 Ocak 1998 tarihinden itibaren banka sayısı 20'ye çıkartılmıştır. 1995 yılı başında IMF ile yapılan anlaşma çerçevesinde, 1 ABD Doları + 1.5 Alman Markı olarak tanımlanan kur sepetinin aylık değerinin, yine bu anlaşma çerçevesinde öngörülen hedefleri aşmayacağı şeklinde bir kur politikası belirlenmiştir. TCMB gösterge niteliğindeki kurlar, tamamen serbest döviz piyasasında oluşan kuru yansıtmaktadır. Zorunlu döviz devri oranlarının % 0'a indirilmesinden sonra, gösterge niteliğindeki kurların hesaplanmasında tüm bankaların kotasyonları kullanılmaya başlanmıştır. Bu sistem Nisan 2002'ye devam ettirilmiş ve Nisan 2002'de gösterge niteliğindeki kurları belirleme sistemi yeniden düzenlenmiştir.

- TCMB bilançosunun hareketliliğini büyük ölçüde zayıflatan aşırı boyuttaki “Değerleme Hesabı” 1995 yılı başından itibaren tedricen menkul kıymetleştirilmiştir. Böylece, TCMB'nin API'de kullanabileceği portföyü de genişlemiştir.

1994 yılında, Para politikası araçları ve likidite yönetimi açısından önemli bir değişiklik de, TCMB API Müdürlüğü'nün, 15 Şubat 1994 tarihinden itibaren İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Kesin – Alım Satım Pazarı'nda ve 5 Nisan 1994 tarihi itibarıyla da İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Repo – Ters Repo Pazarı'nda da işlem yapmaya başlamasıdır. Böylece, TCMB'nin ikincil piyasaya da aktif olarak katılması, özellikle kısa vadeli faiz oranları üzerindeki kontrol kabiliyeti artırılmıştır. Ayrıca, 1994 yılında, ekonominin likiditesini daha etkin düzenleyebilmek için bankaların yanı sıra istenilen şartları yerine getiren aracı kurumların da API Müdürlüğü'ne üye olmasına izin verilmiştir.

1994 yılında zorunlu karşılık uygulamalarının da para politikasının etkinleştirilmesi amacıyla etkin ve esnek olarak kullanılmaya çalışıldığını görmekteyiz. 1994 yılı içerisinde mevduat münzam karşılık uygulaması ile ilgili olarak, 5 Nisan 1994 tarih ve 21896 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 94/3 sayılı Tebliğ ile bankaların 31 Mart 1994 tarihindeki mevcut karşılığa tabi Türk lirası mevduatları ve Döviz Tevdiat Hesapları (DTH) sabit kabul edilerek, bu tutarlar için yürürlükten kaldırılan karşılık oranlarının uygulanması, 31 Mart 1994 tarihinden sonra artan mevduat tutarlarının ise yeni karşılık oranlarına tabi tutulması esası getirilmiştir. Buna göre, bankalarca, 31 Mart 1994 tarihinde mevcut sabit kabul edilen Türk lirası mevduatlarla ilgili olarak, vadesiz ve 1 ay vadeli mevduat hesapları için % 16, vadeli mevduat hesapları için % 7.50 oranında, 2 ve 3 yıl vadeli değişken faizli mevduat için % 6, 4 ve 5 yıl vadeli değişken faizli mevduat için % 2 oranında, DTH ile ilgili olarak ise vadesiz ve 1 ay vadeli hesaplar için % 8, vadeli hesaplar için % 3 oranında, Türk lirası karşılık tesis edilmekte, 31 Mart 1994 tarihinden sonra meydana gelen mevduat artışları ile ilgili olarak, TL ve DTH'nda vadeli vadesiz ayrımı yapılmaksızın, TL mevduat artışları için % 8 oranında karşılık tesis edilmekte, DTH için ise TL olarak tesis edilecek karşılık oranı sıfır olarak belirlenmiştir.

1994 yılı içerisinde, umumi dispo­nibilite uygulaması ile ilgili olarak 5 Nisan 1994 tarih ve 21896 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 4 Sıra No.lu Tebliğ ile 3 Sıra No.lu Tebliğ yürürlükten kaldırılarak bankaların taahhütlerine karşı bulunduracakları dispo­nibil değerler ve bunlara ilişkin esas ve şartlar yeniden belirlenmiştir. Tebliğ ile bankaların, 31 Mart 1994 tarihinde mevcut karşılığa tabi Türk lirası mevduatları sabit taahhüt olarak kabul edilmiş ve bu taahhütler için asgari % 2’si TL Serbest Tevdiat kalanı DİBS’den olmak üzere, toplam asgari % 32 oranında dispo­nibil değer bulundurmaları zorunlu kılınmıştır. 31.03.1994 tarihli Bilançolarının pasifinden, Tebliğin 2. maddesinde yer alan hesapların TL ve yabancı para cinsinden ayrı ayrı düşülmesi sonucu kalan tutarlar ile müteakip aylarda çıkarılacak bilançolarda aynı yöntemle bulunacak TL ve yabancı para bakiyeler arasındaki artış farkları bankaların sabit taahhütleri dışındaki dispo­nibiliteye esas taahhütlerini oluşturmaktadır. Bahse konu taahhütler ile ilgili olarak bankalar, TL pasif yükümlülükler için % 8 oranında TL olarak, yabancı para (YP) pasif yükümlülükler için % 9 oranında YP olarak Bankamız nezdinde serbest tevdiat bulundurmak zorundadırlar. 21 Temmuz 1994 tarih ve 21997 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 6 Sıra No.lu Tebliğ ile, dispo­nibiliteye sayılan DİBS için daha önce getirilen asgari 210 gün ağırlıklı ortalama vade koşulu kaldırılmış olup, söz konusu senetlerden, 16 – 22 Temmuz 1994 haftasında dispo­nibiliteye sayılanların en geç vade bitiminde 1 yıl ve daha uzun vadeli Devlet İstatistik Enstitüsü’nce açıklanan Toptan Eşya Fiyatlarına Endeksli DİBS ile değiştirilmesi öngörülmüştür. Burada, yine dispo­nibilite uygulamasının kamunun finansmanını kolaylaştırmak ve borçlanma maliyetini düşürmek amacıyla kullanıldığını görmekteyiz.

Finansal sistem açısından diğer bir önemli gelişme de Bakanlar Kurulu’nun 4 Mayıs 1994 tarihinde “Sigortaya Tabi Tasarruf Mevduatı ile Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu’nca Tahsil Olunacak Primler Hakkında Kararda Değişiklik Yapılmasına İlişkin Karar”ı ile mevduat kabul etme iznine sahip bankalarda, bir gerçek kişiye ait TL cinsinden tasarruf mevduatı (nama yazılı TL mevduat sertifikası dahil) ile tasarruf mevduatı niteliğini haiz DTH’nın tamamı mevduat sigortası kapsamına alınmasıdır. Bu kararla, kriz sırasında bankacılık sistemine olan güvende meydana gelen bozulmanın

yeniden tesisi amaçlanmış, ancak bu karar daha sonraki yıllarda Türk bankacılık sisteminde ahlaki bozulma sorunları yaratmıştır.

1994 yılında, ekonomideki birimlerin ileriye görebilmelerini sağlamak ve piyasalarda geleceğe dönük istikrarın yerleşmesine katkıda bulunmak amacıyla, IMF ile yapılan Stand-By anlaşması doğrultusunda parasal bir çerçeve hazırlanarak, Mayıs ayında yürürlüğe konmuştur. Buna göre, TCMB'nin net uluslararası rezervlerinin yıl sonuna kadar Mart ayı sonu seviyesinin 1 milyar ABD doları üzerinde olması, net iç varlıkların da sırasıyla Eylül sonunda sabit fiyatlarla 295 trilyon, Aralık sonunda 293 trilyon Türk lirası olması hedeflenmiştir. TCMB bu program ile, öncelikle yılın ilk aylarında kaybettiği rezervlerini kazanmayı hedeflerken, orta vadede fiyat istikrarını sağlamak için sıkı para politikasını uygulamaya koymuştur.

Hazine'nin iç piyasalardan tekrar borçlanabilmesi, TCMB üzerindeki baskıyı azaltmış ve Banka'nın bilançosu üzerindeki kontrolünü artırmıştır. Sonucunda, yıl sonu itibariyle parasal hedeflere ulaşılmış, bir gösterge olarak kullanılan kur da öngörülen seviyede gerçekleşmiştir.

1995 yılına gelindiğinde ise, bu yıla ait para politikası iki dönemde incelenebilir. 1995 yılının ilk on ayında uygulanan para politikası, 1994 yılı ikinci yarısında uygulanan politikanın bir devamı niteliğindedir. Öte yandan, dış varlık artışının parasal büyüklüklerde ortaya çıkaracağı baskıyı azaltmak için iç varlık artışına sınırlama getirilmiş ve açık piyasa işlemleri uluslararası rezerv artışının sterilizasyonunda kullanılmıştır. Bu dönemde döviz kurlarındaki artışın enflasyonun altında kalması ve reel faiz oranlarının yüksek olmasıyla, hem kısa vadeli sermaye girişini arttırmış hem de iktisadi birimleri TL cinsinden tasarruf araçlarına yöneltmiştir. 1995 yılının para politikasında döviz kurlarını, TCMB net uluslararası rezervlerini ve net iç varlıklarını hedef olarak alan bir çerçeve benimsenmiş ve bu yılın ilk on ayında uygulanmıştır. Ekim ayı içinde ortaya çıkan seçim atmosferi bir değişikliği gündeme getirmiş, yılın son iki ayındaki para politikası temelde seçim atmosferi nedeniyle ortaya çıkan belirsizliklerin azaltılmasına yönelik önlemler şeklinde olmuştur.

1995 yılı, merkez bankacılığı açısından doğrudan para politikası araçları uygulamasına son verilerek, para politikası ve likidite yönetimi açısından tamamen modern merkez bankacılığı ilkeleri çerçevesinde dolaylı para politikası araçlarının kullanılmaya başlanması açısından önemli bir dönüm noktasıdır. Bu amaç doğrultusunda aşağıdaki düzenlemelerin altının çizilmesi gerekmektedir.

1995 yılında tarımsal kredilerin TCMB toplam iç kredileri içindeki payı bir önceki yıla göre % 23'den % 5.7'ye inmiştir. 1995 yılında TCMB, kamu sektörü içinde yer alan TMO ve Türkiye Şeker Fabrikalarına tarımsal kredi sağlamamıştır. 30 Aralık 1994 tarihi itibarıyla bakiyesi 25.1 trilyon TL olan TMO'ya kullandırılan destekleme kredisi, Hazine ile TCMB arasında imzalanan 2 Haziran 1995 tarihli protokol uyarınca, Hazine'den özel tertip tahvil alınmak yoluyla tamamen tasfiye edilmiştir. Ayrıca, TCMB Banka Meclisi'nin 8 Haziran 1995 tarihli kararı ile kamu kurumlarına kullandırılmak üzere daha önce belirlenmiş limit iptal edilmiş ve 1995 yılı için söz konusu madde kapsamında kredi kullandırılmaması hükme bağlanmıştır.

TCMB'nin özel sektöre açtığı tarımsal kredilerde ise tarım sektörünün desteklenmesi amacıyla Tarım Kredi Kooperatifleri aracılığıyla sağlanan kredi miktarı, 15 Eylül 1993 tarihinde belirlenen limit dahilinde, 1994 yılına göre değişmemiştir (11.6 trilyon TL). TCMB'nin özel sektöre açtığı diğer krediler çerçevesinde Şekerbank aracılığıyla şeker pancarı alımları dolayısıyla kullandırılan kredilerin bakiyesi bir önceki yıla göre değişmeyerek, 19 Aralık 1991 tarihinde belirlenen limit çerçevesinde kullandırılmaya devam edilmiş, aynı seviyede kalmıştır (55 milyar TL).

Bankacılık sektörünün, kısa vadeli senet reeskontu sistemi dahilinde likidite ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla ticari nitelikte kabul edilen reeskont senetlerinin bakiyesi 1995 yılında tamamen tasfiye edilmiştir. Böylece, reeskont penceresi uygulaması çerçevesinde hem kamu, hem de özel sektöre sağlanan kredi uygulamaları kaldırılmıştır.

İhracatçıların vadeli satışlarından doğan alacaklarının finansmanı ve ülkemizde Banka Kabulleri piyasasının gelişmesine katkıda bulunulması

amacıyla, kabul finansmanı uygulamasına talebe bağılı olarak 1995 yılında da devam edilmiştir. Ancak, bu uygulama da daha sonraki yıllarda önemli ölçüde sınırlandırılarak, fiilen etkisiz bir araç halini almıştır.

Kur politikası açısından 1995 yılı 1999 yılına kadar damgasını vuracak bir başlangıcı teşkil etmiştir. 1995 yılı başında IMF ile yapılan “Stand-by” anlaşması çerçevesinde, 1,5 Alman markı ve 1 ABD doları olarak tanımlanan kur sepetinin, yine bu anlaşma çerçevesinde öngörülen aylık enflasyon oranları kadar artırılması hedeflenmiştir. Böylece, 1995 – 99 döneminde “gerçekçi” kur politikası uygulaması başlamış, bir anlamda reel kurlar hedeflenmiştir. Halbuki, her ne kadar kur ve faizlerin bileşiminden oluşan bir hedefleme söz konusu olsa da (Berüment, 2005) sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda, hem kurların, hem de faiz oranlarının ayrı ayrı aynı anda hedeflenmesi ve etkin bir şekilde ve uzun dönem kullanılabilmesi mümkün değildir. 1995 yılında gerçekleşen döviz sepeti artış oranı % 60.1 ile gerçekleşen TEFE oranı olan % 64.9’un altında kalarak, kurlar reel olarak değerlendirilmiştir.

27.01.1995 tarih, 22184 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan ve bu tarihte yürürlüğe giren 95/1 sayılı TCMB tebliği ile 31 Mart 1994 tarihine kadar olan mevduat için % 16 olan zorunlu karşılık oranı % 17’ye, 31 Mart 1994 tarihinden sonra açılan mevduat hesapları için % 8 olan zorunlu karşılık oranı ise % 9’a yükseltilmiştir. Yabancı para hesaplarında ise, 31.03.1994 itibariyle sabit kabul edilen döviz tevdiat hesapları tutarları üzerinden döviz olarak tesis edilecek munzam karşılık oranları 1 puan artırılarak, vadesiz ve bir ay vadeli için % 17.50’den % 18.50’ye, bir aydan uzun vadeli için de % 14.40’den % 15.50’ye yükseltilmiş, 31.03.1994 tarihinden sonraki artışlarda ise vade ayırımına bakılmaksızın 3 puanlık artışla % 10’dan % 13’e çıkarılmıştır.

Ekonominin Ekim ayında seçim atmosferine girmesiyle birlikte, öncelikle kurlar üzerinde yukarı doğru bir baskı yaratılmıştır. Piyasanın seçim sonrası ani bir devalüasyon beklentisine girmesi ve Hazine’nin iç borçlanmada zorlanması, TCMB’nin para politikasını yeni şartlara göre ayarlamasını zorunlu kılmıştır. Piyasalardaki gelecekle ilgili belirsizliği



azaltmak ve olumsuz beklentileri kırmak amacıyla, 27 Kasım 1995 tarihinden itibaren TCMB vadeli (forward) işlemler yapmaya başlamıştır. Kasım ve Aralık aylarında forward satış işlemlerinin vadelerinin Hazine'nin yüksek itfalarının olduğu tarihlere uygun gelecek şekilde belirlenmesi, bu günlerde tüm piyasalardaki işlem hacimlerinin artmasına yol açmıştır. Bunun yanı sıra söz konusu işlemler, piyasalardaki devalüasyon beklentilerinin kırılmasına neden olmuştur. Böylece Hazine'nin iç borçlanmasına yardımcı olmaya çalışılmıştır.

Ancak, 380 trilyon ek ödenek getiren bir Ek Bütçe'nin<sup>75</sup> yürürlüğe girmesi ve yüksek Hazine itfalarının da bu döneme rastlaması, bütçenin finansmanının TCMB kaynaklarından karşılanmasını zorunlu kılmıştır. Özetle, yılın son iki ayında seçim atmosferinin ve piyasa koşullarının getirdiği bir zorunlulukla TCMB'nin hedef aldığı büyüklüklerdeki hareket ilk on ayın tersi bir gelişme göstermiştir. Kurlardaki artış hızı yükselirken dış varlıklar azalmış ve net iç varlıklar kamuya açılan kredilerdeki artışla yükselmiştir.

1991 – 1995 dönemi TCMB Bilanço gelişmeleri aşağıdaki Tablo 3.17.'de gösterilmektedir.

---

<sup>75</sup> Vergi gelirleri ve vergi dışı gelirlerin artış hızlarındaki yavaşlama, kamu kesimi maaşlarına yapılan zamlar, özelleştirme ile beklenen ek gelirin sağlanamaması ve yüksek faizle iç borçlanmaya yönelme sonucu artan iç borç faiz ödemelerinin getirdiği yükler nedeniyle Kasım ayında 22455 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Ek Bütçe ile ek ödenek sağlanmıştır. Bütçe ödeneklerindeki bu artış, Hazine'nin kısa vadeli avans yolu ile Merkez Bankası'ndan kullanabileceği miktarın limitini yükseltmiştir. Ayrıca, Hazine ve TCMB arasında düzenlenen 2 Haziran 1995 tarihli protokole göre, 31 Aralık 1994 tarihi itibarıyla oluşan toplam 122.3 trilyon liralık kısa vadeli avans borcunun 25 trilyon liralık bölümü Hazine'den 10 yıl sonunda tamamen itfa edilecek 1 yıl vadeli, yıllık % 35 faiz ödemeli DİBS alınmak suretiyle tasfiye edilmiştir.

**TABLO 3.17. 1991 - 1995 DÖNEMİ TCMB BİLANÇO GELİŞMELERİ (TRİLYON TL)**

	1991	1995	DEĞİŞİM		1991	1995	DEĞİŞİM
<b>Varlıklar</b>	<b>100.2</b>	<b>1,479.0</b>	<b>1,378.8</b>	<b>Yükümlülükler</b>	<b>100.2</b>	<b>1,479.0</b>	<b>1,378.8</b>
<b>I. Altın Mevcudu</b>	7.8	84.6	76.8	<b>I. Sermaye</b>	0.025	0.025	0.0
<b>II. Madeni Para</b>	0.0	0.3	0.2	<b>II. Tedavüldeki Banknotlar</b>	21.3	223.9	202.6
<b>III. Dahildeki Muhabirler</b>	0.4	0.0	-0.4	<b>III. Mevduat</b>	63.0	1,111.2	1,048.2
<b>IV. İç Krediler</b>	23.0	205.8	182.8	A - Kamu Sektörü	5.2	102.1	96.9
A - Kamu Sektörü (Kurumları)	18.5	193.5	175.1	B - Bankacılık Sektörü	22.2	279.4	257.2
a - Hazine	13.6	192.3	178.7	C - Muhtelif	32.8	690.1	657.3
i - Hazine'ye Kısa Vadeli Avans	13.6	192.0	178.4	Kredi Mevduatı	32.7	687.7	655.1
ii - Diğer (Net)	0.0	0.3	0.3	D - Uluslararası Kuruluşlar	0.0	24.8	24.8
b - Kamu İktisadi Kuruluşları				E - Fonlar	2.7	14.9	12.1
c - İktisadi Devlet Teşekkülleri	4.8	1.2	-3.6	<b>IV. Dış Krediler</b>	4.2	5.9	1.7
i - Hazine Kofaketi Hız Bono	4.5		-4.5	A - Kısa Vadeli	0.0	0.0	0.0
ii - Diğer	0.3	1.2	0.9	B - Orta ve Uzun Vadeli	4.2	5.8	1.7
B - Bankacılık Sektörü	4.5	12.2	7.7	<b>V. İthalat Akreditif Bedelleri, Teminat ve Depozitolar</b>	0.8	12.4	11.7
a - Ticari	3.9	12.2	8.3	<b>VI. Hazine'nin Alacakları</b>	0.0	0.2	0.2
i - İhracat	3.9		-3.9	Altın	0.0	0.2	0.2
ii - Diğer		12.2	12.2	<b>VII. Döviz Taahhütleri</b>	0.5	5.5	5.0
b - Sınai	0.7	0.1	-0.6	<b>VIII. Açık Piyasa İşlemleri</b>	6.8	32.4	25.6
<b>V. Dış Krediler</b>	0.6	65.7	65.1	<b>IX. Diğer Pasifler</b>	3.6	87.3	83.8
<b>VI. Açık Piyasa İşlemleri</b>	4.7	37.4	32.7				
<b>VII. Menkul Değerler Cüzdanı</b>	0.6	308.2	307.6				
<b>VIII. Döviz Borçları</b>	25.0	737.3	712.3				
<b>IX. İfaya Tabi Hesaplar ve Aktifleştirilen Alacaklar</b>	32.4	25.9	-6.5				
1211 S.K. 61. Md. Ger. Değ. Farkı, Madde Kapsamına Alınanlar	32.4	25.9	-6.5				
<b>X. Diğer Aktifler</b>	5.7	13.8	8.1				

Kaynak: 1991 ve 1995 Yılları TCMB Yıllık Raporları. Bu dönemde kümülatif enflasyon % 1,773.2'dir.

Tablo 3.17.'den de görüleceği üzere, yükümlülükler tarafında söz konusu dönemde emisyon hacmi 202.6 trilyon lira, bankalar mevduatı 257.2 trilyon lira artarken; varlıklar tarafında bankacılık sektörü kredileri sadece 7.7 trilyon lira, kısa vadeli avanslardan kaynaklanan kamu kesimi kredileri 175.1 trilyon lira, TCMB açık piyasa işlemleri DİBS portföyü de 307.6 trilyon lira artış göstermiştir. Dolayısıyla, söz konusu dönemde parasal genişleme tamamen TCMB'nin Hazine'ye kısa vadeli avans ve DİBS alımları yoluyla kullandığı kredilerden kaynaklanmıştır. DİBS alımları ise daha önce de ifade edildiği üzere Tahkim kanunları çerçevesinde gerçekleştirilmiştir.

Bu dönemdeki parasal genişlemenin kaynaklarını ve TCMB para politikası araçlarının kullanımını yıllar bazında TCMB analitik bilançosu setinden yararlanarak aşağıdaki Tablo 3.18.'daki gibi gösterebiliriz.

**TABLO 3.18. 1991 - 1995 DÖNEMİ TCMB ANALİTİK BİLANÇO GELİŞMELERİ**  
**(MİLYAR TL)**

	1991	1992	1993	1994	1995	Ortalama
Para Tabanı	35,449	59,958	99,152	182,326	317,071	<b>138,791</b>
Net Dış Varlıklar	-14,060	-13,649	-29,562	-130,969	-124,924	<b>-62,633</b>
Kamu Kredileri	18,454	42,584	82,936	148,208	193,521	<b>97,141</b>
Kısa Vadeli Avans	13,589	30,983	70,421	122,278	192,000	<b>85,854</b>
API DİBS Portföyü	538	5,800	21,967	66,570	308,169	<b>80,609</b>
Bankacılık Kredileri	5,295	9,442	18,862	11,957	12,214	<b>11,554</b>
API	5,584	21,779	21,835	5,336	15,269	<b>13,961</b>

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sitesi, <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>

Yukarıdaki açık piyasa işlemleri kalemi, TCMB'nin piyasadaki likidite fazlasını veya eksikliğini nasıl yönettiğini göstermektedir. Daha öncede ifade edildiği üzere, TCMB bu dönemde, açık piyasa işlemlerinin bünyesindeki Bankalararası Para Piyasası'ndaki (BPP) Türk lirası depo işlemleri ile açık piyasa işlemleri çerçevesindeki repo-ters repo işlemleri ile gerçekleştirmiştir. Faiz oranları açısından asıl belirleyici olan TCMB'nin BPP'deki O/N vadedeki kotasyonları ve bu piyasada gerçekleşen oranlardır.

### **3.2.9. 1995 – 2000 Dönemi**

Bu dönem, TCMB para politikası araçları açısından önemli bir değişiklik olmamasına karşın, ekonomik istikrar ve enflasyonla mücadele çerçevesinde para politikası stratejileri açısından önemli denemelerin yapıldığı, ancak bütçe disiplini ve yapısal reformlardaki aksaklıklara ilave olarak uluslararası piyasalarda yaşanan dışsal şoklar nedeniyle başarısız olduğu bir dönem olarak dikkatimizi çekmektedir. Bu döneme ilişkin temel makroekonomik değişkenler aşağıdaki Tablo 3.19.'da gösterilmektedir.

**TABLO 3.19. 1995 - 2000 DÖNEMİ TEMEL EKONOMİK GÖSTERGELER**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Ortalama
Büyüme (%) <sup>1</sup>	8.0	7.1	8.3	3.9	-6.1	6.3	<b>4.6</b>
Enflasyon (%) <sup>2</sup>	93.6	80.4	85.7	84.6	64.9	54.9	<b>77.4</b>
Emisyon Artışı (%) <sup>3</sup>	86.3	70.7	98.5	75.1	80.0	57.8	<b>78.1</b>
1 ABD Doları (TL) <sup>4</sup>	61,361	108,045	205,740	314,230	542,703	675,004	<b>317,847.2</b>
Kısa Vadeli Reeskont Faizi <sup>5</sup>	55-52-50	50	50-67	67	67-60	60	<b>58.6</b>
İhracat Değeri <sup>6</sup> (Milyar ABD \$)	21.6	32.1	32.1	30.7	28.8	30.7	<b>29.3</b>
İthalat Değeri <sup>7</sup> (Milyar ABD \$)	34.8	42.3	47.2	44.7	39.0	52.7	<b>43.4</b>
Dış Ticaret Dengesi <sup>8</sup> (Milyar ABD \$)	-13.2	-10.3	-15.0	-14.1	-10.2	-22.0	<b>-14.1</b>
Ortalama Reel Borçlanma Faizleri	13.2	17.3	2.6	15.7	25.2		<b>14.80</b>
K.B.İç Borç Stoku / GSMH (%)	17.3	21.0	21.4	21.7	29.3	29.0	<b>23.28</b>
K.B.Dış Borç Stoku / GSMH (%)	26.2	23.2	21.9	18.9	23.9	21.1	<b>22.53</b>
K.B.Toplam Borç Stoku / GSMH (%)	43.5	44.2	43.3	40.6	53.2	50.1	<b>45.82</b>
Cari İşlemler Dengesi (Milyar ABD \$)	-2.3	-2.4	-2.6	2.0	-1.3	-9.8	<b>-2.8</b>
Cari İşlemler Dengesi / GSMH (%)	-1.38	-1.33	-1.37	0.96	-0.73	-4.91	<b>-1.46</b>
Faiz Dışı Denge (P.B.-Milyar TL)	261,172.0	264,051.0	42,764.0	2,373,219.0	1,569,220.0	7,174,977.0	<b>1,947,567.2</b>
Faiz Dışı Denge / GSMH (%)	3.3	1.8	0.1	4.4	2.0	5.7	<b>2.88</b>
KKBG / GSMH (%)	5.0	8.6	7.7	9.4	15.5	11.8	<b>9.67</b>

K.B.: Konsolide Bütçe; P.B.: Primary Balance; KKBG: Kamu Kesimi Borçlanma Gereği.

1) 1995-2000 dönemi 1987 fiyatlarıyla.

2) 1995 yılı enflasyon rakamı 1987=100'e göre ve 1996-2000 dönemi enflasyon rakamları ise 1994=100'e göre DİE'ye ait 12 aylık ortalamalara göre TÜFE verileridir.

3) Yılları itibarıyla.

4) Yılları itibarıyla döviz satış kurları.

5) Vadesine en çok 3 ay kalan senetler karşılığında yapılan iskonto ve avans işlemlerinde uygulanan oranlar olup, 01.01.1990 tarihinden itibaren avans sistemi uygulamasına son verilerek iskonto sistemine geçilmiş, iskonto ve avans işlemleri bazında tek bir faiz oranı tespitine başlanmıştır.

6) Yılları itibarıyla milyar ABD Doları.

7) Yılları itibarıyla milyar ABD Doları.

8) Yılları itibarıyla milyar ABD Doları.

Kaynak: TCMB, HM, DİE, DPT ve MB

Makroekonomik istikrar konusunda olduğu kadar, para politikası açısından da bu döneme yüksek reel faizler, hızla artan borç stoku ve bankacılık kesimi sorunları damgasını vurmuştur. Bu nedenle, 1990'ların genelindeki makroekonomik sorunların ve bu sorunların para politikası uygulamaları üzerinde yarattığı baskıların kısaca özetlenmesinde fayda görülmektedir.

1990 - 1999 dönemi Türk ekonomisinin temel özelliklerini;

- Siyasi istikrarsızlık,
- Finansal istikrarsızlık,
- İstikrarsız büyüme,
- Kronik bütçe açıkları,

- Yüksek enflasyon,
- Yüksek reel faizler (özellikle 1994 ve sonrası için),
- Hızla artan borç stoku,
- Yapısal reformlarda gecikme,

olarak sıralamak mümkündür. Yukarıdaki verilerde de görüleceği üzere, bu dönemde ortalama toplam borç stokunun GSMH'ye oranı bir önceki döneme göre % 42.90'dan % 45.82'ye ulaşmış, ayrıca bu dönemde ortalama reel faizler % 14.8 düzeyine çıkmış ve ortalama olarak KKBG'nin GSMH'ya oranı da % 9.7'ye yükselmiştir. Bu dönemde, enflasyon ve büyüme dalgalı bir seyir izlemiş, ortalama enflasyon ise % 77.4 düzeyinde gerçekleşmiştir.

1990'lı yıllarda ekonomik istikrarsızlığın temel nedeni, bütçe açıkları ve siyasi istikrarsızlık olmuştur. 1990'lı yıllardaki bütçe performansını incelerken, konsolide merkezi hükümet faiz dışı bütçe açığı ile bütçe dışı fonlar ve diğer kamu kesimini içeren konsolide bütçe performansını ayrı ayrı incelemek gerekmektedir. Yukarıdaki Tablo 3.19. (1995-2000)'da ve Tablo 3.16. (1991-1995)'da bütçe performansına ilişkin iki önemli gelişme göze çarpmaktadır:

- (i) 1990'lı yıllarda merkezi hükümet faiz dışı bütçe fazlası ya da açığı çok yüksek tutarlara ulaşmazken, toplam kamu kesimi, özellikle 1994 yılı öncesinde önemli ölçüde faiz dışı bütçe açığı vermiştir.
- (ii) 1995'ten itibaren, kamu kesimi borçlanma gereği, diğer bir ifadeyle faiz dahil bütçe açığı sürekli artış eğilimi göstermiştir.

1990'lı yıllardaki bütçe açıklarının temel nedenlerini; (i) yüksek reel faizler, (ii) sosyal güvenlik kuruluşlarının açıkları, (iii) tarımsal ürün desteklemesi olarak sıralamak mümkündür.

Bütçe açıklarının kontrol edilememesi ve gelecek dönemde de bütçe açıklarının kontrol edilebileceğine ilişkin inandırıcı bir politik kararlılık bulunmaması, borçların sürdürülebilirliğine ilişkin piyasalardaki kaygıları artırmış, borçlanmanın (borçların geri ödenememe) risk primi yükselmiştir. Reel faizlerin yüksek seyretmesinin diğer bir nedeni de yüksek ve dalgalı enflasyondan dolayı oluşan enflasyon risk primidir. 1992 – 1999 döneminde enflasyon oranları yüzde 66 - yüzde 125,5 gibi yüksek ve geniş aralıkta dalgalanmıştır. Dolayısıyla, gerek borçların geri ödenememe riski ve gerekse enflasyon risk primi nedeniyle 1990'lı yıllarda Türkiye'nin toplam iç ve dış borçlanma reel faizleri yüzde 2,6 ile yüzde 25,2 aralığında seyretmiştir.

İç ve dış borçlara ödenen reel faizler, ekonominin büyüme hızı ile kamu kesimi faiz dışı fazlasının GSMH'ya oranının toplamından büyük olması nedeniyle borç stoku sürekli artmıştır. Nitekim, 1990'da Gayri Safi Milli Hasılaya (GSMH) oranı % 33.75 olan toplam kamu kesimi borç stoku, 1999 yılında yüzde 53.2 düzeyine yükselmiştir. Aynı dönemde iç borç stokunun GSMH'ya oranı % 14.4'ten % 29.3'a yükselmiştir. Borç stoku oranları iki önemli olumsuz gelişmeyi net bir şekilde göstermektedir: (i) 1990'lı yıllarda Türkiye dışarıdan önemli bir borçlanma gerçekleştirememiş, hatta dış borçlanmanın GSMH'ya oranı dış borçların iç borçla finanse edilmesi, düşen uluslararası kredibilite ve yükselen risk primlerinin de etkisiyle özellikle 1994-95 yıllarında düşmüştür, (ii) Borçlanma gereği nedeniyle iç borçlar katlanarak büyüyerek bu dönem içinde çok hızlı bir artış göstermiştir, İç borç stokundaki bu artış asıl olarak bankalar aracılığı ile finanse edilebilmiştir.

Tablo 3.20.'de yer alan ödemeler dengesi tablosu, 1990'lı yıllardaki bankacılık sisteminin geçtiği süreci açık biçimde ortaya koymaktadır. Tablo'dan da görüleceği üzere, merkezi hükümet 1990'lı yıllar boyunca net dış borç anapara ödemesinde bulunmuş genelde cari işlemler açığı verilmiş, ülkemize doğrudan yatırımlar çok sınırlı düzeyde kalmıştır. Buna karşın, aynı dönemde, bankacılık sektörü ile diğer özel sektör yurtdışı borçlanmasını artırmış ve TCMB rezervleri sürekli artış eğilimi göstermiştir. Bu gelişmenin basitçe anlamı;

- (i) bankacılık ve diğer özel kesim yurtdışından borçlanarak, elde ettikleri döviz kaynaklarını Türk lirasına çevirmişler, bir anlamda döviz pozisyonlarını açmışlar,
- (ii) elde ettikleri dövizleri TCMB'ye satarak Türk lirasına çevirmişler, böylece Türk lirası likiditelerini artırmışlar,
- (iii) elde ettikleri Türk lirası ile Hazinesinin borçlanma imkanını artırmışlar,
- (iv) Hazine de Türk lirası borçlanarak hem yurtdışı borç faiz ve anaparasını ödemiş, hem de faiz dışı bütçe açıklarını finanse edebilmiştir.

Bu gelişmenin diğer bir anlamı da, yurtiçi özel kesim tasarrufları, kamu kesimi net borçlanma gereğini karşılayamadığı için, bu açığın, kamu dış borçlanması yerine özel kesimin dış borçlanması sayesinde giderilebildiğidir.

**TABLO 3.20. 1990'LI YILLARDA ÖDEMELER DENGESİ (MİLYAR ABD DOLARI)**

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>I- Cari İşlemler Dengesi</b>	<b>-1.0</b>	<b>-6.4</b>	<b>2.6</b>	<b>-2.3</b>	<b>-2.4</b>	<b>-2.6</b>	<b>2.0</b>	<b>-1.3</b>
<b>II- Sermaye Hareketleri Dengesi</b>	<b>3.6</b>	<b>8.9</b>	<b>-4.2</b>	<b>4.6</b>	<b>5.5</b>	<b>7.0</b>	<b>-0.8</b>	<b>4.8</b>
Doğrudan Yatırımlar	0.8	0.6	0.6	0.8	0.6	0.6	0.6	0.1
Portföy Hareketleri	2.4	3.9	1.2	0.2	0.6	1.6	-6.7	3.4
Bankalar Net Borçlanması	-0.4	1.3	-4.6	1.7	4.5	1.3	2.3	0.8
Diğer Sektör Net Borçlanması	2.2	4.3	0.3	2.5	0.8	4.1	4.2	2.7
Genel Hükümet Net Borçlanması	-1.6	-2.2	-3.0	-2.1	-2.1	-1.5	-1.7	-1.9
TCMB Net Yükümlülüğü	0.3	1.0	1.3	1.5	1.1	0.9	0.5	-0.3
<b>III- Net Hata Noksan</b>	<b>-1.2</b>	<b>-2.2</b>	<b>1.8</b>	<b>2.4</b>	<b>1.5</b>	<b>-1.0</b>	<b>-0.7</b>	<b>1.7</b>
<b>VI- TCMB Rezerv Artışı (IMF Kredileri Hariç) I+II+III</b>	<b>1.5</b>	<b>0.3</b>	<b>0.2</b>	<b>4.7</b>	<b>4.5</b>	<b>3.3</b>	<b>0.4</b>	<b>5.2</b>

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sitesi, <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>

1990'lı yılların ikinci yarısında ortaya çıkan olumsuz ekonomik göstergeler, sadece uygulanan iç politikalara bağlı olarak oluşmamış, olumsuz gelişmelerde, ekonominin kırılgan yapısı nedeniyle 1997 yılında Güneydoğu Asya Krizi, 1998 yılında Rusya Krizi ve 1999 yılındaki Brezilya Krizi ile yine 1999 yılındaki Gölcük ve Bolu Depremlerinin önemli rolü bulunmuştur. Söz konusu dışsal şoklar ekonominin kırılgan yapısı nedeniyle,

piyasalarda tedirginliği artırarak reel faizlerin daha yüksek seviyelerde oluşmasına yol açmıştır.

1990'lı yıllarda bütçe açıklarının kontrol altına alınamayışı, yapısal reformların gerçekleştirilememesi sonucu ekonomideki kırılganlığın artması, TCMB para politikalarını da çok olumsuz etkilemiştir. 1990'lı yıllar boyunca enflasyon yüzde 66 - yüzde 125,5 gibi yüksek ve geniş bir aralıkta gerçekleşmiştir. Bütçe açıklarının kontrol edilemediği, mali disiplinin sağlanamadığı, borçlanmanın sürdürülebilirliğinin sorun olduğu bir ortamda sıkı para politikalarının etkisiz ve hatta enflasyonist olacağı Sargent ve Wallace'ın "Some Unpleasant Monetary Arithmetics"<sup>76</sup> isimli çalışmasında teorik olarak da ortaya konulmuştur. Söz konusu çalışma kısaca, bütçe açıklarının kontrol edilemediği bir ortamda merkez bankası sıkı para politikası izlediğinde, reel faizler yükseleceğinden, borç stokunun hızla artacağını, borç stokunun arttığı bir ortamda ise ekonomik birimlerin; bunun sürdürülebilir olmadığını, sonunda borç stoku sorununun artmaması için merkez bankasının gevşek para politikası uygulamak zorunda kalacağını, bir anlamda, borcun para basılarak ödeneceğini göreceğini, bu nedenle de anlaşma ve fiyatlamalarını bu olası gelişmeyi dikkate alarak yapacağını, dolayısıyla enflasyonun düşmek yerine yükseleceğini göstermektedir. Nitekim, pratikte de, 1990'lı yıllardaki koşullar TCMB'nin sadece enflasyon üzerinde odaklanmasını engellemiştir. Bu dönemde TCMB, zorunlu olarak;

- kurlarda ve faizlerdeki dalgalanmanın mümkün olduğunca azaltılmaya çalışılması,
- böylece, finansal piyasalarda istikrarın bozulmasının önüne geçilmesi, Hazine'nin borçlanabilirliğinin desteklenmesi,
- bu arada da, kendi bilanço büyüklüklerinin kontrol altında tutularak enflasyonda sıçramaların önlenmesi,

gibi stratejilerle para politikasını yürütmeye çalışmıştır.

---

<sup>76</sup> Sargent ve Wallace (1981).



Bu genel açıklamalardan sonra, 1996 – 2000 dönemi para politikası stratejilerini ve para politikası araçlarının kullanımındaki gelişmeleri kısaca aşağıdaki gibi özetleyebiliriz.

TCMB'nin 1996 yılındaki temel öncelikleri, para programının ara hedeflerinden olan rezerv parayı, program limitleri içinde tutmak, bunu yaparken de döviz kurundaki dalgalanmayı en aza indirmek ve aynı zamanda piyasanın ihtiyacı olan likidite miktarını, piyasadaki hassas dengeleri ve istikrarı bozmamaya özen gösterecek şekilde ayarlamak olmuştur. TCMB, bu amacı bankalararası para piyasası, açık piyasa işlemleri ve döviz piyasalarını, fiyat göstergelerindeki istikrarı kollayacak şekilde, zaman zaman ayrı ayrı, zaman zaman da birlikte kullanarak gerçekleştirmiştir. TCMB'nin kanunu gereği 1995 yılından itibaren Hazine'ye açtığı kısa vadeli avansın aşamalı olarak sınırlandırılması ve başka hiç bir kamu kuruluşuna kredi kullandırmaması parasal genişlemenin mümkün olduğunca kontrol altında tutulmasını sağlamıştır. Zorunlu döviz devir oranlarının düşürülmesine rağmen, yapılan devirler beklenenin üzerinde gerçekleşmiştir. Net dış varlıklarda ise, döviz piyasalarına satış yönünde yapılan müdahalelerin geçmiş yıllara göre azalması sonucu, artışın yüksek oranlı olmasını sağlamıştır. Böylece (TCMB'nin özel kesime olan TL yükümlülüklerini gösteren) Rezerv Para'daki artışın büyük bölümü, dış varlık artışının finansmanından kaynaklanmıştır. Net dış varlıklardaki artışın rezerv para üzerinde yarattığı arz fazlasının çekilmesinde ise açık piyasa işlemleri yıl boyunca aktif olarak kullanılmıştır.

1996 yılı içinde Hazine'nin, TCMB'den kullandığı kısa vadeli avans hesabı % 93.2 oranında artarak 370.9 trilyon TL'na ulaşmış ve toplam Merkez Bankası kredileri içindeki payı yıl sonu itibariyle % 98 olmuştur. Uygulanmakta olan para politikası gereği 1996 yılında bankacılık sistemine kısa vadeli reeskont kredisi tahsis edilmemiştir.

TCMB açık piyasa işlemleri çerçevesindeki repo işlemlerini genelde ihale yöntemiyle gerçekleştirirken, faizlerdeki aşırı dalgalanmaları önlemek amacıyla, İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Repo – Ters Repo Pazarında işlem

gerçekleştirmiştir. Ayrıca 1996 yılının ortasından itibaren, APİ İhaleleri EFT aracılığıyla yapılmaya başlanmıştır.

Zorunlu döviz devir oranları, yıl içinde kademeli olarak indirilmiştir. 07 Mayıs 1996 tarihli talimatla, bankalara, özel finans kurumlarına ve PTT'ye, ihracat ve görünmeyen işlemlerden alışını yaptıkları döviz ve efektiflerin % 10'luk kısmını Merkez Bankası'na devretme zorunluluğunun yanı sıra, % 4'lük kısmını da hesaba giriş tarihini takip eden ayın son işgününe kadar TCMB'ye ya satmakla ya da devretmekle yükümlü kılınmıştır.

Mevduat Munzam Karşılık Tebliği çerçevesinde vade ayrımı gözetilmeksizin TL mevduat hesaplarında % 8, ABD doları, Alman markı, Fransız frankı, Hollanda florini, İsviçre frankı cinsinden DTH için kendi döviz cinsi üzerinden, diğer döviz cinsleri üzerinden açılan DTH için de ABD doları üzerinden % 11, altın depo hesaplarından ise % 0 oranında munzam karşılık tesisi öngörülmüştür.

Umumi Disponibilite Tebliği çerçevesinde bankaların taahhütleri ile ilgili olarak bulundurulması gereken disponibil değer ve oranları; TL mevduat için tamamı senet olmak üzere % 6, yabancı para mevduat için tamamı senet olmak üzere % 3, mevduat dışı TL pasif hesaplarda % 8'i TL vadesiz serbest tevdiat, % 6'sı senet olmak üzere toplam % 14, mevduat dışı yabancı para pasif hesaplarda % 11'i yabancı para serbest tevdiat, % 3'ü senet olmak üzere toplam % 14'tür. Pozisyon aşımalarına ilişkin taahhütler için bulundurulacak disponibilite oranı, tamamı TCMB nezdindeki vadesiz serbest tevdiat olmak üzere % 8'dir.

TCMB 1996 yılında uyguladığı kur politikasında, yürüttüğü para politikasına uyumlu olarak, finansal piyasalarda istikrarın sağlanmasını amaçlamış ve böylece reel döviz kurundaki dalgalanmaları minimize etmeyi hedeflemiştir.

1997 yılı para politikası uygulaması, 1996 yılında olduğu gibi, temelde finansal piyasalarda istikrarın sağlanmasını hedef almıştır. TCMB'nin istikrar hedefinin unsurları iki başlık altında toplanabilir. Birincisi, öncelikle TL ve döviz piyasalarında ortaya çıkacak kısa süreli, hızlı veya değişken fiyat

(faiz, döviz kuru) hareketlerinin önlenmesi, ikincisi ise piyasalardaki belirsizliklerin azaltılmasıdır. TCMB, gerek döviz gerek TL piyasalarındaki fiyatların, ekonominin genel dengeleri ile uyum içinde gerçekleşmesini gözeterek kısa dönemde oluşabilecek dalgalanmaların veya hızlı hareketlerin önüne geçmeye ve reel sektörde ekonomik büyümenin kesintiye uğramadan sürdürülmesine katkıda bulunmaya çalışmıştır. Dönem boyunca döviz kurlarının beklenen enflasyon paralelinde hareketi ve bankalararası para piyasasındaki faiz oranlarının hareketliliğinin azaltılması, söz konusu hedefin uygulamadaki yansımalarıdır.

1997 yılında TCMB'nin para politikası uygulamasında, operasyonel hedef olarak rezerv para değişkeni seçilmiştir. Merkez bankalarının rezerv para artışını kontrol altında tutarak, ekonomideki parasal büyüklükleri de kontrol edebileceği genel olarak kabul gören bir görüştür. Ülkemizde ise hızla artan bütçe açıklarının iç borç stokunu büyütmesi ve bu açığın zamanında yüksek faizli iç borçlarla finanse edilerek çevrilmesi gereği, TCMB'nin rezerv para üzerindeki kontrolünü sınırlandırmıştır. TCMB'nin rezerv para artışını sınırlandırmasını güçleştiren en önemli etken iç borcun hızla artması ve bu iç borcun çevrilebilmesi için gereken parasal genişlemenin kontrolü olmuştur.

Rezerv para artışının kontrolü kadar artışın kaynağında önemlidir. Rezerv para artışının kaynağının kamu finansmanı ile ilgili olmasının enflasyon üzerindeki etkisi, döviz satın alınarak yaratılan rezerv para artışının enflasyon üzerindeki etkisinden daha fazla olacaktır. Bu nedenle, TCMB rezerv para artışını kontrol altında tutmaya çalışırken artışın kaynağının kompozisyonunu değiştirmeye çalışmış ve rezerv paradaki artışı net dış varlıklardaki artışla ilişkilendirmeye gayret etmiştir. 1997 yılının genelinde TCMB dış varlıkları artış eğiliminde olup, istikrarlı döviz kurları ve yüksek TL faizleri sayesinde TL enstrümanlara geçişler yoğunlaşmış ve zorunlu döviz devirlerinin de sürekli artış eğiliminde olması dış varlıkları yükseltmiştir.

İç varlıkların içinde en büyük kalem, kamuya açılan krediler içindeki Hazine kısa vadeli avans hesabıdır. 1997 Temmuz ayında Hazine ve TCMB arasında imzalanan protokol gereği, Hazine kısa vadeli avans hesabını kullanmaktan tümüyle vazgeçmiştir. 1997 yılı için bir önceki yıl bütçe

ödenekleri toplamını aşan tutarın % 6'sı olarak belirlenen 133.9 trilyon Türk liralık kısa vadeli avans limitinin, Ağustos ayına kadar kullanılan kısmı Hazine tarafından TCMB'ye geri ödenmiştir.

1995 ve 1996 yıllarında kur sepetinin aylık bazdaki artış oranları enflasyon oranına paralel seyretmiştir. 1997 yıl sonu itibariyle, TL ABD doları karşısında % 90.4 Alman markı karşısında ise % 65.4 oranlarında değer kaybetmiş, kur sepetinin (1.5 DM + 1.0 USD) artışı % 78.1 oranında gerçekleşmiştir.

TCMB tarafından açılmış olan orta vadeli reeskont kredilerinin tasfiyesine 1997 yılında da devam edilmiştir. 1996 yılı sonunda 14.4 milyar TL olan bakiye, 1997 yılı sonunda 700 milyon TL'na düşürülmüştür. Bankacılık sektörünün likidite ihtiyacını karşılamak üzere geçmiş yıllarda kullanılan kısa vadeli senet reeskontu sistemi, 1995 yılı içinde tasfiye edilmiş, 1996 ve 1997 yıllarında bu kapsamda kredi kullanılmamıştır.

Efektif mevduat munzam karşılık oranı 1997 yılında % 9 dolayında kalmıştır. Ayrıca tebliğin disponibil değer olarak kabul edilecek senetler başlıklı 4. maddesi de değiştirilerek, Türk lirası üzerinden düzenlenen senetlerde asgari 1 yıl vade koşulu uygulamasına son verilmiştir. Bu değişiklikte, Kamu Ortaklığı Fonu ve Özelleştirme İdaresi Başkanlığı tarafından Türk lirası üzerinden ihraç edilen tahvillerin disponibil değer olarak sayılması için aranan TEFİE koşulu kaldırılmış, daha önce disponibil değer olarak sayılmayan, Türk lirası üzerinden düzenlenmiş ve 1 yıldan kısa vadeli DİBS ile Özelleştirme İdaresi Başkanlığı tarafından çıkarılan sabit faizli ve TEFİE dışındaki diğer değişken faizli Türk lirası üzerinden düzenlenmiş senetler de disponibil değer kapsamına alınmıştır.

Ağustos ayından itibaren Hazine'nin TCMB'deki kısa vadeli avans hesabını yapılan protokolle kullanamaması, itfalardan daha fazla borçlanmaya başlaması ve Ekim ortasında Güney Doğu Asya ülkelerinde çıkan krizlerle likidite sıkışıklığı yükselmiştir. Bu dönemde likiditeyi rahatlatmak için TCMB 7 günlük repo ihaleleri açmış ve İMKB'de repo işlemleriyle piyasayı fonlamıştır. Ayrıca Eylül ayındaki yoğun yabancı girişleri

nedeniyle artan TL likiditesi, Eylül sonu ve Ekim başında İMKB'de ters repo ile çekilmiştir.

Dönem boyunca döviz kurlarının enflasyon beklentileri paralelinde hareketi ve bankalararası para piyasasındaki faiz oranlarının hareketliliğinin azaltılarak, bu faizlerin referans faiz olarak piyasalarca kabulünün sağlanması, istikrar hedefinin uygulamadaki yansımalarıdır (Erçel, 1998).

TCMB 1998 yılı para politikası ile geçmiş yıllarda olduğu gibi hem mali piyasalarda istikrarı gözetmiş, hem de enflasyon ile mücadelede daha kararlı bir tutum sergilemeyi hedeflemiştir. 1998 yılı Maliye Politikasında faiz dışı dengede ciddi bir iyileşme öngörülmüştür. TCMB 1998 yılı para politikası ile enflasyon mücadelesi ve istikrar hedeflerinin gerçekleştirilmesi kapsamında yılın ilk üç ayı, ikinci üç ayı ve ikinci altı ayı için para programları açıklamıştır. Bu programlarda içsel ve dışsal ekonomik değişkenler dikkate alınmış ve bu değişkenlerdeki gelişmelere paralel olarak 1998 yılı para programı uygulama sürecinde hedef ve öncelikler değiştirilmiştir.

1998 yılının ilk üç ayı için açıklanan para programında rezerv para büyüklüğü hedeflenmiştir. Belirlenen hedefe göre, rezerv paranın Mart ayı sonunda, Aralık 1997 tarihine göre % 18 - % 20 aralığında büyümesi öngörülmüştür. Rezerv para artış hızının aralığı belirlenirken, enflasyon ve büyüme oranı ile tutarlı olmasına çalışılmıştır. Geçmiş yıllarda olduğu gibi, 1998 yılında da rezerv para büyümesinin kaynağı dış varlık artışı olması amaçlanmıştır. Rezerv para 31 Mart 1998 tarihinde, Aralık 1997 tarihine göre, % 17.3 oranında artış göstermiş ve para programı hedef aralığının altında büyümüştür. Rezerv para artışının kaynağı amaçlandığı gibi, TCMB'nin net dış varlıklarındaki büyümeden kaynaklanmıştır. Nisan ayı başında açıklanan ikinci üç aylık para programı, açıklanan ilk üç aylık para programıyla çok yakın benzerlikler göstermiştir. Nisan, Mayıs ve Haziran ayları için rezerv para artış oranı % 14 - % 16 aralığında gerçekleşmesi hedeflenmiştir. İlk üç ayda olduğu gibi, ikinci üç ayda da rezerv para artış kaynağı olarak dış varlıklardaki büyümeler amaçlanmıştır. Rezerv para büyüklüğü, 30 Haziran 1998 tarihinde Mart ayı sonuna göre, dış varlıklardaki

artış kaynaklı olarak, % 13.1 oranında büyüyerek hedef aralığının yine altında gerçekleşmiştir. Bu dönemde NİV yine küçülmeye devam etmiştir.

1998 yılı başında enflasyon ile mücadele konusu öncelikli hedef haline gelmiştir. Ekonomik dengeleri yeniden kurmak ve enflasyonu kalıcı bir şekilde aşağıya çekmek için 3 yıllık bir program uygulamaya konulmuştur. Enflasyonun önemli bir kaynağını oluşturan bütçe açıklarının finansman yönteminin hem ekonomik değişkenlerin uyarlanması, hem de enflasyonist beklentileri artırması kanalı ile enflasyonu beslemesi, bu programı temelde bütçe açıklarının enflasyonist olmayan yollarla finansmanı imkanlarının öngörüldüğü bir program şekline dönüştürmüştür. Bu program kapsamında enflasyon hedefleri 1998 yılı için % 50, 1999 yılı için % 20 ve 2000 yılı için tek haneli rakamlar olarak öngörülmüştür. 1998 yılının ilk altı ayında açıklanan hedeflere ulaşılması, programın başarısı için umut verici gelişmeler olarak değerlendirilmiş ve bu süreci bir adım daha ileri götürmek amacıyla Uluslararası Para Fonu ile enflasyon hedeflerinin gelecek yıla ilişkin öngörüsünü de içeren bir “Yakın İzleme Anlaşması” imzalanmıştır. Uluslararası Para Fonu’yla 26 Haziran 1998 tarihinde bir “Yakın İzleme Anlaşması” imzalanmış ve bu çerçevede TCMB 02 Temmuz 1998 tarihinde yılın ikinci altı aylık dönemi için yeni bir para programı ilan etmiştir. Temmuz – Aralık dönemi için açıklanan para programı hedefleri Ekim ayında revize edilmiş ve yeni türetilen analitik bilançodaki “Net İç Varlıklar” büyüklüğü yeni bir hedef değişken olarak belirlenmiştir.

Bu değişikliğin nedeni ise enflasyonun düşüş trendine girmesi sonucu TL talebinde tahmin edilemeyecek kayma olasılıklarıdır. Başka bir ifade ile enflasyonun düşüş trendine girdiği süreçlerde, ekonomik aktivitenin gereği olan rezerv para büyüklüğünün tahmini, bilinen para talebindeki fonksiyonel ilişkinin değişmesi sonucu güçleşmektedir. Bu hedef değişikliği ile TCMB ekonomik aktivitenin gereği olan rezerv para büyüklüğünün tahminindeki söz konusu güçlükleri aşmaya çalışmış ve piyasaların fon talebini ekonomik aktivitenin gereği doğrultusunda gidermeyi amaçlamıştır. Aynı zamanda TCMB belirlenen hedef ile net iç varlıklar kalemini sıkı bir

şekilde kontrol ederek, enflasyonla mücadeleye devam edilmesi doğrultusundaki kararlılığını sürdürmüştür.

Uluslararası Para Fonu ile yapılan anlaşmada ana hatlarıyla;

- Bütçenin faiz dışı dengesinin vergi gelirlerindeki artışa bağlı olarak 1998 yılında GSMH'nin % 4'ü oranında fazla vermesi öngörülmüştür.
- Özelleştirmeden elde edilecek gelirlerin bir kısmının enflasyonla mücadelede kullanılması planlanmıştır.
- Bütçe üzerinde yükleri olan sosyal güvenlik kurumları açıklarının giderilmesi ve bu amaçla mümkünse emeklilik yaşının yükseltilmesi öngörülmüştür.
- Bankacılık sektörünün denetiminin daha etkin bir hale getirilmesi için bankaların sermayelerinin güçlendirilmesi ve açık pozisyonlarının sınırlandırılması yönünde yasal önlemlerin hayata geçirilmesinin önemi vurgulanmıştır.
- Kamu sektöründe maaş artışlarının ve tarımsal destekleme fiyatlarının, gerçekleşen değil, hedeflenen enflasyon oranına göre artırılması amaçlanmıştır.
- Para politikası, enflasyonla mücadele çabalarını sürdürmeye yönelik bir rol üstlenmiştir. Bu bağlamda, kur politikasının öngörülen enflasyon ile tutarlı bir seyir izlemesi, net iç varlıklarda gerçekleşecek bir büyümenin, TCMB'nin kamu sektörüne kredi açmamasını sağlayacak ölçüde kalması ve bunun dikkatle izlenmesi öngörülmüştür. Net iç varlıklar kaleminin yıl sonu değeri eksi 1,514.0 trilyon Türk lirası olarak belirlenmiştir (Ancak uluslararası piyasalardaki olumsuzluklar nedeniyle, Ekim ayında bu hedef yıl sonu için 700 trilyon Türk lirası olarak revize edilmiştir).

Temmuz ayında açıklanan para programında, NİV hedefinin yıl sonu büyüklüğü eksi 1,514.0 trilyon Türk lirası olarak belirlenmiştir. Fakat Ağustos

ayının ortalarında başlayan Rusya krizi, giderek artan sermaye çıkışları ve Hazine'nin uluslararası piyasalardan borçlanamamasıyla fon ihtiyacını iç piyasalardan karşılama çabası içine girmesi, TL'ye olan talebi iyice arttırmıştır. Bu nedenlerle NİV hedefi Ekim ayında revize edilerek yıl sonu için 700 trilyon TL olarak açıklanmıştır. Aralık ayı sonunda NİV büyüklüğü 579.4 trilyon TL seviyesinde gerçekleşerek revize edilen hedefin de altında kalmıştır. Böylece yılın ilk yarısında enflasyonla mücadele ağırlık kazanırken, yılın ikinci yarısında ise enflasyonla mücadeleyle beraber istikrar politikasında ağırlık kazanmıştır. Ayrıca dış ekonomik krizlerin ülke ekonomisine olan etkilerini minimize etmek için faiz oranları politika değişkeni olarak kullanılmış ve böylece hem nominal faizler hem de reel faizler Rusya kriziyle yılın ikinci yarısında yükseliş göstermiştir.

TCMB'nin 1998 yılında uyguladığı kur politikası, geçmiş yıllarda olduğu gibi, enflasyon hedefi ile uyumlu bir biçimde yürütülmeye çalışılmıştır. Yılın ilk altı ayında döviz sepetinin kümülatif artış hızı % 30.2, TEFE'de ise kümülatif artış oranı % 26.3 olarak gerçekleşmiştir. Yılın ikinci altı ayında ise etkisi hissedilen dış olumsuzluklara rağmen, hem yüksek döviz rezervleri hem de özel sektörün döviz talebinin zayıf olması sonucunda, TCMB'nin kurlar üzerindeki kontrolünü sürdürebilmesine imkan tanımıştır. Yıl sonunda kur sepetinin kümülatif artış hızı % 58.5, TEFE artış hızı ise % 54.3 olarak gerçekleşmiştir.

TCMB 1998 yılının genelinde kendi kontrolü altındaki interbank piyasasında oluşan faiz oranlarının ikincil piyasalarla tutarlı bir şekilde oluşmasını amaçlamış ve bu doğrultuda yılın ikinci yarısı için interbank faiz oranlarını artırmıştır.

İlk altı ayda rezerv para bir önceki yıl sonuna göre % 33.1 oranında artarak, enflasyon hedefine paralel bir seyir izlemiştir. Dış varlıklara bağlı olarak emisyondaki % 36.4 oranındaki artış, rezerv paranın artış kaynağı olmuştur. Rusya krizi nedeniyle yılın ikinci yarısında ortaya çıkan TL talebi, APİ yoluyla sağlanmış ve bu emisyon artışının temel kaynağı olmuştur. Rezerv para 1998 yılında, 1997 yılına göre TL cinsinden % 72.3 oranında artış göstermiştir.



1998 yılında TEFE'de gerçekleşen artış oranı % 54.3 ile Hükümetin bütçe hedefleri çerçevesinde belirlediği % 50'nin üzerinde gerçekleşmiş ve 1997 yılında % 91 olarak gerçekleşen TEFE'nin 36.7 puan altında çıkmıştır. 1998 yılında TÜFE artış oranı ise bir önceki yıla göre 29.4 puan gerileyerek % 69.7 olarak gerçekleşmiştir.

1998 yılı başında Hazine, TCMB ile yaptığı mutabakata uyararak, her ay kullandığı kısa vadeli avans borcunu o ay sonunda geri ödemiştir. 1997 yılı sonunda 337.6 trilyon TL olan yıl sonu avans bakiyesi, 1998 yılı sonunda sıfır olmuştur. Uygulanan kredi politikası gereği Destekleme Kredisi açılmaması uygulamasına 1998 yılında da devam edilmiştir. Kısa vadeli reeskont penceresinden bankacılık sektörüne kullandırılan reeskont kredisi, 1998 yılında tahsis edilmemiştir.

1997 yılı sonunda 0.7 milyar TL bakiyesi olan TCMB orta vadeli reeskont kredileri, 1998 yılının Haziran ayında tamamen ödenerek tasfiye edilmiştir. Ayrıca bankacılık sektörünün likidite ihtiyacını karşılamak üzere kullandırılan kısa vadeli senet reeskontu sistemi 1995 yılı içinde tasfiye edilmiş ve 1998 yılında da kullandırılmamıştır.

Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar kapsamında yayımlanan I-M Sayılı TCMB Genelgesi'nin "7. Döviz Pozisyon Yönetimi ve Bilgi Verme" başlıklı bölümünün "D-Zorunlu Döviz ve Efektif Devirleri ve Satışları" başlıklı kısmında yer alan zorunlu döviz ve efektif devir ve satış oranı, 98/1, 98/2, 98/3 ve 98/6 numaralı TCMB Genelgeleri ile Haziran 1998, Eylül 1998, Ekim 1998, Kasım 1998, Aralık 1998 ve Ocak 1999 aylarında yapılacak döviz ve efektif devir ve satışları için % 0 (sıfır) olarak belirlenmiştir.

Mayıs ayında TCMB'nin İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Repo – Ters Repo Pazarı'nda zorunlu durumlar dışında O/N kotasyon girmeyeceğini açıklamasıyla birlikte, bu pazardaki faiz oranlarında likiditeye bağlı dalgalanmalar gözlenmiştir.

1999 yılında TCMB'nin uyguladığı para politikası, 1998'de olduğu gibi, mali piyasalarda istikrarı sağlama ve enflasyonun kontrol altında tutulması hedefleriyle uyumlu olarak belirlenmiştir. 1998 yılı Ağustos ayında

Rusya'da yaşanan ekonomik kriz (ekonomik belirsizlik) ve 1999 yılının seçim yılı olması (siyasi belirsizlik), 1999 yılı para politikasını farklı kılmıştır. Enflasyonun düşürülmesine yönelik uygulanacak programın başarısı için güçlü bir hükümete ihtiyaç duyulmuştur. Böylece seçim sonucunda geniş tabanlı güçlü bir hükümetin kurulması beklentisiyle, yürürlükteki Yakın İzleme Anlaşması'nın bir Stand-By anlaşması ile sonuçlandırılmasına çalışılmıştır.

1999 yılında enflasyonun kontrol altında tutulmasına öncelik verilerek, kur politikasının, bu amaca uygun olarak, hedeflenen enflasyonla tutarlı olmasına özen gösterilmiştir. Ancak yaz aylarından sonra belirsizliklerin azalmasıyla birlikte, TCMB kur politikasını yıl sonu için hedeflenen enflasyona göre değil, gerçekleşen enflasyonu dikkate alarak yürütmüştür.

İstikrar amacına yönelik olarak Merkez Bankası 1999 yılında, finansal kuruluşların kısa dönemli oluşan likidite ihtiyaçlarını açık piyasa işlemleri aracılığıyla karşılamıştır. Kur politikası veri kabul edilerek yıl genelinde piyasada oluşacak faiz oranlarının net dış varlıklardaki artış eğiliminin sürdürülmesiyle tutarlı olması hedeflenmiş ve ekonominin ihtiyacı olan Türk lirası net dış varlıklar artışı karşılığı verilmeye çalışılmıştır. Ayrıca oluşan dışsal şoklar karşısında faiz oranları serbest bırakılarak, sistemin ihtiyacı olan likidite sağlanmış ve Türk lirasının değerinin belirlenen kur politikası çerçevesinde oluşmasına çalışılmıştır.

TÜFE enflasyonu 1999 yılında 1998'e göre 0.9 puanlık gerileme ile % 68.8 ve TEFE enflasyonu ise 1999 yılında bir önceki yıla göre 8.6 puanlık artışla % 62.9 olarak gerçekleşmiştir.

Hazine'nin kullanabileceği kısa vadeli avans limiti 1999 yılında, geçmiş yıl ve cari yıl genel bütçe ödenekleri farkının % 3 olarak hesaplanmıştır. 1997 yılında TCMB ve Hazine arasında imzalanan protokol gereği, geçici bir süre için kullanılan kısa vadeli avans tutarı o ay içinde tekrar kapatılmıştır.

13.02.1999 tarih ve 23610 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 99/1 Sıra No.lu Umumi Disponibilite Hakkında Tebliğ ile TL taahhütler için

bulundurulması gereken % 6, YP taahhütler için bulundurulması gereken % 3 senet yükümlülüklerinin, bankalarca istenirse, % 2'sinin kasalarında bulundurulan Türk lirası ve Konvertibl Efektif tutarlarla karşılanabilmesi imkanı getirilmiştir.

10.12.1999 tarih, 23902 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 99/2 sayılı Tebliği ile değiştirilerek, Türk lirası mevduat için bulundurulacak umumi dispoñibilite oranı % 6'dan % 8'e yükseltiñmiş, arttırılan 2 puana tekabül eden dispoñibil değerlerin TCMB nezdinde Türk lirası vadesiz serbest tevdiat olarak bulundurulması, 23902 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 99/1 sayılı Tebliğ ile değiştirilerek, Türk lirası mevduata uygulanan munzam karşılık oranı % 8'den % 6'ya indirilmesi kararlaştırılmıştır.

Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar kapsamında yayımlanan I-M Sayılı TCMB Genelgesi'nin "Çeşitli Hükümler" başlığı altındaki bölümüne 98/1 sayılı TCMB Genelgesi ile ilave edilen ve 98/2, 98/3 ve 98/6 sayılı genelgelerle değişik Geçici 7. maddesinde "7.Döviz Pozisyon Yönetimi ve Bilgi Verme" başlıklı bölümünün "D-Zorunlu Döviz ve Efektif Devirleri ve Satışları" başlıklı kısmında yer alan ve 1998 Haziran – 1999 Ocak ayları için "% 0" olarak belirlenen zorunlu döviz ve efektif devir ve satış oranı, 14.01.1999 tarih, 23538 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 99/1 sayılı genelge ile 1999 şubat – 1999 Mart ayları için de "% 0" olarak belirlenmiştir.

TCMB'nin döviz ihtiyacının bankalararası piyasalarda gerçekteştirilen işlemlerden etkin bir şekilde karşılanabildiği göz önüne alınarak, zorunlu döviz ve efektif devir ve satış mükellefiyetinin kaldırılmasınının Geçici Madde değişikliği ile değil, I-M sayılı Genelgenin ilgili maddesinin değiştirilmesi suretiyle yapılmasınının uygun olacağı düşünülerek, 25.03.1999 tarih, 23650 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 99/2 sayılı genelgemizle söz konusu Genelgenin "7.Döviz Pozisyon Yönetimi ve Bilgi Verme" başlıklı bölümünün "D.Zorunlu Döviz ve Efektif Devirleri ve Satışları" başlıklı kısmı değiştirilmiş ve 01.04.1999 tarihinden geçerli olmak üzere zorunlu döviz ve efektif devir ve satış oranı "% 0" olarak belirlenmiştir.

1999 yılında TCMB, bankalararası para piyasasında iki yeni uygulama başlatmıştır. İlk olarak, bankacılık sisteminde gün içinde oluşan acil fon ihtiyaçlarının karşılanabilmesi ve ödeme sistemlerindeki tıkanıklıkların giderilebilmesi amacıyla 05 Temmuz 1999 tarihi itibarıyla Gün İçi Limit (GİL) uygulamasına başlamıştır. Söz konusu uygulamayla bankalara, borç alabilme limitlerinin serbest tutarı kadar “sıfır faiz” karşılığında GİL kullanma imkanı tanınmıştır. İkinci olarak, vadeli işlemlere derinlik ve süreklilik kazandırılması amacıyla, BPP işlemleri için tahsis edilen borç alabilme limitleri dışında 11 Ağustos 1999 tarihinden itibaren Vadeli İşlem Limiti (VİL) tahsis edilmiştir.

Döviz ve efektif piyasalarındaki işlemler genel olarak bankaların döviz nakit yönetimleri doğrultusundaki talepleri ve sermaye hareketleri çerçevesinde oluşmuştur. Öte yandan TCMB enflasyon öngörüsüyle tutarlı bir kur politikası izlemiştir. Dolayısıyla bu piyasadaki TCMB taraflı alım ve satım işlemleri, temel olarak TCMB'nin döviz sepeti kur hedefini tutturmaya yönelik müdahaleleri ile belirlenmiştir. Bu bağlamda 1999 yılında TCMB, yılın son iki ayı dışında, net alıcı konumunda olmuştur. Bankalar yılın ilk aylarıyla birlikte hızlı bir döviz ve efektif satışına başlamıştır. Bunda likidite ihtiyacının döviz satışı yolu ile karşılanmasının görece olarak düşük maliyetli olması etkili olmuştur. Enflasyon beklentilerinin düşmesi de bu durumu desteklemiştir.

TCMB 1999 yılında da kur sepetindeki aylık nominal devalüasyon oranını öngörülen enflasyon oranına paralel olacak şekilde belirlemeye devam etmiştir. Böylece bir taraftan dış ticaret dengesinin olumsuz etkilenmemesi sağlanırken, diğer yandan enflasyonun düşürülmesi amaçlanmıştır. Ay ortalamalarına göre 1998 yılında TL'nin kur sepetinde yer alan para birimlerinden ABD doları karşısındaki değer kaybı % 53.7 iken 1999 yılında % 71.7 olmuştur. Yıl sonu itibarıyla, aylık ortalama kur sepetindeki artış % 60.8 olarak gerçekleşmiş, TEFE'deki yıllık artış ise % 62.9 olmuştur.

### 3.2.9.1. 1999 Yılında Türkiye Ekonomisi ve Ekonomik İstikrar Programı Kararı

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

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

1999 yılında özellikle reel faizlerin ve dolayısıyla borç stokunun aşırı yükselmesinin yanı sıra ekonominin büyük bir daralma sürecine girmesi artık Türkiye'de para politikası açısından güçlü bir çapaya dayalı bir istikrar programı uygulamasını zorunlu hale getirmiş, para politikası araçlarından ziyade para politikası stratejisi ön plana çıkmıştır.

1999 yılı Haziran ayında IMF ile yapılan görüşmelerde Yakın İzleme Anlaşmasının programa bağlı ve mali destekli bir stand-by anlaşmasına dönüştürülmesi benimsenmiş ve 2000 – 2002 döneminde uygulanacak makroekonomik politikaların çerçevesi çizilmiştir. 09 Aralık 1999 tarihinde Türk Hükümeti tarafından verilen niyet mektubu, 22 Aralık 1999 tarihinde IMF İcra Kurulu tarafından onaylanmıştır. Üç yıllık bir dönemi kapsayan enflasyonu düşürme programı, maliye, gelirler, kur ve para politikalarının yanı sıra yapısal düzenlemeleri de kapsamaktadır. Programın temel amaçları; tüketici enflasyonunu, 2000 yılı sonunda % 25'e, 2001 yılı sonunda % 12'ye ve 2002 yılında % 7'ye indirmek, reel faiz oranlarını makul düzeylere düşürmek, ekonominin büyüme potansiyelini arttırmak ve ekonomideki kaynakların daha etkin ve adil dağılımını sağlamaktır.

Döviz kuruna dayalı istikrar programlarında, parasal büyüklüklere dayalı istikrar programlarının aksine, faizlerde ve ekonomik aktivitede en azından ilk aşamada önemli bir iyileşme olmakta, buna karşın cari işlemler

kaleminde bozulma gözlemlenmektedir. Ayrıca, genellikle, kur çapası, eğer uygulanan politikalar inandırıcı ise, enflasyonda çok daha hızlı bir gerileme yaratmaktadır. Zira, enflasyonist süreç yaşayan ülkelerde, kurlar enflasyon üzerinde girdi maliyetleri nedeniyle doğrudan olduğu kadar, sözleşmelerin döviz üzerinden yapılmasının yaygınlaşması ve bekleyişler üzerindeki etkisi nedeniyle dolaylı yoldan da çok etkili olmaktadır. Nitekim Türkiye'de de kurlar enflasyon üzerinde en belirleyici olan faktörlerin başında gelmektedir.

2000 yılından itibaren uygulanmaya başlanacak olan istikrar programının seçiminde;

- (i) bir yandan enflasyonun kontrol altına alınması,
- (ii) diğer yandan da hızla kötüleşen borç stoku sorununa çözüm getirmek amacıyla reel faizlerin düşürülmesi ve zaten küçülmüş olan ekonomiye bir ölçüde destek verilmesi,

gereği dikkate alınmak zorunda kalınmış ve istikrar programının temel amacı bu faktörler dikkate alınarak, kur çapasına dayalı olarak hazırlanmıştır. Zira kurların kontrol altında tutulması, hem enflasyon üzerinde en belirleyici faktör olması nedeniyle enflasyonda hızlı bir gerilemeye neden olacak, program güvenilir olduğu ve kur riski azaldığı sürece, parasal hedeflemenin aksine, reel faizler düşecek, reel faizler düştüğü için de hem ekonomik daralma olmayacak hem de borçlanma maliyeti gerileyeceğinden, borç stokundaki hızlı artış süreci yerini gerilemeye bırakacaktır.

Enflasyonu düşürmede nominal çapa olarak etkinliğine ve faizler ile ekonomik aktiviteye başlangıç aşamasındaki olumlu etkilerine rağmen, döviz kuruna dayalı istikrar programlarının benimsenmesi ülkenin temel özelliklerine bağlı olarak sabit ya da öngörülebilir kur rejiminin çöküşüyle biten bir takım tehlikeleri de beraberinde getirmektedir. Çeşitli ülke tecrübeleri incelendiğinde programın çökmesine neden olabilecek en az dört ana etken belirlenmiştir (Calvo ve Carlos, 1994):

- (i) tutarsız (gevşek) maliye politikaları,
- (ii) zayıf bankacılık sistemi,
- (iii) önceden ilan edilmiş bir çıkış tarihi ya da stratejisinin olmaması,
- (iv) olumsuz dış ticaret hadleri şokları ve diğer ülkelerde yaşanabilecek dışsal şoklar.

Bu etkenlerin yanında, istikrar programlarının başarısı için piyasa bekleyişlerinin iyileştirilmesi için özellikle mali disiplin ve yapısal reform sürecinde kararlılık gösterilmesi, bekleyişleri bozacak uygulamalardan kaçınılması zorunlu hale gelmektedir. Zira, özellikle sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile birlikte kısa vadeli yabancı sermaye gelişmekte olan ülkelere yoğun olarak girmekte, bekleyişlerdeki bozulma halinde de çok hızlı bir şekilde ülkeyi terk edebilmektedir.

### 3.2.9.1.1. Ekonomik İstikrar Programının Temel İlkeleri

Programın temel unsurlarını aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür:

- (i) **Maliye Politikası:** Kamu Kesimi Faiz Dışı Bütçe Fazlası / GSMH oranı 1999 yılında - yüzde 2 civarında iken, söz konusu oranın 2000 yılında yüzde 2,3'e çıkartılması öngörülmüştür.
- (ii) **Özelleştirme Hedefleri:** 2000 yılında 7,6, 2001 yılında 6,0 ve 2002 yılında da 4,0 milyar olmak üzere 3 yıl içinde toplam 17,6 milyar ABD dolarlık özelleştirme yapılacağı öngörülmüştür.
- **Enflasyon Hedefi ile Uyumlu Gelirler Politikası:** Gerek özel sektörün, gerekse kamu sektörünün; gelirler politikasında geçmişe endeksli davranışlardan vazgeçerek, ücret ve fiyatları enflasyon hedefi çerçevesinde belirlemeleri ve anlaşmalardaki geçmiş enflasyonla olan bağlantının kopartılması için her türlü çabanın sarf edilmesi öngörülmüştür.

(iii) **Güçlü Yapısal Reformlar:** Ekonominin kırılabilirliğini azaltmak, bütçe disiplininin kalıcı hale gelmesi sağlamak amacıyla, 4 ana grupta toplanan yapısal reformlar öngörülmüştür.

• **Tarım Reformu:** Gerçekçi ve dünya fiyatlarına yaklaşacak şekilde destekleme alım fiyatlarının tespiti, doğrudan gelir desteği sistemi öngörülmüştür.

• **Sosyal Güvenlik Reformu:** Çeşitli düzenlemelerle bütçe açıklarının temel nedenlerinden olan sosyal güvenlik sistemi açıklarının azaltılması öngörülmüştür.

• **Sağlıklı Bankacılık Sistemi:** 1999 yılına gelindiğinde Türk bankacılık sisteminde, başta denetim ve gözetim olmak üzere, açık pozisyon, grup içi riskli krediler, sermaye yetersizliği gibi sorunlar vardı. Bunların yanı sıra, özellikle kamu bankalarının çok yüksek tutarlara ulaşan birikmiş görev zararları nedeniyle, bu bankaların önemli likidite sorunları bulunmaktaydı. Dolayısıyla program uygulaması esnasında bankacılık sisteminin güçlendirilmesi amacıyla programda;

- Bankacılık sistemindeki denetim ve gözetimin BDDK'nın güçlendirilmesi yoluyla etkinleştirilmesi,
- Açık pozisyonların ve grup kredilerinin denetimi,
- Uluslararası standartta sermaye yeterliliği,
- Kamu bankalarının güçlendirilmesi,

öngörülmüştür.

• **Kamu maliyesinde şeffaflık:** Ekonomik programda öngörülen diğer bir yapısal reform da kamu maliyesinde şeffaflığın artırılarak, hesap verebilirlik kavramının yerleştirilmesiydi.

(iv) **Kur Çapasına Dayalı Para Politikası:** Sıkı maliye politikaları, iddialı özelleştirme hedefleri ve güçlü bir yapısal reform



sürecini öngören istikrar programının para politikası ayağı kur çapasına dayanmaktaydı. Kur çapasına dayalı istikrar programlarında kur politikasının ayrılmaz bir parçası olan likidite yönetimi ise para kurulu benzeri bir yapıya kavuşmakta, diğer bir deyişle TCMB'nin piyasayı fonlamasına ya da piyasadaki likiditeyi sterilize etmesine sınırlar konulmaktadır.

Bu çerçevede; para politikasının temel ilkeleri aşağıdaki gibi belirlenmiştir:

- **Kur Politikası:** Gelecek bir yıllık süreçteki 1 ABD Doları ve 0,77 Euro'dan oluşan kur sepeti değerleri önceden ilan edilmiştir. Her üç ayın sonunda, 9 aya inen kurların ilan edildiği süre tekrar üç ay uzatılmıştır. Buna göre, sepet artışı;

- 2000 yılında : % 20
- 2001 Haziran Sonuna Kadar : % 7,5
- 2001 Haziran Sonrası : Açılan bant,

şeklinde belirlenmiştir.

- **Likidite Yönetimi:** Likidite yönetimi ise kur politikasının ayrılmaz bir parçası olarak, para kurulu benzeri bir nitelik taşımaktaydı. Bu, TCMB'nin ancak döviz karşılığı Türk lirası yaratabileceği, sterilizasyon yapamayacağı anlamına gelmekteydi.

TCMB, 2000 yılında uygulanacak para politikasının genel çerçevesini, 9 Aralık 1999 tarihli "2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması" başlıklı basın duyurusu ile kamuoyuna duyurmuştur. Bu açıklamaların anlamını aşağıdaki 4 maddede özetlemek mümkündür:

(i) TCMB, 2000 yılında, açık piyasa işlemleri fonlamasını çok sınırlı bir düzeyde tutacaktır. TCMB, repo ihaleleri ile sınırlı miktarda fonlama

yapacak, bünyesindeki BPP'deki fonlama ya da piyasadan likidite çekme işlemlerini en az düzeye indirmek için gün sonunda "nihai kredi mercii" sıfatıyla ilan edeceği gün sonu borç verme ve borç alma faiz oranlarını, piyasalardaki faiz oranlarını dikkate alarak borç alırken daha düşük, borç verirken de daha yüksek olarak belirleyecektir.

(ii) TCMB, yıllık enflasyon hedefi ile uyumlu olarak gelecek bir yıldaki günlük döviz kuru sepet değerlerini önceden açıklayacak; bankalar, TCMB'nin önceden açıkladığı kurlardan *limitsiz olarak*, isterlerse döviz alabilecek, isterlerse döviz satabileceklerdir.

(iii) NİV (2000 yılı Değerleme Hesabı hariç) performans kriteri olarak belirlenmiştir. Buna göre NİV kaleminin (Değerleme Hesabı hariç) – 1,200.0 trilyon TL olarak sabitlenmiş ve bu kalemin, genişliği bir önceki dönemin Para Tabanı'nın +/- % 5'i tarafından belirlenen bir bant içinde dalgalanmasına izin verilmiştir.

(iv) Bankalar, Türk lirası likidite ihtiyaçlarını asıl olarak TCMB'ye döviz satarak sağlayabilecekler, TCMB'nin piyasaya sağlayacağı Türk lirası fonlama sınırlı düzeylerde olacaktır. Dolayısıyla, para piyasası faiz oranları döviz arz ve talebi tarafından belirlenecektir.

Nitekim, Kasım 2000'e kadar TCMB, likidite yönetimini kamuoyuna açıklanan program kuralları dahilinde, önceden ilan edilen hedefler doğrultusunda yapmıştır: Döviz karşılığı Türk lirası likidite sağlanmış, açık piyasa işlemleri çerçevesindeki repo işlemleri ile 1999 yılı sonu düzeyi civarında fonlama yapılmıştır.

### **3.2.9.1.2. Program Uygulama Sürecinde Karşılaşılan Sorunlar**

Yukarıda da görüleceği üzere, hazırlanan programın başlangıçta, döviz kurunun çökmesine neden olabilecek faktörlere karşı önlemleri içerdiği görülmektedir. İlk bakışta, Türkiye'de uygulanmaya başlayan döviz kuruna dayalı istikrar programı, programın uygulamaya konmasından 18 ay sonra genişleyecek bir döviz kuru bandına geçişi öngördüğü için bir çıkış stratejisinin olduğu görülmektedir. Ancak, döviz kuru çapasından yumuşak bir

çıkış, dışsal şokların olmamasına ve yerel ekonomik programın yolunda gitmesine bağlıdır. Ancak, program uygulama sürecinde gerek küresel ekonomik koşullar ve gerekse ekonomik programın uygulanma kararlılığı olumlu gelişmemiş ve program ekonomik krizle sonuçlanmıştır<sup>77</sup>.

2000 yılı istikrar programının aksayan yönleri aslında aşağıdaki Tablo 3.21.'de yer alan program makroekonomik hedefleri ile gerçekleştirmelerin karşılaştırılmasında açıkça görülmektedir:

**TABLO 3.21. 2000 YILI MAKROEKONOMİK HEDEFLERİ İLE GERÇEKLEŞMELER**

<b>Makroekonomik Değişken</b>	<b>Program Hedefi</b>	<b>Gerçekleşme</b>
GSMH Büyümesi (%)	5	6.3
Kur (Sepet) Artışı (%)	20	20
TEFE Enflasyonu (%)	20	33
TÜFE Enflasyonu (%)	25	39
Cari İşlemler Açığı (Milyar ABD Doları)	-4	-9.8
Özelleştirme (Milyar ABD Doları)	7.6	3.3

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sitesi, <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>

**(i) Faizlerdeki hızlı düşüşle birlikte iç talep aşırı biçimde artmıştır:** Programın başlaması ile özellikle bazı bankaların spekülatif davranışla yoğun DİBS talebinde bulunmaları ile birlikte faizler beklenenden hızlı düşmüş, reel faizler eksi düzeylere gerilemiştir. Yoğun yabancı sermaye girişi ile birlikte bankacılık sisteminin kredi verilebilir kaynakları artmış, bankacılık sistemi kredi hacmini, özellikle tüketici kredilerini hızla artırma eğilimine girmiştir. Faizlerdeki hızlı düşüş, bekleyişlerin iyileşmesi ve 1999 yılından ertelenen tüketim, tüketici kredilerinde ve iç talepte patlama yaratmıştır. Programda, GSMH büyümesi yüzde 5 olarak öngörülürken, gerçekleşme % 6,3 düzeyine ulaşmıştır. Söz konusu büyüme iç talep kaynaklı olmuş, iç talep artışı % 9,8'e ulaşmıştır.

**(ii) Enflasyon program öngörülerinin üzerinde kalmıştır:** 2000 yılı boyunca TCMB kurları önceden ilan ettiği düzeyde tutarken, özellikle özel sektör gelirler ve fiyatlama politikasını programla uyumlu yürütmemiş, fiyatlama davranışlarında geçmişe endeksleme kırılamamış, artan iç talep enflasyon üzerinde baskı yaratmıştır. 2000 yılında, TÜFE

<sup>77</sup> Örneğin, Alper (2001), Uygur (2001), Akyüz ve Boratav (2001), Celasun (2002) ve Özatay ve Sak (2003).

enflasyonu, % 33 ile % 20'lik, TEFE enflasyonu da % 39 ile % 25'lik program öngörülerinin üzerinde kalmış, bu da Türk lirasının değer kazanmasına yol açmıştır.

**(iii) Özellikle tüketim kaynaklı ithalat patlaması sonucunda cari işlemler tarihi düzeyde açık vermiştir:** İç talebin aşırı biçimde artması ve Türk lirasının değer kazanmasına ilave olarak, uluslararası piyasalarda petrol fiyatlarının artışı ve dış ticaret hadlerinin olağanüstü biçimde Türkiye'nin aleyhine gelişmesi cari işlemler açığında patlamaya neden olmuştur. Programda, 4 milyar ABD dolarlık cari işlemler açığı öngörülürken, cari işlemler açığı 9,8 milyar ABD dolarına yükselmiştir.

**(iv) Özelleştirme istenilen düzeyde gerçekleştirilememiştir:** Programın en önemli varsayımlarından birisi de 2000 yılı için 7,6 milyar ABD dolarlık özelleştirme geliri idi. Özelleştirme süreci 2001 ve 2002 yıllarında da hızlı bir şekilde sürdürülecekti. Ancak, 2000 yılında sadece 3,3 milyar ABD dolarlık özelleştirme geliri elde edilebilmiştir. Üstelik en önemli özelleştirme kalemlerinden olan Türk Telekom'un özelleştirilmesine ilişkin olarak sonbaharla birlikte ciddi belirsizlikler ve sorunlar ortaya çıkmaya başlamış, bu gelişme piyasalarca özelleştirmede istekli olunmadığı, dolayısıyla diğer özelleştirme işlemlerinde de aksamalar olacağı şeklinde yorumlanmıştır.

**(v) Kamu bankaları rehabilite edilememiştir:** Program süresince, kamu bankalarının geçmiş görev zararlarından kaynaklanan likidite sorunlarının çözümüne, diğer bir deyişle, söz konusu görev zararlarının kamu bankalarına nakit olarak ödenmesine yönelik önlemler alınamamıştır.

**(vi) BDDK'nın etkinleştirilmesi gecikmiştir:** 4389 sayılı Bankalar Kanunu 23.6.1999 tarihinde yürürlüğe konulmuş ve Kanunda, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu üyelerinin üç ay içinde (23.9.1999 tarihine kadar) atanması ve Kurumun (BDDK) üyelerin atanmasından sonra en geç 1 yıl içinde faaliyete geçmesi öngörülmüştü. Ancak, Kurul üyelerinin atanması, siyasi nedenlerle Eylül 1999'da yapılamamış, Kanun Aralık 1999'da tekrar değiştirilerek Kurul üyeleri Mart

2000 tarihinde atanmış ve BDDK 31.8.2000 tarihinde faaliyete geçebilmiştir. BDDK'nın faaliyete geçmesinin yaklaşık 9 ay gecikmesi, kur riski, faiz riski gibi piyasa risklerinin sermaye yeterliliği içinde dikkate alınması, bankaların iç denetim sistemlerini kurmaları vb. konulara ilişkin düzenlemelerin yapılmasını, mali durumu bozuk olan bankalar ve kamu bankalarının sorunlarının çözümünü geciktirmiştir.

**(vii) Bu sırada uluslararası piyasalarda öngörülemeyen üç önemli dışsal şok meydana gelmiştir:** (a) Petrol fiyatları 16,5 ABD dolarından 27 ABD dolarına yükselerek % 64'lük artış göstermiştir, dış ticaret hadleri Türkiye aleyhine gelişmiştir. (b) Euro/ABD doları paritesi 1.07'den 0.94'e gerileyerek, Euro yüzde 12 değer kaybetmiş, Türkiye'nin ihracatının Euro ağırlıklı, ithalatının da ABD doları ağırlıklı olması dış ticareti olumsuz etkilemiştir. (c) Sonbahar aylarında Arjantin'deki olumsuz gelişmeler, yabancı yatırımcıların Türkiye gibi gelişmekte olan ülke piyasalarına daha temkinli yaklaşmalarına, bu piyasalardan çekilmelerine yol açmıştır. Diğer bir olumsuz gelişme de ABD Merkez Bankası FED'in faizlerini yükseltmeye başlama kararıdır ki, böyle bir karar her zaman gelişmekte olan ülke piyasalarını olumsuz etkilemektedir.

### **3.2.9.2. Kasım 2000'e Girerken Türk Bankacılık Sistemi**

2000 yılına gelindiğinde, Türk bankacılık sistemin bankacılık alanındaki tüm riskleri üstlenir hale gelmiştir.

**(i) Döviz Açık Pozisyonu:** 1994 krizi sonrası örtülü kur garantisi kur çapasına dayalı istikrar programında daha açık ve güçlü hale gelmiş, ahlaki çöküntü iyice artmış, bankalar riskli açık pozisyon stratejilerine alınan önlemlere rağmen 2000 yılında artırmışlardır.

**(ii) Vade Uyumsuzluğu Riski:** Programın başında, bazı bankalar faizlerin daha da düşeceğini öngörerek, aşırı miktarda DİBS alarak, hazine ihale faizlerinin aşırı düşmesine neden oldular. Bu bankalar, fonlamalarını hemen hemen sadece repo işlemlerine ve kısa vadeli bankalararası kredilere dayandırdıklarından faizlerdeki dalgalanmalara aşırı duyarlı hale gelmişler,

riskleri iyice artmıştı. Özellikle Kasım 2000'de çok riskli portföy tutan bankalar krizin tetikleyici nedenlerinin başında gelmiştir.

### **3.2.9.2.1. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri**

Kasım 2000'e kadar kur politikasının uygulamasında hiç bir sorun olmamış, döviz kurları önceden ilan edilen düzeylerde tutulmuş, bu çerçevede para piyasası faizleri de makul düzeylerde dalgalanmıştır. Ancak, uluslararası piyasalarda Arjantin kaynaklı tedirginliklerin oluşması sonucu yabancı yatırımcıların Türkiye gibi gelişen ülke piyasalarına daha temkinli yaklaşması, piyasalarda yapısal reformlarda ve özelleştirmede gecikme olduğu yönünde algılamaların oluşmaya başlaması, başta bazı özel bankalar ve kamu bankaları olmak üzere Türk bankacılık sisteminin zayıflığı, mevsimsel sebeplerin de etkisi ile döviz arzında azalma görülmesi gibi öne çıkan nedenlerle, Ekim 2000'den itibaren faizlerde baskı hissedilmeye başlanmıştır. 22 Kasım 2000 tarihinden itibaren ise önemli bir döviz talebi başlamış, faizler hızla yükselmiş, bazı özel bankalar ile kamu bankaları yoğun olarak likidite sıkışıklığı yaşamaya başlamışlar, Kasım 2000 krizi olarak literatüre geçen gelişmeler ortaya çıkmıştır.

#### **3.2.9.2.1.1. Kasım 2000 Krizi**

22 Kasım 2000 tarihine gelindiğinde, yukarıda bahsedilen nedenlerin yanında piyasadaki bankaların birbirlerine olan güvensizliklerinin de etkisi ile finansal piyasalarda dalgalanmalar yaşanmaya başlamış ve büyük ölçüde bazı bankaların aşırı riskli portföy tercihlerinin yarattığı likidite sorunlarından kaynaklanan risk algılaması sonucu, piyasaların finansal aracılık işlevinde sorunlar ortaya çıkmış, döviz talebi canlanmış, bunun sonucunda da piyasanın Türk lirası likidite ihtiyacı artmıştır. Özellikle döviz talebi nedeniyle piyasalarda Türk lirası ihtiyacının artması sonucu TCMB'nin tüm önlemlerine karşın, para piyasası faiz oranları % 100'ün üzerine yükselmiştir. Uygulanan programın gereği olarak TCMB, döviz talep eden bankalara Türk lirası karşılığı döviz satmaya başlamıştır. Döviz talebi sonucunda piyasadaki Türk lirası likidite azalmış, özellikle para piyasası faiz oranları yükselmiş, yapısal sorunları (ödenmemiş özel görev zararları) nedeniyle kamu bankaları, fon

bankaları ve aşırı riskli portföy tercihleri nedeniyle bazı özel bankalar yoğun likidite sıkışıklığı yaşamaya başlamışlar ve bu süreçten olumsuz etkilenmişlerdir. Program uygulaması esnasında, TCMB'nin uygulanan programın başarısı için performans kriteri olarak belirlendiklerinden ve uygulanan kur rejiminin ayrılmaz bir parçası olduklarından çok önemli olan ve ulaşılmaması gereken Net İç Varlıklar ve Net Uluslararası Rezervler hedeflerini tutturması ve uygulanan istikrar programının en temel ögesi olan kur politikasının devamı açısından dövize olan talebi engellemek için piyasaya vereceği Türk lirası likiditesini kontrol altında tutması gerekmektedir.

Ancak TCMB likidite ihtiyacı olan kamu bankaları ile aşırı riskli bir şekilde gecelik vadede borçlanarak DİBS portföyü oluşturmuş bankaların zor duruma düşmesini önlemek amacıyla söz konusu bankalara likidite sağlamış, böylece NİV ve NUR hedeflerini aşmıştır. TCMB, ödemeler sisteminin çalışması ve yoğun likidite sıkışıklığı yaşayan bankaların likidite sorunlarının giderilmesine yönelik olarak, krizin çıktığı 22 Kasım 2000 tarihinden itibaren yoğun likidite sıkışıklığı yaşayan bankalara yaptığı fonlamayı sürekli artırmıştır. Ancak, yapılan ilave fonlamanın döviz talebine dönüşmesi, bunun da TCMB döviz rezervlerini uygulanan programın sürdürülebilirliği için tehlike yaratacak ölçülerde geriletme ihtimalini ortaya çıkarması üzerine, TCMB, döviz talebinin kontrol altına alınmasına yönelik önlemlere başvurmak zorunda kalmıştır. Bu amaçla, 30 Kasım 2000 itibarıyla ulaşılmış olan Net İç Varlıklar büyüklüğü referans alınarak, 1 Aralık 2000 tarihinden başlamak üzere TCMB likidite politikasının Net İç Varlıklardaki bu yeni referans noktası temel alınarak yürütüleceği, bu tarihten başlayarak sisteme ek likiditenin, eskiden olduğu gibi, asıl olarak döviz karşılığında sağlanacağı kamuoyuna açıklanmıştır.

Kasım 2000 krizi esnasında TCMB, döviz rezervlerinin programın sürdürülebilirliğini tehlikeye atacak şekilde erimesine izin vermeden döviz satarak Yasası gereği olarak kur rejimini savunmuş, Hükümetin ve ilgili diğer kamu otoritelerinin aldıkları tedbirlerin de katkısıyla bu politikasında da başarılı olmuştur. 17 Kasım – 5 Aralık 2000 döneminde 7,4 milyar ABD

dolarlık döviz satılmasına karşın, Aralık ayı başından itibaren Hükümetin, ilgili diğer kamu otoritelerinin ve TCMB'nin aldığı önlemlerin piyasalara olumlu yansımaya paralel olarak, dövize olan talep azalmış ve özellikle Ocak ayı başından itibaren Kasım 2000 krizi sırasında satılan dövizlerin önemli bir kısmı geri alınmıştır. Bankalar, 02 Ocak - 16 Şubat 2001 döneminde TCMB'ye net 3,4 milyar ABD dolarlık döviz satmışlardır.

### **3.2.9.2.1.2. Şubat 2001 Krizi**

Yukarıda da bahsedildiği üzere, alınan önlemlerle birlikte Aralık 2000'in ikinci haftasından başlayarak Kasım krizinin etkileri azalmaya başlamış, Ocak 2001 başından itibaren bankaların tekrar TCMB'ye büyük tutarlarda döviz satmaya başlamaları ile birlikte faiz oranları önemli ölçüde gerilemiştir.

Ancak, 19 Şubat 2001 tarihinde yaşanan siyasi gelişmelerin tetiklemesi sonucu piyasa katılımcılarının kur çapasına dayalı programın sürdürülebilirliğine ilişkin güvenleri önemli ölçüde azalmış, Kasım 2000 krizinin aksine yerli yatırımcılar da yoğun olarak TCMB'den döviz talep etmeye başlamışlardır. Program çerçevesinde önceden ilan edilen kur politikasının ve piyasa kurallarının bir gereği olarak, 19 Şubat 2001 günü, ABD piyasalarının kapalı olması nedeniyle, bankalara ertesi gün valörle 7,6 milyar ABD dolarlık döviz satılmıştır.

TCMB, mevcut kur rejimi çerçevesinde rezerv kaybını önlemek amacıyla likidite yönetiminde çok kontrollü bir strateji uygulamaya başlamıştır. Böylece, bankaların döviz almaları için gerekli likiditeyi doğrudan (kendileri TCMB'den) ya da dolaylı olarak (TCMB'den borçlanacak diğer bankaların borç veren bankalara borçlarını ödemeleri ile) sağlamalarının önüne geçilmesi amaçlanmıştır. TCMB'nin, döviz rezervlerini korumak amacıyla Türk lirası likidite imkanlarını kontrollü kullanması nedeniyle, döviz talep eden bankalar talep ettikleri dövizler karşılığı Türk lirası likiditeyi sağlayamadıklarından, 20 Şubat 2001 günü, 19 Şubat 2001 tarihinde talep ettikleri 7,6 milyar ABD dolarlık dövizin 6,1 milyar ABD dolarını geri satmak ya da alış işleminden vazgeçmek zorunda kalmışlardır. *Böylece, 20 Şubat*



*2001'deki net döviz satışları 1,5 milyar ABD doları ile sınırlı kalmış, döviz rezerv kaybının önüne geçilmiştir.*

Ancak, piyasalarda güvenin sağlanamaması sonucu, döviz talebi 21 Şubat 2001 günü de devam etmiş ve uygulanan kur rejimi ve piyasa işleyiş kurallarının bir gereği olarak TCMB'ce 3,6 milyar ABD dolarlık döviz satışı gerçekleştirilmiştir. Bankalar bu defa, TCMB'nin ilave likidite olanaklarını sınırlandırmasına rağmen, döviz alışları karşılığında TCMB'ye ödemek zorunda oldukları likiditeyi yüklü Hazine itfasıyla elde edebilmişlerdir.

Döviz talebinin, alınan tüm önlemlere rağmen devam etmesi sonucu, döviz rezerv kaybının önüne geçilmesi amacıyla TCMB'nin ilave Türk lirası likiditeyi kontrollü olarak sağlamasının da etkisiyle, para piyasası faiz oranları çok yüksek seviyelere çıkmıştır. Döviz talebinin 21 Şubat 2001 tarihinde Hazine itfası nedeniyle piyasaya çıkan Türk lirası likiditesinin de etkisi ile *gün sonunda 3,6 milyar ABD dolarlık düzeye ulaşması* sonucu, para piyasası faiz oranlarının aşırı yükselmesi ve ödemeler sisteminin kilitlenmesi üzerine kur çapasına dayalı istikrar programının sürdürülebilme olasılığı iyice azalmış, kur rejiminin gözden geçirilmesi gereği ortaya çıkmıştır.

Bu çerçevede, 21 Şubat 2001'i 22 Şubat 2001'e bağlayan saatlerde Başbakanlık'ta yapılan ve Hükümet, Hazine Müsteşarlığı yetkilileri ile TCMB Başkanı'nın katıldığı toplantıda, uygulanan program ve kur rejimi gözden geçirilmiş, piyasalardaki gelişmeler çerçevesinde mevcut kur rejiminin sürdürülmesinin mümkün olmadığı sonucuna varılmış, döviz kurlarının serbest dalgalanmaya bırakılarak döviz kurunun piyasadaki arz ve talep koşullarına göre belirlenmesine karar verilmiştir. Böylece Türkiye'de merkez bankacılığı ve para politikası tarihinde önemli bir döneme girilmiştir.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun (BDDK) talebi üzerine, 4389 sayılı Bankalar Kanunu'nun 15/5-b maddesi uyarınca TMSF'na, Fon bünyesinde bulunan bankaların ivedi likidite ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla 01 Aralık 2000 tarih ve 8031/17630 sayılı TCMB Banka Meclisi Kararı ile 500 trilyon TL tutarında avans kredisi açılmıştır.

Fon'a açılan kredinin 219 trilyon TL 04 Aralık 2000 tarihinde, 281 trilyon TL ise 06 Aralık 2000 tarihinde kullanılmıştır.

Ayrıca, 25.11.2000 tarih ve 24241 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 2000/1 sayılı Tebliğle Türk lirası mevduatta % 6 olan munzam karşılık oranı da % 4'e düşürülmüştür.

1995 – 2000 dönemi para politikası ve araçlarının kullanımı aşağıdaki Tablo 3.22.'de yer alan TCMB bilanço gelişmeleri aracılığı ile net olarak görülebilmektedir.

**TABLO 3.22. 1995 - 2000 DÖNEMİ TCMB BİLANÇO GELİŞMELERİ (TRİLYON TL)**

	1995	2000	DEĞİŞİM		1995	2000	DEĞİŞİM
<b>Varlıklar</b>	<b>1,479.0</b>	<b>29,801.0</b>	<b>28,322.0</b>	<b>Yükümlülükler</b>	<b>1,479.0</b>	<b>29,801.0</b>	<b>28,322.0</b>
<b>I. Altın Mevcudu</b>	84.6	694.5	609.9	<b>I. Sermaye</b>	0.025	0.025	0.0
<b>II. Madeni Para</b>	0.3	3.4	3.1	<b>II. Tedavüldeki Banknotlar</b>	223.9	3,772.4	3,548.5
<b>III. Dahildeki Muhabirler</b>	0.0	1,468.4	1,468.4	<b>III. Mevduat</b>	1,111.2	17,247.1	16,135.9
<b>IV. İç Krediler</b>	205.8	501.7	296.0	A - Kamu Sektörü	102.1	1,189.6	1,067.5
A - Kamu Sektörü (Kurumlar)	193.5	1.7	-191.8	B - Bankacılık Sektörü	279.4	6,310.9	6,031.5
a - Hazine	192.3		-192.3	C - Muhtelif	690.1	7,080.0	6,389.9
i - Hazine'ye Kısa Vadeli Avans	192.0		-192.0	a - Kredi Mektuplu Döviz Mevduatı	687.7	7,063.0	6,375.3
ii - Diğer (Met)	0.3		-0.3	b - Diğer		17.0	17.0
b - İktisadi Devlet Teşekkülleri	12	17	0.5	D - Uluslararası Kuruluşlar	24.8	2,240.5	2,215.7
i - Hazine Kefaletini Hiss Eden				E - Fonlar	14.9	446.2	431.3
ii - Ticari				<b>IV. Dış Krediler</b>	5.9	5.7	-0.1
iii - Diğer	12	17	0.5	A - Kısa Vadeli	0.0	0.3	0.2
B - Bankacılık Sektörü	12.2	500.0	487.8	B - Orta ve Uzun Vadeli	5.8	5.4	-0.4
a - Ticari	12.2		-12.2	<b>V. İthalat Akreditif Bedelleri, Teminat ve Depozitolar</b>	12.4	286.3	273.9
i - İhracat				<b>VI. Hazine'nin Alacakları</b>	0.2	25.9	25.6
ii - Diğer	12.2	0.0	-12.2	<b>VII. Döviz Taahhütleri</b>	5.5	33.6	28.2
b - Sınai (avans karşılığı)	0.1		-0.1	<b>VIII. Açık Piyasa İşlemleri</b>	32.4	4,973.9	4,941.5
c - Diğer		500.0	500.0	<b>IX. İtfaya Tabi Hesaplar</b>	0.0	1,248.9	1,248.9
<b>V. Dış Krediler</b>	65.7	139.7	74.1	1211 SK 61. Md. Ger. Değ. Farkı, Madde Kapsamına Alınmayanlar	0.0	1,248.9	1,248.9
<b>VI. Açık Piyasa İşlemleri</b>	37.4	5,218.6	5,181.2	<b>X. Diğer Pasifler</b>	87.3	2,207.1	2,119.8
<b>VII. Menkul Değerler Cüzdanı</b>	308.2	6,488.8	6,180.6				
<b>VIII. Döviz Borçları</b>	737.3	14,895.1	14,157.9				
<b>IX. İtfaya Tabi Hesaplar ve Aktifleştirilen Alacaklar</b>	25.9		-25.9				
1211 S.K. 61. Md. Ger. Değ. Farkı, Madde Kapsamına Alınanlar	25.9		-25.9				
<b>X. Diğer Aktifler</b>	13.8	390.7	376.9				

Kaynak: 1995 ve 2000 Yılları TCMB Yıllık Raporları. Bu dönemde kümülatif enflasyon % 2,958.1'dir.

Tablo 3.22.'den de görüleceği üzere, yükümlülükler tarafında 1995 – 2000 döneminde emisyon hacmi 3,548.5 trilyon TL, bankalar mevduatı 1,067.5 trilyon TL, Kredi Mektuplu Döviz Mevduatı 6,375.3 trilyon TL ve api 4,941.5 trilyon TL artarken; varlıklar tarafında bankacılık sektörü kredileri 487.8 trilyon TL, api 5,181.2 trilyon TL ve TCMB APİ DİBS portföyü de

6,180.6 trilyon TL artış gösterirken, kamu sektörü kredileri ise sadece 1.7 trilyon TL olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla, bu dönemde parasal genişlemenin temel kaynağını Tahkim kanunları çerçevesinde yapılan DİBS alımları ve uygulanan ekonomik istikrar programı çerçevesinde döviz alımlarından kaynaklanmıştır.

Ayrıca, bu dönemdeki parasal genişlemenin kaynaklarını ve TCMB para politikası araçlarının kullanımını yıllar bazında TCMB analitik bilançosu setinden de yararlanarak aşağıdaki Tablo 3.23.'deki gibi gösterebiliriz.

**TABLO 3.23. 1995 - 2000 DÖNEMİ TCMB ANALİTİK BİLANÇO GELİŞMELERİ (MİLYAR TL)**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Ortalama
Para Tabanı	317,071	610,440	1,129,636	2,111,129	3,879,402	5,787,892	<b>2,305,928</b>
Net Dış Varlıklar	-124,924	61,879	283,699	815,764	3,094,184	2,080,483	<b>1,035,181</b>
Kamu Kredileri	193,521	373,196	339,199	1,559	2,913	1,724	<b>152,019</b>
Kısa Vadeli Avans	192,000	370,953	337,623	337,623	0	0	<b>206,367</b>
APİ DİBS Portföyü	308,169	427,948	1,315,288	2,385,765	2,886,444	6,488,844	<b>2,302,076</b>
Bankacılık Kredileri	12,214	7,693	7,681	7,544	7,680	0	<b>7,135</b>
APİ	15,269	51,368	-720,339	-1,830,591	-2,406,795	-5,218,625	<b>-1,684,952</b>

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sitesi, <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>

Diğer yandan, Tablo 3.23.'den de görüldüğü gibi, TCMB'nin kanunu gereği Hazine'ye açtığı kısa vadeli avansın<sup>78</sup> sınırlandırılmasıyla, kamuya açılan kredilerden kaynaklanan parasal genişlemenin önüne geçilmiştir. Para tabanında görülen artışın temel kaynağını ise, hem en büyük alt kalemi olan emisyonlardan hem de 2000 yılında uygulanan para ve kur politikasının net dış varlıklar artışı yolu ile karşılanmasından kaynaklanmıştır. Bankacılık sistemine reeskont penceresinden kısa vadeli kredi açılmamasına da devam edilmiştir.

### 3.2.10. 2001 – 2004 Dönemi

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

<sup>78</sup> Hazine bu hesabı en son olarak 20 Aralık 2000 tarihinde kullanmıştır.

yapılanma döneminin başlangıcını teşkil etmiş, gerek merkez bankacılığı ve gerekse diğer makroekonomik alanlarda kalıcı bir yapısal dönüşümün gerekli olduğu bilinci toplumun tüm kesimlerinde kabul görmeye başlamış, 1990 yıllarda tüm ağırlığı ile gerekliliğini hissettiren yapısal reformlar hızla gerçekleştirilmeye başlamıştır.

2001 yılı ve sonrası dönemi, gerek merkez bankacılığı ve gerekse diğer makroekonomik politikalar açısından iki dönemde incelemek mümkündür: Bunlardan ilki krizin kontrol altına alınmaya çalışıldığı ve yapısal reformların temellerinin atıldığı 2001 yılı iken, ikincisi, krizin etkilerinden kurtulup, yapısal reformların, bütçe disiplininin ve tutarlı para politikalarının uygulanarak hızla dezenflasyon ve hızlı büyümenin sağlandığı, uzun dönemli istikrar programlarının kesintisiz uygulandığı, para politikasının ve araçlarının modern merkez bankacılığı ilkeleri çerçevesinde yürütüldüğü 2002 ve sonrası dönemdir.

2000 yılı Kasım ve 2001 yılı Şubat aylarında yaşanan mali krizlerin ardından Mayıs 2001'de "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" uygulamaya konulmuştur. Programın temel amaçları; bankacılık sektörüne ilişkin tedbirlerin süratle alınarak mali piyasalardaki belirsizliğin azaltılması, buna bağlı olarak faiz oranları ile döviz kurlarında istikrarın sağlanması, iktisadi etkinliği sağlayacak yapısal reformların gerçekleştirilmesi, makroekonomik politikaların enflasyonla mücadelede etkin bir şekilde kullanılması, sürdürülebilir büyüme ortamının temin edilmesi olarak belirtilmiştir. Bu çerçevede, kamu kesiminin artan borç yükünün sürdürülebilir bir yapıya kavuşturulması amacıyla maliye politikası daha da sıkılaştırılmış, para politikasında TCMB'nin kısa vadeli faiz oranları üzerindeki etkisi artırılmış ve dalgalı kur sistemine geçilmiştir. 11 Eylül 2001 tarihinde ABD'ye yönelik terörist saldırısının ardından iç ve dış mali piyasalarda gözlenen istikrarsızlık, bunun etkisiyle Hazine'nin ek dış finansman ihtiyacındaki artış ve enflasyonun öngörülenin üzerinde gerçekleşmesi dikkate alınarak 2002 yılı başında, "Güçlü Ekonomiye Geçiş" programı 2002 – 2004 yıllarını kapsayacak şekilde revize edilmiştir. Ekonominin şoklara karşı dayanıklılığının artırılması ve olası krizlere karşı kırılganlığının azaltılması

temel ilkeler olarak benimsenmiştir. Bu program çerçevesinde konulan temel makroekonomik hedefler ve gerçekleştirmeler aşağıdaki Tablo 3.24.'te gösterilmektedir.

**TABLO 3.24. PROGRAMIN MAKROEKONOMİK HEDEFLERİ İLE GERÇEKLEŞMELER**

	2001	2002	2002	2003	2003	2004	2004
	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme
TÜFE	68.0	35.0	29.7	20.0	18.4	12.0	9.3
GSMH	-9.4	3.0	7.9	5.0	5.9	5.0	9.9
Faiz Dışı Fazla / GSMH	5.7	6.5	3.9	6.5	6.2	6.5	~ 6.9
Net Borç Stoku / GSMH	92.0	81.0	78.6	73.0	70.5	69.0	~ 65.0

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sitesi, <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>

Aslında, Türkiye biri 1998, diğeri de 2000 yılında iki defa IMF destekli 2 program hazırlamış, her iki programda da 3 yıl sonunda enflasyonun tek haneli düzeylere indirilmesi öngörülmüştür. Ancak, her iki program da daha birinci yılın sonunda hedeflerden önemli ölçüde sapmış ve programlar terk edilerek yenisine başlanmak zorunda kalınmıştır. Ancak, 2002 – 2004 yılını kapsayan programla birlikte ilk defa hedeflerden daha iyi bir performans yakalanmıştır. Yukarıdaki Tablo 3.24'den de görüleceği üzere 3 yıllık program boyunca, enflasyon yıllık hedeflerin çok belirgin şekilde altında kalırken, büyüme öngörülenin üzerinde gerçekleşmiş, bu arada borç stoku belirgin bir gerileme eğilimi göstermiştir. Bu olumlu gelişmelerin arkasında, bütçe disiplini ve yapısal reform süreci yatmaktadır. Böylece, mali politikalar ilk defa para politikasının başarısını engelleyen değil destekleyen bir işlev görmüştür.

2001 – 2004 dönemine ilişkin temel makroekonomik değişkenlere ilişkin bilgiler aşağıdaki Tablo 3.25'te gösterilmektedir.

	2001	2002	2003	2004	Ortalama
Büyüme (%) <sup>1</sup>	-9.5	7.9	5.9	9.9	<b>3.6</b>
Enflasyon (%) <sup>2</sup>	54.4	45.0	25.3	10.6	<b>33.8</b>
Emisyon Artışı (%) <sup>3</sup>	40.0	44.5	39.8	26.1	<b>37.6</b>
1 ABD Doları (TL) <sup>4</sup>	1,446,510	1,642,384	1,402,567	1,348,600	<b>1,460,015</b>
Kısa Vadeli Reeskont Faizi <sup>5</sup>	60	60-55	55-50-43	43-38	<b>50.5</b>
İhracat Değeri <sup>6</sup> (Milyar ABD \$)	34.4	40.1	51.2	66.9	<b>48.1</b>
İthalat Değeri <sup>7</sup> (Milyar ABD \$)	38.1	47.4	65.2	90.7	<b>60.4</b>
Dış Ticaret Dengesi <sup>8</sup> (Milyar ABD \$)	-3.7	-7.3	-14.0	-23.8	<b>-12.2</b>
K.B.İç Borç Stoku / GSMH (%)	69.2	54.5	54.5	52.9	<b>57.78</b>
K.B.Dış Borç Stoku / GSMH (%)	31.6	33.8	24.8	21.7	<b>27.98</b>
K.B.Toplam Borç Stoku / GSMH (%)	100.8	88.3	79.3	74.6	<b>85.75</b>
Cari İşlemler Dengesi (Milyar ABD \$)	3.4	-1.5	-8.0	-15.6	<b>-5.4</b>
Cari İşlemler Dengesi / GSMH (%)	2.33	-0.99	-3.37	-5.31	<b>-1.84</b>
Faiz Dışı Denge (P.B.-Milyar TL)	12,026,131.0	11,780,633.0	18,405,000.0	26,175,000.0	<b>17,096,691.0</b>
Faiz Dışı Denge / GSMH (%)	6.8	4.3	5.2	6.2	<b>5.62</b>
KKBG / GSMH (%)	16.4	12.7	8.7	8.1	<b>11.48</b>

K.B.: Konsolide Bütçe; P.B.: Primary Balance; KKBG: Kamu Kesimi Borçlanma Gereği.

1) 2001-2004 dönemi 1987 fiyatlarıyla.

2) 2001-2004 dönemi enflasyon rakamları 1994=100'e göre DİE'ye ait 12 aylık ortalamalara göre TÜFE verileridir.

3) Yılların itibarıyla.

4) Yılların itibarıyla döviz satış kurları.

5) Vadesine en çok 3 ay kalan senetler karşılığında yapılan iskonto ve avans işlemlerinde uygulanan oranlar olup, 01.01.1990 tarihinden itibaren avans sistemi uygulamasına son verilerek iskonto sistemine geçilmiş, iskonto ve avans işlemleri bazında tek bir faiz oranı tespitine başlanmıştır.

6) Yılların itibarıyla milyar ABD Doları.

7) Yılların itibarıyla milyar ABD Doları.

8) Yılların itibarıyla milyar ABD Doları.

### TABLO 3.25. 2001 - 2004 DÖNEMİ TEMEL EKONOMİK GÖSTERGELER

Kaynak: TCMB, HM, DİE, DPT ve MB

Aşağıda, söz konusu dönemlerde uygulanan makroekonomik politikalar genel hatları ile verilirken, merkez bankacılığı, para politikası ve para politikasının geçirdiği evreler özetlenecektir. Bu çerçevede, ilk önce, 2001 yılına damgasını vuran TCMB'nin kamu ve TMSF bünyesindeki bankalara olan likidite desteği ve dalgalı kur rejimindeki politikalar ile TCMB yasasında gerçekleştirilen değişiklikler özetlenecektir.

Kasım 2000 krizinden önce dahi, Türk lirası likidite bankalar arasında eşit olmayan bir şekilde dağılmış, bazı özel ve yabancı bankalar Türk lirası likidite fazlasına sahipken, başta kamu ve TMSF bünyesindeki bankalar olmak üzere bazı özel bankalar likidite sıkışıklığı yaşamışlardır. Türk lirası likiditenin bankalar arasında dengesiz dağılımı, gerek Kasım 2000 krizi sırasında ve gerekse sonrasında TCMB'nin kur politikası ve Türk lirası likidite

yönetimi stratejisinin etkinliğini azaltarak faizlerin aşırı dalgalanmasına ve yükselmesine neden olmuştur. Ancak, kamu bankalarının likidite sıkışıklığı Kasım 2000 krizine ya da sonrasına özgü değildir. Kamu bankalarının likidite sorunları, geçmiş yıllarda gerçekleşen görev zararlarından kaynaklanmış, görev zararlarının nakit olarak ödenmemesi ve yapısal önlemlerin alınamaması nedeniyle zaman içinde artış göstermiştir.

Kasım 2000 krizi sonrası, Türk mali sisteminde, müşteri mevduatı dahil, tüm işlemlerin vadesi kısalmıştır. Dolayısıyla yükselen faizlerin ve kısalan vadelerin de etkisi ile likidite ihtiyaçları artan kamu ve TMSF bankaları, Şubat krizine çoğunluğu gecelik vadede olmak üzere, çok kısa vadeli yükümlülüklerle girmişlerdir. Ayrıca, yoğun likidite sıkışıklığı çeken kamu ve TMSF bankalarının birbirleri ile likidite sağlama amaçlı rekabeti, bu bankaların zaman zaman diğer özel sektör bankalarından daha yüksek mevduat faizi ödemelerine neden olmuştur. Bu bankaların, borçlanma faiz oranları da birbirlerinden çok farklılık gösterebilmiştir.

Söz konusu bankalar, likidite ihtiyaçlarını TCMB'den olduğu kadar, diğer bankalardan doğrudan veya İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda ve müşterilerle yapılan çok kısa vadeli repo ve mevduat işlemleri ile gidermekteydiler. TCMB dalgalı kur rejimine geçilmeden önce, 19 Şubat 2001 tarihinden itibaren uygulanan kur rejimi çerçevesinde TCMB döviz rezerv kaybını önlemek amacıyla piyasaya sınırlı miktarda Türk lirası likidite sağlamak zorunda kalmıştır. Dolayısıyla günlük likidite ihtiyaçları çok yoğun olan ve bunun büyük bir bölümünü TCMB piyasaları dışında doğrudan bankalardan ve müşterilerden sağlayan kamu bankalarının sorunları, diğer bankaların kamu bankalarına sağladıkları Türk lirası likiditeyi döviz alımlarında kullanmak amacıyla çekmeleri sonucu daha da ağırlaşmış, kamu bankalarının yükümlülüklerini yerine getirememeleri nedeniyle 21 Şubat 2001 günü ödemeler sistemi tıkanmıştır. Dalgalı kur rejimine geçişle birlikte, 22 Şubat 2001 tarihinden itibaren, TCMB'nin birincil önceliği;

- para politikasının etkinliği açısından faiz oranlarının TCMB'ce kontrol edilebilir hale gelmesi,

- ödemeler sisteminin bir an önce çalışır hale gelerek finansal istikrarın sağlanması,
- dolaylı kamu borcu olan kamu ve TMSF bankalarındaki yükümlülüklerin, daha uzun vadeli ve daha düşük faizle finanse edilerek kamu borcu üzerindeki baskının azaltılması,

olmuştur. Bu amaçla, TCMB, 22 Şubat 2001 tarihinden itibaren faizlerin kontrol altına alınmasına ve en fazla likidite ihtiyacı yaşayan kamu bankaları ile TMSF bünyesindeki bankaların likidite ihtiyaçlarının doğrudan sağlanmasına yönelmiştir. TCMB, bir yandan kamu ve TMSF bünyesindeki bankalara kotasyon yolu ile ihtiyaç duydukları likiditeyi doğrudan sağlarken, bir yandan da özellikle 26 Şubat 2001'den başlamak üzere İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda gecelik vadede bankalara borç vermiş, dolayısıyla gecelik faiz oranlarını süratle makul düzeylere indirmiştir. Böylece, TCMB bir yandan kamu ve TMSF bankalarının gerek müşteri ve gerekse diğer bankalara olan ihtiyacını azaltmış, diğer yandan da faizlere müdahale ederek söz konusu bankalara, diğer banka ve müşterilerinden makul oranlardan borçlanabilme imkanı sağlamıştır. TCMB'nin sadece repo işlemleri ile piyasaya sağladığı toplam likidite tutarı 21 Şubat 2001 akşamı 2,5 katrilyon düzeyinde iken 22 Şubat 2001 tarihinde 5,0 katrilyon Türk lirasına, 16 Mart 2001 tarihinde de 8,3 katrilyon Türk lirası düzeyine ulaşmış, söz konusu bankalara sağlanan doğrudan likidite imkanı nedeniyle diğer bankalarda fazla likidite oluşmuş, bu da TCMB'ce piyasadan borçlanılarak çekilmiştir. Böylece, sadece 22 Şubat – 16 Mart 2001 döneminde, kamu ve TMSF bankalarına sağlanan ilave likidite 5,8 katrilyon Türk lirası düzeyine ulaşmıştır. 21 Şubat 2001 tarihi itibarıyla kamu bankalarının TCMB'ye olan borcu 2,0 katrilyon Türk lirası iken, 26 Şubat 2001 tarihinde 3,4 katrilyon Türk lirasına, 16 Mart 2001 tarihinde ise 5,6 katrilyon Türk lirasına ulaşarak 3 haftalık sürede 3,6 katrilyon Türk liralık artış göstermiştir.

Sağlanan likiditeye paralel olarak, piyasa faiz oranları TCMB'nin İMKB Repo-Ters Repo Pazarı ile Bankalararası Para Piyasası'nda ilan ettiği borçlanma faizleri düzeyine gerilemiş, böylece kısa vadeli faizler TCMB kontrolünde hareket etmeye başlamıştır.



TCMB kayıtlarına göre, piyasalardaki vadelerin kısılmasına paralel olarak 16 Mart 2001 tarihi itibariyle, kamu ve TMSF bankalarının gecelik borçlanma tutarı;

- 8,1 katrilyon Türk lirası TCMB'ye,
- 5,9 katrilyon Türk lirası diğer bankalara,
- 7,7 katrilyon Türk lirası da müşterilere,

olmak üzere 21,8 katrilyon Türk lirasına yükselmiştir.

Böylesine yüksek miktardaki gecelik yükümlülüklerin, kamu ve TMSF bankalarınca piyasaları bozmadan, sorunsuz olarak ve düşük faizle finanse edilmesinin ve vadelerin uzatılmasının mümkün olamayacağı açıktır.

Ancak, kamu bankaları ile TMSF bünyesindeki bankaların likidite sorunlarının TCMB'nin yalnız başına alabileceği önlemlerden ziyade, kalıcı yapısal önlemlerle, çok geniş çerçevede ve daha evvel çözülmesi gerekmektedir. Bu amaçla, dalgalı kur rejimine geçildiği günden itibaren Hazine ve TCMB, söz konusu bankaların likidite sorunlarının kalıcı çözümü amacıyla aşağıdaki stratejiye karar verilerek gerekli adımları koordineli olarak atmışlardır:

#### **1. Hazine;**

- Kamu bankalarının görev zararları karşılığı,
- TMSF bankalarının da negatif sermayeleri karşılığında,

bu bankalara, kupon faiz oranları TCMB repo faiz oranlarına endeksli DİBS ihraç etmiş, dolayısıyla, dolaylı kamu borcu, doğrudan Hazine borcu haline getirilmiş, sonuçta net kamu borcu değişmemiştir.

#### **2. Merkez Bankası;**

- 09 Nisan – 30 Mayıs 2001 döneminde, kamu bankalarından 9,8 katrilyon Türk liralık, TMSF bünyesindeki bankalardan da 4,2 katrilyon Türk

liralık olmak üzere toplam 14 katrilyon Türk liralık Hazine'nin ihraç ettiği DİBS'leri satın almış,

- Ayrıca, söz konusu bankalara 7 ve 14 günlük vadelerde olmak üzere, 7 katrilyon Türk liralık kotasyon yolu ile repo yapma imkanı tanımıştır. 31 Mayıs 2001 tarihi itibarıyla söz konusu bankalara repo işlemleri ile yapılan fonlama, 4,1 katrilyon Türk lirası kamu bankalarına olmak üzere toplam 6,1 katrilyon Türk lirası düzeyinde olmuştur.

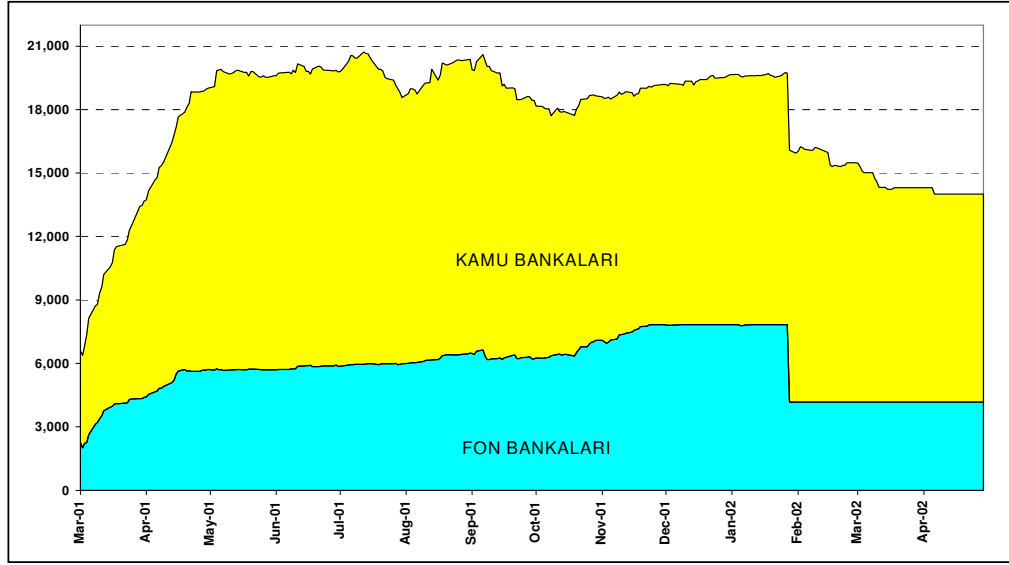
Böylece, TCMB'nin kamu ve TMSF bankalarına sağladığı likidite imkanı 21 katrilyon Türk lirasına ulaşmıştır (Grafik 3.1.).

**3. Kamu ve TMSF bankaları,** elde ettikleri likidite ile özel bankalara ve müşterilerine olan borçlarını kapatmışlar, mevduat faizlerini diğer bankalar düzeyine indirmişlerdir. Böylece piyasaya olağanüstü bir likidite çıkmıştır.

Bu nedenle, TCMB, özel bankalar ve müşteriler elinde kalan fazla likiditeyi açık piyasa işlemleri ile aktif olarak çekmeye çalışmıştır. Bu amaçla, mevcut iki organize piyasaya girerek borçlanma kotasyonları ilan etmiştir. TCMB, fazla likiditeyi;

- İMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda ters repo işlemleri ve
- bünyesindeki BPP'de depo işlemleri ile

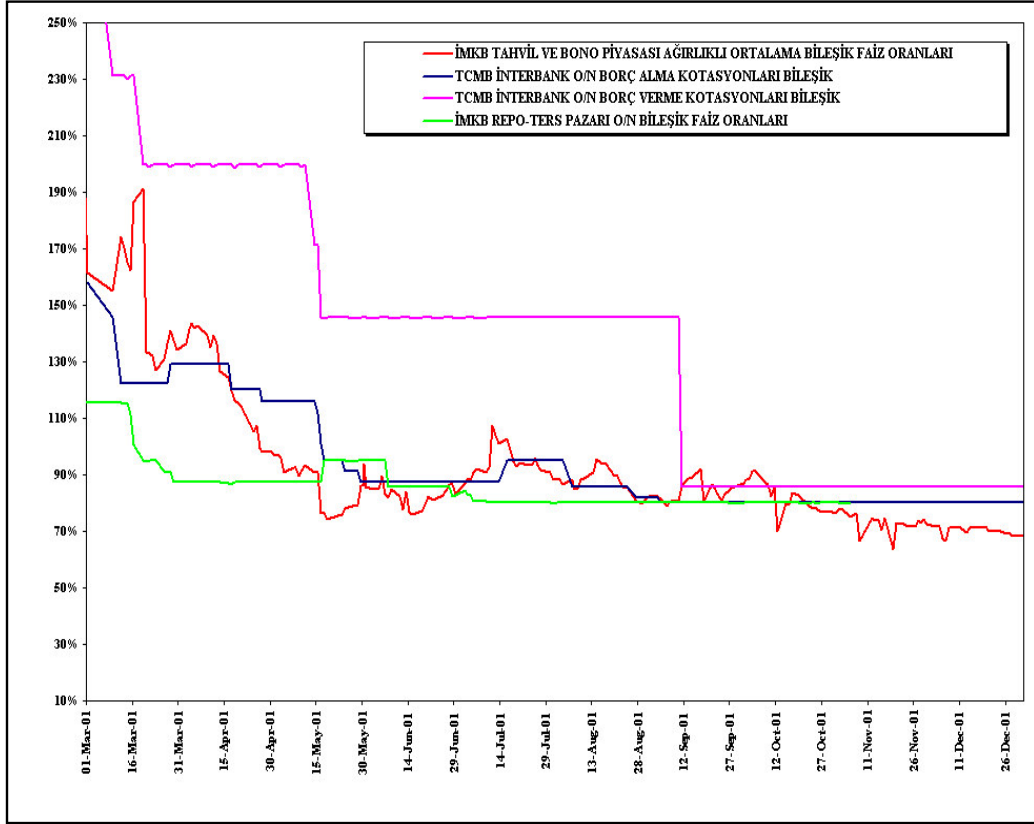
gecelik, 1 haftalık, 2 haftalık ve 1 aylık vadelerde faiz kotasyonu vererek çekmiştir.



**Grafik 3.1 : Kamu ve TMSF Bankalarına Sağlanan Toplam TCMB Likidite Desteği (Repo Stoku+Doğrudan Alımlar, Trilyon TL)**

Kaynak: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü API+BPP Müdürlüğü

Piyasadaki likiditenin çok fazla olması nedeniyle, para piyasası faiz oranları, fiili olarak TCMB'nin ilan ettiği faiz oranlarına eşit olmuştur. Böylece, faiz oranları TCMB'ce belirlenir duruma gelmiş, ilan edilen faiz oranları piyasaların baz faizi olmuştur. Diğer bir deyişle gecelik para piyasası faiz oranları TCMB faiz oranlarına eşitlenmiştir (Grafik 3.2.).



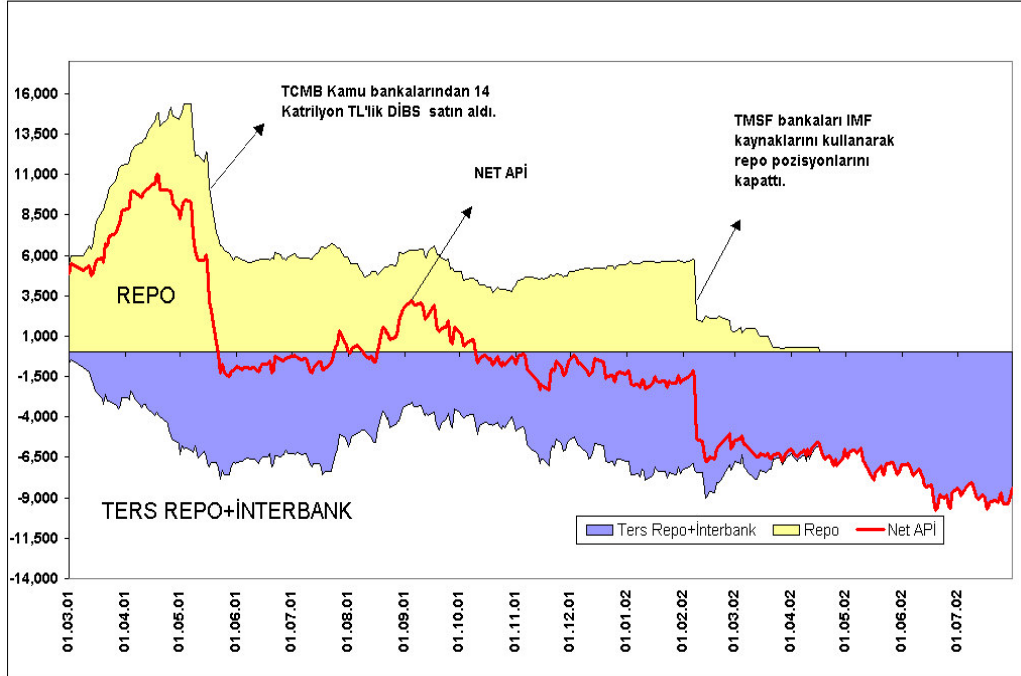
**Grafik 3.2 : TCMB Bankalararası Para Piyasası Kotasyonları (Bileşik), İMKB Repo-Ters Repo Pazarı ve Tahvil ve Bono Piyasası Ortalama Bileşik Faiz Oranları**

Kaynak: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü API+BPP Müdürlüğü

TCMB, kamu ve TMSF bankalarına 7 katrilyon Türk liralık limitleri içinde kalmak kaydıyla, 2002 yılı Nisan ayına kadar repo imkanı tanımaya devam etmiştir. Ancak, likiditeleri iyileşen bu bankalar, kullandıkları repo imkanını zaman içinde azaltmışlardır. Şubat 2002’de, TMSF bankalarının 3,7 katrilyon Türk liralık repo borcu IMF kredileri kullanılarak ödenmiştir. Kamu bankaları ise 17 Nisan 2002’de repo borçlarını ödemişler ve “Kamu ve TMSF Bankaları Likidite Operasyonu” fiilen sona ermiştir.

Kamu ve TMSF bünyesindeki bankaların yapısal sorunlarından kaynaklanan likidite problemlerinin kalıcı olarak çözülmesi sürecinde piyasaya olağanüstü tutarda likidite çıkmıştır. TCMB piyasaya arz ettiği likiditeye ilave olarak, 2001 yılında TCMB IMF’den 9,9 milyar ABD dolarlık kredi almış, yapılan anlaşma gereği bu likiditenin 9,6 milyar ABD dolarlık kısmı Hazine’ye bütçe finansmanı için aktarılmıştır. Hazine söz konusu IMF

kredilerinin büyük bir kısmını iç piyasa Türk lirası ödemelerinde kullanmış ve piyasadaki fazla likidite daha da artmıştır (Grafik 3.3.).



**Grafik 3.3 : Piyasadaki Türk lirası Fazla Likiditenin Gelişimi**

Kaynak: TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü API+BPP Müdürlüğü

Yine aynı dönemde dalgalı kur rejimine geçildiği için bankaların açık pozisyonlarından dolayı karşılaştıkları riskler devam etmekte ve kurlar üzerinde baskı yaratmaktaydı. Dolayısıyla, TCMB, yeni uygulanmaya başlayan istikrar programında öngörüldüğü üzere, bir yandan kendi işlemleri dolayısıyla piyasaya çıkan likiditenin, diğer yandan da bankacılık sisteminin açık pozisyonlarından kaynaklanan döviz talebinin kurlar üzerinde yarattığı baskıyı gidermek amacıyla ihale yöntemiyle döviz satışlarına başlamıştır. Böylece, TCMB döviz satışları ile bir yandan etkili bir sterilizasyon yapmış, diğer yandan da dalgalı kur rejiminin işleyişini bozmadan bankacılık sisteminin döviz ihtiyaçlarını karşılayarak, açık pozisyon risklerinin azaltılmasına katkı sağlamıştır. Dalgalı kur rejimine geçişten sonra, 2001 yılında TCMB toplam 8,5 milyar ABD dolarlık döviz satmıştır.

Bankacılık sisteminin daha sağlıklı bir yapıya ve risk yönetimine kavuşmasında etkili olan diğer bir operasyon da Hazine tarafından 16 Haziran 2001 tarihinde gerçekleştirilen iç borç takası işlemleridir (Tablo 3.26.). Aslında, iç borç takasının asıl amacı;

- (i) Vadelerin uzatılarak kamu borçlarının çevrilme riskini azaltmak,
- (ii) Böylece faiz oranları üzerindeki baskıyı azaltarak faizlerin daha hızlı düşmesini sağlamak,

(iii) Bu arada da bankacılık sisteminin açık pozisyon sorununu gidererek, ekonomi politikalarının dalgalı kur rejimi altında daha etkin sürdürülmesini sağlamak,

olmuştur. Dolayısıyla, takas işlemi, arada sırada gündeme getirildiği üzere, bankacılık sistemine kaynak aktarmak işlemi değildir.

Takas işlemi, kısa vadeli DİBS'lerin daha uzun vadeli ABD dolarına endeksli tahviller ve Türk lirası cinsi tahvillerle değiştirilmesini içermekteydi.

**TABLO 3.26. İÇ BORÇ TAKAS İŞLEMİ**

	<b>Katrilyon TL.</b>	<b>Ortalama Vade</b>
İtfa	9.3	6 Ay
Yeni İhraç	9.3	37.5 Ay
Dövizle Endeksli	6.2	
TL'ye Endeksli	3.1	

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sitesi, <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>

Takas işlemi bir yandan, ortalama 6 aylık vadeli iç borçların 37,5 ay ortalama vadeli DİBS'lerle değişimini sağlayarak Hazine için önemli bir nakit akışı tasarrufu sağlarken, diğer yandan da özel bankaların takas işlemi öncesindeki 7,6 milyar ABD dolarlık açık pozisyonlarını önemli ölçüde azaltmıştır.

Bu operasyonlarla birlikte, TCMB bir yandan faiz politikasını etkili bir şekilde kullanacak pozisyona gelirken, diğer yandan da dalgalı kur rejiminin etkili çalışmasını önleyen bankacılık kesimi açık pozisyon sorununun

özölmesi ile birlikte dalgalı kur rejiminin para politikasının etkinliğini azaltması problemi özölmüştür.

Bu arada, gelecek dönem başarılı ekonomik politikalar açısından kilit öneme sahip bir reform olan TCMB Yasa değişikliği gerçekleştirilmiştir. Bu Yasa değişikliği ile birlikte TCMB tam olarak operasyonel bağımsızlığa kavuşturulmuşt, TCMB – Kamu kesimi ilişkisine Yasal olarak son verilmiş, TCMB'nin amacı netleştirilmiş, para politikası kararlarında bağımsızlığı Yasal güvenceye alınmıştır.

2001 Mayıs ayında değiştirilmeden önceki 1970 tarihli TCMB Yasasının (1211 Sayılı Yasa) 4. Maddesinde TCMB'ye verilen görevlerden ilki aştığıdaki gibidir:

*"Bankanın temel görevleri bu Kanun hükümlerine göre ve ekonomik gelişmeye yardım etmek amacıyla;*

*a)Para ve kredi politikasını, kalkınma planları ve yıllık programlar göz önünde bulundurularak ekonominin gereklerine göre ve fiyat istikrarını sağlayacak bir tarzda yürütmek ..."*

Görüldüğü üzere, daha görevlerin ilkinde, "Para ve kredi politikasını, kalkınma planları ve yıllık programlar göz önünde bulundurularak ekonominin gereklerine göre ve fiyat istikrarını sağlayacak bir tarzda yürütmek" diyerek, Yasa, TCMB'nin görev tanımını net olarak belirlememiştir. Yasanın 2001 Mayıs ayında değiştirilmeden önceki hali aynı zamanda modern merkez bankacılığı ilkelerine aykırı olarak, TCMB'ye bütçe finansmanı amacıyla Hazine'ye kısa vadeli avans verilmesi görevi ile kamu kurumlarına avans verilmesi yetkisini içermekteydi.

Ancak, Mayıs 2001'de yapılan değişikliklerle TCMB, artık modern merkez bankacılığı ilkelerine uygun olan bir Yasaya sahiptir. Değiştirilen şekli ile Yasa'nın 4. Maddesi;

“ Madde 4- (25.4.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli) Bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Banka, fiyat istikrarını<sup>79</sup> sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler.

Banka, fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler. Bankanın temel görev ve yetkileri şunlardır:

### **3.2.10.1. Bankanın Temel Görevleri**

a) Açık piyasa işlemleri yapmak,

b) Hükümetle birlikte Türk lirasının iç ve dış değerini korumak için gerekli tedbirleri almak ve yabancı paralar ile altın karşısındaki muadeletini tespit etmeye yönelik kur rejimini belirlemek, Türk lirasının yabancı paralar karşısındaki değerinin belirlenmesi için döviz ve efektiflerin vadesiz ve vadeli alım ve satımı ile dövizlerin Türk lirası ile değişimi ve diğer türev işlemlerini yapmak,

c) Bankaların ve Bankaca uygun görülecek diğer mali kurumların yükümlülüklerini esas alarak zorunlu karşılıklar ve umumi disponibiliteler ile ilgili usul ve esasları belirlemek,

d) Reeskont ve avans işlemleri yapmak<sup>80</sup>,

e) Ülke altın ve döviz rezervlerini yönetmek,

<sup>79</sup> Fiyat istikrarının sağlanmasında temel görevin TCMB'ye verilmesi, TCMB'nin para politikası yoluyla faiz oranlarını, döviz kurlarını, diğer mali varlıkların fiyatlarını, bankaların açabilecekleri kredi miktarını ve mali serveti doğrudan, ekonomideki toplam arz ve talep dengesini ise dolaylı yoldan etkileyerek genel fiyat düzeyini değiştirebilme gücüne sahip olmasından kaynaklanmaktadır. Ekonomideki fiyat istikrarının sağlanması, sürdürülebilir bir büyüme hızına ulaşılması ve ülke kaynaklarının etkin ve verimli kullanımı açısından çok önemli bir ön koşuldur. Ayrıca fiyat istikrarının sağlanması temel amacıyla, finansal sistemin istikrarının sağlanması amacının elişmemesinin ön koşulu sürdürülebilir bir maliye politikasının yürütülmesidir.

<sup>80</sup> Geçmiş yıllarda reeskont işlemleri, likidite kontrolünü güçleştirecek biçimde kalkınmanın finansmanı amacıyla kullanılmıştır. Bu uygulama, özel sektörün teşvikli yatırımlarının piyasa faiz oranlarının altında bir faiz oranından finanse edilmesi ve piyasalara TCMB'nin iradesi dışında likidite çıkmasıyla sonuçlanmıştır. TCMB tarafından açılan reeskont kredileri 1984 yılından itibaren hacim olarak daraltılmış, 1990 yılında ise bu uygulamaya son verilerek, bankacılık kesiminin geçici likidite ihtiyacının karşılanması amacıyla reeskont penceresi uygulamasına başlanılmıştır. 1994 yılıyla birlikte ise TCMB'nin, iç varlık artışı yoluyla para arzını artırmasının sınırlandırılmasına yönelik olarak para politikası uygulamasının bir parçası olarak, reeskont penceresi fiili olarak kapatılmıştır (TCMB, 2001).



f) Türk lirasının hacim ve tedavülünü düzenlemek, ödeme ve menkul kıymet transferi ve mutabakat sistemleri kurmak, kurulmuş ve kurulacak sistemlerin kesintisiz işlemlerini ve denetimini sağlayacak düzenlemeleri yapmak, ödemeler için elektronik ortam da dahil olmak üzere kullanılacak yöntemleri ve araçları belirlemek,

g) Finansal sistemde istikrarı sağlayıcı ve para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri almak,

h) Mali piyasaları izlemek,

ı) Bankalardaki mevduatın vade ve türleri ile özel finans kurumlarındaki katılma hesaplarının vadelerini belirlemektir.

### **3.2.10.2. Bankanın Temel Yetkileri**

a) Türkiye’de banknot ihracı imtiyazı tek elden Bankaya aittir.

b) Banka, Hükümetle birlikte enflasyon hedefini tespit eder, buna uyumlu olarak para politikasını belirler. Banka, para politikasının uygulanmasında tek yetkili ve sorumludur.

c) Banka, fiyat istikrarını sağlamak amacıyla bu Kanunda belirtilen para politikası araçlarını kullanmaya, uygun bulacağı diğer para politikası araçlarını da doğrudan belirlemeye ve uygulamaya yetkilidir.<sup>81</sup>

d) Banka, olağanüstü hallerde ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonunun kaynaklarının ihtiyacı karşılamaması durumunda, belirleyeceği usul ve esaslara göre bu Fona avans vermeye yetkilidir.

e) Banka, nihai kredi mercii olarak bankalara kredi verme işlerini yürütür.

f) Banka, bankaların ödünç para verme işlemlerinde ve mevduat kabulünde uygulayacakları faiz oranlarını, belirleyeceği usul ve esaslara göre bankalardan istemeye yetkilidir.

---

<sup>81</sup> TCMB'nin likidite kontrolünü etkin bir biçimde yapabilmesi açısından gereklidir.

g) Banka, mali piyasaları izlemek amacıyla bankalar ve diğer mali kurumlardan ve bunları düzenlemek ve denetlemekle görevli kurum ve kuruluşlardan gerekli bilgileri istemeye ve istatistiki bilgi toplamaya yetkilidir.

### **3.2.10.3. Bankanın Başlıca Müşavirlik Görevleri**

a) Banka, Hükümetin mali ve ekonomik müşaviri, mali ajanı ve haznedarıdır. Bankanın Hükümetle ilişkisi, Başbakan aracılığı ile sağlanır.

b) Banka, finansal sistemle ilgili olarak istenilecek hususlarda Hükümete görüş verir.

c) Banka, bankalar ve uygun göreceği diğer mali kurumlar hakkındaki görüşlerini ve tespitlerini Başbakanlık ile bu kurum ve kuruluşları düzenleme ve denetleme yetkisine sahip kuruluşlara bildirebilir.

Banka, bu Kanunla ve mevzuatla kendisine verilen yetki ve görevlerle ilgili olarak düzenlemeler yapmaya ve bunları uygulamaya, bu düzenlemelere tabi kurum ve kuruluşlar nezdinde bunlara uygun hareket edilip edilmediğini ve kendisine gönderilen bilgilerin doğru olup olmadığını denetlemeye görevli ve yetkilidir.

Banka, bu Kanun ile kendisine verilen görev ve yetkileri, kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak yerine getirir ve kullanır.

Banka, para politikası araçlarının kullanımı sırasında işlem yaptığı banka, kişi veya kurumun iflası halinde, alacaklı olduğu miktar ve faizi için iflas masasına imtiyazlı alacaklı sıfatıyla iştirak eder.

Banka mensuplarının görevlerini yerine getirmelerinden doğan tazminat davaları ancak Banka aleyhine açılabilir. Bankanın rücu hakkı saklıdır.”

Görüldüğü üzere, Yasa'da “Bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Banka, fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler.

Banka, fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler.” ifadeleriyle;

1- TCMB'nin asli görevinin fiyat istikrarı (amaç bağımlılığı) olduğu,

2- TCMB'nin fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı politikalarda araç bağımsızlığına sahip olduğu, kendi belirleyeceği araçları istediği gibi kullanabileceği,

3- Büyüme ve istihdamı ancak fiyat istikrarı ile çelişmemek kaydıyla dikkate alacağı,

kabul edilmiştir.

Bu arada, TCMB Kanunu'nda Değişiklik Yapılmasına Dair 25.04.2001 tarihli ve 4651 sayılı Kanun ile Getirilen Yenilikler ile Hazine – TCMB arasındaki kredi ilişkileri tamamen kaldırılmıştır. Bu Kanununun 52. maddesinin 4. paragrafında *“Açık piyasa işlemleri, yalnızca para politikası amaçları için yürütülür ve Hazine'ye, kamu kurum ve kuruluşları ile diğer kurum ve kuruluşlara kredi amacıyla yapılamaz”* hükmü korunmuştur. Yine aynı kanunda TCMB'nin Yapamayacağı İşlemlere ilişkin 56. madde *“TCMB, Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarına avans veremez ve kredi açamaz, Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarının ihraç ettiği borçlanma araçlarını birincil piyasadan satın alamaz. TCMB, bu Kanunla yetki verilen işlemler dışında avans veremez ve kredi açamaz, vereceği avans ve açacağı kredi teminatsız veya karşılıksız olamaz ve doğrudan kendisi ile ilgili işlemler dışında teminat veremez”* olarak değiştirilmiştir. Bu değişiklikle, “ekonomik bağımsızlık” olarak ifade edilen, merkez bankalarının hazineye avans vermemesi ve kamu kurum ve kuruluşlarına kredi açmaması hususu gerçekleştirilmiştir. Bu amaçlara uygun olarak hazırlanan Geçici 2. Maddeye (4651 sayılı Kanun) göre, *“Bu Kanununun 16. maddesi ile yürürlükten kaldırılan 1211 sayılı Kanununun 50. maddesinde belirtilen avans hesabında biriken tutar, Hazine ve TCMB arasında belirlenecek esaslara göre; 51. maddesi uyarınca kamu kurum ve kuruluşlarına verilen krediler, verildikleri şartlarla geri ödenmek üzere tasfiye edilir. TCMB, bu Kanunun yürürlüğe girdiği tarihten başlayarak 6 ay süre ile, Hazine'nin ihraç ettiği borçlanma araçlarını birincil*

*piyasadan da satın alabilir.”* denilerek bankacılık sisteminin sağlıklı bir yapıya kavuşturulabilmesi, kamu bankaları ve TMSF bünyesinde bulunan bankaların mali yapılarının düzeltilmesi ve sermaye tabanlarının güçlendirilmesi amaçlanmıştır (TCMB, 2001).

Ayrıca, TCMB'nin temel amacı olan fiyat istikrarını sağlama hedefi doğrultusunda TCMB'ye yeni görevler verilmesi sonucunda, bazı maddeler yürürlükten kaldırılmış bazı maddeler de değiştirilmiştir. Buna göre; 1211 Sayılı TCMB Kanununda dağınık olarak düzenlenen reeskont ve avans işlemlerine ilişkin hükümler, bu işlemlerin para politikası ilkeleri göz önünde bulundurulmak suretiyle yürütülmesi esası çerçevesinde, tek çatı altında Senet ve Vesikaların Reeskonta ve Avansa Kabulüne ilişkin 45. maddede düzenlendiğinden ve uygulama olanağı kalmadığından Orta Vadeli Reeskont ve Avans İşlemlerine ilişkin 46. madde, Reeskonta veya Avansa Kabul Edilecek Senetlerin En Yüksek Tutarına ilişkin 47. madde, Tahvil Karşılığı Avansa ilişkin 48. madde, Merkez ve Şubeler İskonto Komitelerine ilişkin 49. madde ve İkrizat Limitlerine ilişkin 54. maddeler yürürlükten kaldırılmıştır. Ayrıca, TCMB'nin temel amacını gerçekleştirebilmesi ve para politikasının etkin bir şekilde yürütülebilmesi için, Hazine'ye Kısa Vadeli Avans verilmesine ilişkin 50. madde ile Kamu Müesseselerine Kredi Sağlanmasına ilişkin 51. madde yürürlükten kaldırılmıştır. Böylece, Maastricht Anlaşması'nın 104. maddesi ve Avrupa Merkez Bankaları Sistemi Statüsü'nün 21.1 maddesi ile uyum sağlanmış, TCMB'nin bağımsızlık derecesi artırılmıştır (TCMB, 2001).

2001 yılındaki diğer bir para politikası uygulaması ise TCMB'nin döviz satış ihaleleridir. 22 Şubat 2001 tarihinde dalgalı kur politikasına geçilmesi ile birlikte TCMB döviz kurunun piyasadaki arz ve talep koşullarına göre belirleneceğini ani ve aşırı dalgalanmalar haricinde döviz kuruna müdahale edilmeyeceğini açıklamıştır. Dalgalı kur uygulamasına geçişle birlikte, kurlar hızla yükselmeye ve aşırı dalgalanmalar göstermeye başlamıştır. Bu çerçevede, TCMB kurlara zaman zaman müdahale yapmaya başlamış, piyasalarda Türkiye'de dalgalı kur rejimi uygulamasının sağlıklı işlemeyeceği tezi işlenmeye başlamıştır. Bu tartışmalar üzerine, TCMB, Türk

lirasının yabancı paralar karşısındaki uzun dönemli denge değerini etkilemeden kısa dönemdeki geçici aşırı dalgalanmaların engellenmesi, döviz kurlarının piyasada belirlenmesi ve döviz satışlarının daha şeffaf gerçekleştirilmesi amaçları çerçevesinde 29 Mart 2001 tarihinden itibaren döviz satış ihaleleri düzenlemeye başlamıştır. Döviz satış ihalelerinde satılacak ABD Doları miktarı minimum 50, maksimum 300 milyon ABD Doları olmak üzere, ekonomideki mevsimsel döviz arz ve talebi de dikkate alınarak belirlenmiştir. Döviz satış ihaleleri 17 Mayıs 2001'e kadar düzenli olarak her gün gerçekleştirilmiştir. 2001 Para Programı<sup>82</sup> çerçevesinde ekonomideki döviz arz ve talebinin daha dengeli hale gelmesi nedeniyle, TCMB tarafından TL karşılığı döviz alıŖ/satıŖ ihalelerine iliŖkin daha esnek bir sistem oluŖturulması kararlaŖtırılmıŖtır. Buna göre, 18 Mayıs 2001 tarihinden baŖlamak üzere, 29 Mart 2001 tarih 2001/12 sayılı Basın Duyurusu ile açıklanan döviz alıŖ/satıŖ ihalelerinde, diğer hususlar aynı kalmak üzere, iki deęiŖlik yapılmıŖtır. Bunlardan birincisi, TCMB TL karşılığı döviz satıŖ ihalesini her iŖ günü düzenlemek yerine, gerekli gördüğü günlerde düzenleyecek ve ikincisi de, İhalede satılacak döviz tutarı ihale öncesinde açıklanmayacaktır, denilmiŖtir. Dalgalı kur sistemine geçilmesi ile birlikte, Merkez Bankası bankalara döviz depo imkanı tanımıŖ ve bu yolla bankaların dıŖ yükümlülüklerini aksatmadan yerine getirmeleri saęlanmıŖtır.

IMF ile 15 Mayıs 2001 tarihinde yeni stand-by anlaŖması sonrasında, döviz satıŖ ihaleleri 17 Mayıs – 11 Temmuz 2001 tarihleri arasında ise önceden miktar açıklanmadan gerekli günlerde dzenlenmiŖtir. 11 Temmuz 2001 tarihinden itibaren ise düzenlenecek döviz satıŖ ihaleleri programı aylık olarak önceden açıklanmaya baŖlanmıŖtır. Bu uygulama ile IMF'ten sağlanan dıŖ finansmanın karşılığı olarak Hazine'ye TCMB tarafından açılan kredilerin Hazine'nin yurtiçi TL demelerinde kullanması durumunda piyasada oluŖacak fazla likiditenin çekilmesi amalanmıŖtır. Benzer Ŗekilde, Dünya Bankası'ndan sağlanan krediler ile Hazine MsteŖarlıęı'nın döviz borçlanmalarının yurtiçinde TL olarak kullanılması durumunda piyasada

---

<sup>82</sup> 15 Mayıs 2001 tarihinde, TCMB 2001 Yılı Para Programını aıklamıŖ ve aynı tarihte IMF İcra Kurulu Türkiye'nin Niyet Mektubunu grŖerek ülkemize yapacağı dıŖ finansmanı onaylamıŖtır. Sağlanan dıŖ finansmanın ilk bölümü olan SDR 3 milyar karşılığı yaklaŖık 3.9 milyar ABD Doları 18 Mayıs 2001 tarihinde TCMB hesaplarına girmiŖtir. Bu kaynak, mali piyasalarda istikrarın ve güvenin sağlanmasına önemli katkıda bulunarak faiz oranlarının aŖaęı çekilmesine ve döviz kurlarının dengeye kavuŖmasına yardımcı olmuŖtur.

oluşacak fazla likiditenin döviz satış ihaleleri yoluyla sterilize edilmesi amaçlanmıştır. Bu çerçevede 11 Temmuz'dan Kasım ayının sonuna kadar gerçekleştirilen döviz satış ihalelerinde toplam 2,835,0 milyon ABD doları satılmıştır. Ancak, Kasım – Aralık döneminde yabancı para cinsinden borçlanmalar ile borç ödeme tarihlerinin birbirine çok yakın olması ve dolayısıyla Hazine'nin Aralık ayında yurtiçi TL likiditesini artırıcı kullanımları olmaması nedeniyle, tekrar ihtiyaç duyulana kadar 30 Kasım 2001 tarihinden itibaren ihalelere devam edilmeyeceği açıklanmıştır.

TCMB tarafından 2001 yılı içerisinde gerçekleştirilen programlı ve programsız döviz satış ihalelerinde yaklaşık 6.5 milyar ABD doları satılmış, yıl içinde gerçekleştirilen tek döviz alış ihalesinde ise 47 milyon ABD doları tutarında döviz alış yapılmıştır.

Dalgalı döviz kuruna geçiş sonrası kur üzerinde baskı yaratan bankacılık sisteminin yüksek düzeydeki açık pozisyonları TCMB tarafından Şubat 2001 sonrası ilk beş ayda yapılan 7 milyar ABD dolarlık döviz satışı, Kamu ve TMSF bankalarına 8,1 milyar ABD dolarlık görev zararı karşılığı döviz cinsinden ya da dövize endeksli Hazine kağıtları verilmesi ve Haziran ayı içinde gerçekleştirilen 6,6 milyar ABD dolarlık borç takası ile büyük ölçüde kapanmıştır. Bu gelişmeler sonucunda döviz kurundaki dalgalanma önemli ölçüde azalmıştır.

Para politikası uygulaması ve araçlarının kullanımı açısından 2001 yılına damgasını vuran gelişmelerden birisi de, 2000 yılı sonunda alış fiyatları ile 1.5 katrilyon Türk lirası değerinde olan TCMB APİ DİBS portföyünün 2001 yılı sonunda 19.0 katrilyon TL düzeyine yükselmesidir. APİ portföyündeki bu artış bankacılık operasyonu çerçevesinde Kamu Bankalarından ve TMSF bünyesindeki bankalardan Nisan ve Mayıs aylarında yapılan doğrudan alımlardan kaynaklanmıştır. Bankacılık operasyonu çerçevesinde doğrudan alımı yapılan DİBS'ler, Temmuz ve Ağustos aylarında Hazine'den alınan daha uzun vadeli DİBS'lerle değiştirilmiştir. Ekim ayı sonu ve Kasım ayı başında Hazine'nin borç stoku yapısı dikkate alınarak ve para politikasının etkinliğini artırmak amacıyla bir kez daha yeniden yapılandırılmaya gidilmiş; Temmuz ve Ağustos aylarında Hazine'den alınan DİBS'ler birikmiş faizleri ile

birlikte vadeleri 2006 – 2010 yıllarına gelen ve yılda bir kez kupon ödemeli, kupon faizleri TÜFE'ye endeksli DİBS'lerle değiştirilmiştir. Asıl olarak bu operasyon sonucunda piyasaya verilen likidite TCMB'nin bünyesindeki Bankalararası Para Piyasasındaki ve İMKB Repo - Ters Repo Pazarı'ndaki ters repo işlemleri ile çekilmiş, Net APİ (piyasadaki net fazla likidite) kalemi 2001 yılı sonunda 1,243.9 trilyon Türk lirası düzeyinde gerçekleşmiştir.

Para politikası araçlarının kullanımı açısından 2001 yılında meydana gelen diğer bir gelişme de zorunlu karşılık uygulamasında ortaya çıkmıştır. 17 Mayıs 2001 tarih, 24405 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 2001/1 No.lu Tebliğle, Mevduat Munzam Karşılıkları Hakkında değişik 96/1 sayılı Tebliğin adı "Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ" ve söz konusu Tebliğde yer alan "Mevduat Munzam Karşılık" ibareleri "Zorunlu Karşılık" olarak değiştirilmiştir.

Bankacılık sisteminin aracılık maliyetlerinin düşürülmesi amacıyla, 08 Ağustos 2001 tarih ve 24487 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 2001/2 sayılı Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ ile, Türk lirası mevduat için tesis edilen zorunlu karşılıklara faiz verilmesi ve bu faizlerin Mart, Haziran, Eylül ve Aralık ay sonlarında tahakkuk ettirilmesi öngörülmüş olup, 07 Eylül 2001'de TL zorunlu karşılıklara ödenecek faiz % 40 olarak belirlenmiş ve duyurulmuştur.

Para politikası uygulaması açısından gelecek döneme damgasını vuracak diğer bir gelişme de, TCMB'nin para politikasına ve faiz oranlarına ilişkin kararlarını detaylı basın duyuruları ile açıklamaya başlamasıdır. TCMB, kararlarının şeffaflığını ve kredibilitesini artırmak amacıyla 16 Temmuz 2001 tarihindeki faiz oranlarına ilişkin kararını detaylı bir basın duyurusu ile ilan etmiş, bu uygulamasını daha sonraki yıllarda detaylandırarak sürdürmüştür.

TCMB para politikası, 2002 yılından itibaren tamamen fiyat istikrarına odaklanmıştır. 18 Ocak 2002 tarihli niyet mektubu ile Uluslararası Para Fonu ile yapılan ve 2002 – 2004 dönemini kapsayan yeni Stand-by anlaşması önceki dönemlerde olduğu gibi, TCMB bilanço kalemleri üzerine belirli sınırlamalar getirmiştir. Enflasyon hedefine ulaşılması yolunda en temel politika aracı olarak yine kısa vadeli faiz oranları etkin bir biçimde

kullanılmıştır. Bu amaçla, 2002 yılında TCMB faiz oranları API ve BPP'de aynı vadeler için eşit olarak belirlenmiştir.

İleriye yönelik belirsizlikleri azaltmak ve bekleyişleri şekillendirmek amacıyla TCMB bilanço kalemi olan Para Tabanı'nın (parasal hedefleme) artışı hedef değişken olarak belirlenerek, 2002 yılı para programının nominal çapasını oluşturmuştur. Bu çerçevede, 2002 yılı sonunda Para Tabanı'nın, yıl sonu enflasyon hedefi ve büyüme hızı öngörüsü ile tutarlı olacak şekilde, % 40 oranında artacağı belirlenmiştir. Ayrıca, hedefin etkinliğini arttırmak amacıyla Para Tabanı hedefi gösterge niteliğinden performans kriterine dönüştürülmüştür. Diğer bir performans kriterini ise, Net Uluslararası Rezervler kaleminin dönemler itibariyle belli bir alt sınırın aşığına inmeyeceğı taahhütü oluşturmuştur. Ayrıca, bilançonun bir diğer alt kalemi olan ve yurtiçine kredi açmak suretiyle TCMB'nin ne ölçüde para yarattığını ölçen Net İç Varlıklar kalemi, gösterge niteliğinde bir büyüklük olarak izlenmiştir.

Parasal hedeflemeye ek olarak, TCMB nihai hedefi olan fiyat istikrarı ile tutarlı bir enflasyon hedeflemesine resmi olarak geçmeden "Örtük Enflasyon Hedeflemesi Politikası" izleyeceğini, gelecekte enflasyonun alabileceğı değerlere (beklenen enflasyona) odaklanan bir para politikası stratejisi planlanmıştır. Enflasyondaki düşüş sürecinde ve para ikamesi olgusu nedeniyle, para talebinin tahminindeki zorlukların ve son yıllarda parasal büyüklükler ile enflasyon arasındaki ilişkide görülen zayıflamanın yaratacağı sorunların giderilmesi, ve dolayısı ile örtük enflasyon hedeflemesinin para tabanı yanında güçlü bir çapa işlevi görmesi amaçlanmıştır. Bu nedenle, dalgalı kur rejimi uygulamasında asıl politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarının yalnızca fiyat istikrarı temel hedefi amacıyla aktif olarak kullanılacağı piyasalara duyurulmuştur. Dönemler itibariyle para tabanı için enflasyon hedefiyle tutarlı değerler belirlenmesinin yanı sıra, TCMB 2002 yılında beklenen (gelecek) dönem enflasyonunu hedef alan bir para politikası stratejisi uygulamıştır.

2002 yılında döviz kurlarının iktisadi temellerle uyumlu oluşması için dalgalı kur rejiminin ve döviz kuru piyasasının daha etkin çalışabilmesi için



gerekli önlemler alınmıştır. TCMB'nin sadece kurlardaki aşırı dalgalanmaların önlenmesi amacıyla kurların seviyesine yönelik olmayan sınırlı müdahalelerde bulunacağı, bunun yanı sıra, döviz rezervlerini arttırmak için şeffaf döviz alım ihaleleri yapacağı açıklanmıştır. Dalgalı kur rejimine geçilmesiyle birlikte, TCMB'nin kısa vadeli faiz oranları üzerindeki kontrolü artmış ve kısa vadeli faiz oranları para politikası uygulamasının temel aracı haline gelmiştir.

TCMB, 2002 yılında uyguladığı örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi doğrultusunda kısa vadeli faiz oranlarını etkin şekilde kullanmıştır. 2002 yılında, enflasyon hedeflemesi stratejisine hazırlık olarak ve modern merkez bankacılığı uygulamaları çerçevesinde, para politikası operasyonel yapısında önemli değişiklikler gerçekleştirilmiştir. Bu değişiklikler çerçevesinde, 01 Ağustos 2002 tarihinden itibaren, TCMB'nin de katkısıyla, Türkiye Bankalar Birliği tarafından Türk lirası referans faiz oranı (TRLIBOR) ilan edilmeye başlanmıştır. Referans faiz oranının belirlenmesinin kredi fiyatlamasında ve vadeli döviz fiyatları da dahil diğer mali araçların fiyatlamasında önemli rol oynayacağı düşünülmektedir. TMSF bünyesindeki bankaların pek çoğunun satılması veya kapatılması ve özel bankacılık sisteminin kuvvetlendirilmesi için atılan adımlar dikkate alınarak, TCMB, BPP ve Döviz ve Efektif Piyasaları (DEP)'nda üstlendiği aracılık fonksiyonunu 02 Aralık 2002 tarihine kadar sona erecek şekilde aşamalı olarak azaltmıştır. Böylece, TCMB finansal piyasaların derinleşmesini ve gelişmesini, ayrıca bankaların risk değerlendirme yeteneklerinin yükseltilmesini amaçlamıştır. Bunun yanı sıra, nihai kredi mercii işlevi çerçevesinde 2002 yılı Temmuz ayından itibaren geç likidite penceresi uygulaması ile bankalara limitsiz olarak teminat karşılığında likidite olanağı sağlanmıştır. Bu gelişmelere ek olarak, 02 Eylül 2002 tarihinden itibaren Piyasa Yapıcılığı sistemi uygulamaya konulmuş, Merkez Bankası sistemi desteklemek amacıyla piyasa yapıcısı bankalara açık piyasa işlemleri kanalıyla sınırlı ve koşullu olarak TL likidite (repo ve/veya doğrudan alım yoluyla) imkanı tanımıştır.

Böylece, 1987 yılından itibaren TCMB'nin dolaylı para politikası araçlarının etkin olarak kullanılmasının alt yapısını oluşturmak amacıyla

bünyesinde kurduğu piyasalarda aracılık işlevi sona erdirilmiş, TCMB söz konusu piyasaları sadece para politikası araçlarının kullanımında kullanmaya başlamıştır.

Piyasada fiyatların daha sağlıklı belirlenmesi ve risklerin piyasa katılımcıları tarafından üstlenilmesi amacıyla, TCMB, BPP'nin kurulduğu zamandan beri üstlendiği aracılık faaliyetini 2002 yılında kademeli bir şekilde kaldırmıştır. Temmuz 2002'de başlanan bu uygulama sonucunda, 02 Aralık 2002 tarihinde bankaların TCMB aracılığıyla diğer bankalardan borç alabilme limitleri sıfırlanmıştır. Bu işlemler bankaların likidite imkanlarını etkilememiş, sadece piyasadaki katılımcı risklerinin TCMB tarafından üstlenilmemesini sağlamıştır. TCMB nihai kredi mercii görevi amacıyla uygun olarak Temmuz 2002'den itibaren BPP'de geç likidite penceresi uygulamasına başlamıştır. Bu imkan ile bankalar BPP'nin bankaların kendi aralarında işlem yapabilecekleri sürenin sona ermesinden sonra 16:00 – 16:30 arasında, TCMB'nin ilan ettiği faiz oranlarından teminatları karşılığında borçlanma limiti olmaksızın borçlanabilme ve borç verebilme imkanına sahip olmuştur. Geç likidite penceresi çerçevesinde TCMB'nin ilan ettiği oran, gecelik borç verme faiz oranının 10 puan üzerinde belirlenmiştir.

Bu çerçevede, TCMB DEP'de Türk lirası Depo Karşılığı Döviz Depo Piyasası ve TL Karşılığı Vadeli Döviz Alım – Satım Piyasası'nda 01 Mart 2002'de, Türk lirası Karşılığı Efektif Alım – Satım Piyasası'nda 01 Temmuz 2002'de, TL Karşılığı Döviz Alım – Satım Piyasası'nda 02 Eylül 2002'de olmak üzere aracılık faaliyetine son vermiştir. Döviz Depoları Piyasası'nda da 01 Temmuz – 02 Aralık 2002 döneminde bankaların TCMB aracılığıyla diğer bankalardan borç alabilme limiti aşamalı olarak sıfırlanmıştır. Kamu bankaları ise söz konusu uygulamanın dışında tutulmuştur.

Kamu borç yönetiminin etkinleştirilmesi ve kamu borçlanmasında istikrar sağlanması, DİBS ikincil piyasasının derinleştirilmesi ve finansal sistemin geliştirilmesi amaçlarıyla Piyasa Yapıcılığı Sistemi 02 Eylül 2002'den itibaren tekrar yürürlüğe girmiştir. TCMB, finansal istikrarı arttırabilmek için piyasa yapıcısı bankalara ek likidite olanağı tanımıştır.

Piyasa yapıcısı bankalara (PY ve/veya PD) sağlanacak likidite imkanı, söz konusu bankaların 22 Temmuz 2002 tarihinden itibaren Hazine Müsteşarlığı'nın ihraçlarından aldıkları/alacakları (ihale, ihale sonrası teklif, rekabetçi olmayan teklif, halka arz, TAP ve değişim ihalelerinden alınan TL cinsi kıymetlerin net tutarı esas olup, dövizde endeksli hariç tutulmaktadır) ve itfa edilmemiş DİBS'lerin ihraç değerlerinin % 10'u ile sınırlı olacaktır. PY bankalar, sağlanan % 10'luk likidite imkanının tamamını kotasyon yöntemi ile yapılacak repo işlemleri için kullanabilecekleri gibi, söz konusu likidite imkanının en fazla yarısını, Hazine Müsteşarlığı'nca ölçüt kıymet kabul edilen TL cinsi DİBS'leri TCMB'ye satmak için de kullanabileceklerdir.

PY bankalarla gerçekleştirilecek repo işlemlerinde kotasyon yöntemi kullanılacak olup, faiz oranları TCMB'ce saptanmaktadır. TCMB, PY bankalarla gerçekleştireceği repo işlemleri faiz oranlarını, piyasa koşullarını dikkate alarak, TCMB borçlanma faiz oranı üzerine ilave bir faiz oranı ekleyerek belirleyecek, ancak, belirleyeceği faiz oranının Merkez Bankası TL borç alma / borç verme kotasyonları ortalamasının üzerine çıkmamasına dikkat edecektir. PY bankalar, repo işlemlerini saat 10:00 – 16:00 arasında gerçekleştirebileceklerdir.

2002 yılına damgasını vuran diğer bir gelişme de döviz alımlarına başlanmasıdır. 2002 yılının ilk yarısında gözlemlenen ters para ikamesi ve ödemeler dengesindeki olumlu gelişmeler ile oluşan piyasadaki döviz arz fazlası, düzenlenen ihaleler ile çekilmiştir. Bu operasyonlar kurların uzun dönemli eğilimine ve denge değerine yönelik olmamış ve herhangi bir kur seviyesi gözetilmemiştir. Kurlarda siyasi belirsizlik algılamasının artışı ile başlayan dalgalanmalarla birlikte döviz alım ihaleleri, Temmuz ayı başında durdurulmuştur. Yıl içerisinde sadece üç defa döviz piyasalarına müdahale yapılmış; 11 Temmuz ile 24 Aralık tarihlerinde satım yönünde, 02 Aralık tarihinde ise alım yönünde gerçekleşmiştir.

TCMB 2002 yılı ilk çeyreğinde döviz piyasalarında istikrarın sağlanmış olmasını, o dönemde ters para ikamesine ilişkin gözlenen güçlü sinyalleri ve güçlü bir döviz rezervi pozisyonunun TCMB politikalarına ve ekonomik programa ilişkin güveni arttıracığı göz önünde bulundurularak,

Nisan ayı başından itibaren döviz alım ihalesi uygulamasına başlamıştır. Bu uygulama herhangi bir döviz kuru veya rezerv seviyesi hedefi içermemiştir. Bu ihalelerde çoklu fiyat yöntemi uygulanmıştır. DEP’de işlem yapmaya yetkili bankalar ve özel finans kurumları, ihale tekliflerini saat 14:40 – 15:00 arasında, minimum 1.0 milyon ABD doları ve katları üzerinden EFT aracılığıyla vermeleri öngörülmüştür. 17 Temmuz 2003 tarihinden itibaren günlük döviz alım ihale tutarı 50.0 milyon ABD doları ve Eylül ayından itibaren opsiyon kullanma hakkı da toplam kazanılan tutarın yarısı olan 25 milyon dolar olarak uygulanmıştır.

29 Mart 2002 tarih ve 24710 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 2002/1 sıra No.lu Zorunlu Karşılıklar Hakkında Tebliğ’le 10 Mayıs 2002 tarihli zorunlu karşılık cetvelinden başlamak üzere, mevduat bankalarının yanı sıra özel finans kurumları (ÖFK) ile kalkınma ve yatırım bankaları (daha önce muaf olan iki özel sermayeli kalkınma ve yatırım bankası dahil) da zorunlu karşılık kapsamına alınmıştır. Böylece, bankaların mevduatına ek olarak, daha önce blokaja tabi olan ÖFK’ların cari ve katılma hesaplarında biriken fonlar ile mevduat, kalkınma ve yatırım bankaları ve ÖFK’ların diğer yükümlülükleri de zorunlu karşılık kapsamına alınmıştır. Önceki zorunlu karşılık, disponibilibite ve blokaj uygulamalarının nakit kısımlarına ilişkin yasal karşılık oranları; TL yükümlülüklerde % 6, yabancı para yükümlülüklerde % 11’dir. TL ve Yabancı Para zorunlu karşılık oranlarının 3’er puanlık kısımlarının, serbest hesaplarda 14 günlük ortalama olarak tesis edilmesine imkan sağlanarak, bankalara ve özel finans kurumlarına zorunlu karşılıkların bir kısmını günlük likidite gereksinimleri için kullanma imkanı getirilmiştir.

Söz konusu Tebliğ ile, bankaların aracılık maliyetlerinin azaltılmasına katkı sağlamak amacıyla TL mevduat için tesis edilen zorunlu karşılıklar yanında yabancı para yükümlülükler için tesis edilen zorunlu karşılıklara da faiz ödenmesi öngörülmüştür. Bu çerçevede, 08 Ağustos 2001 tarihinden geçerli olarak 07 Eylül 2001 tarihinde % 40 olarak belirlenmiş olan TL zorunlu karşılık faiz oranı, 24 Mayıs 2002 tarihinden geçerli olarak % 22’ye düşürülmüş, yabancı para zorunlu karşılıklara ise bankaların, Bankamızda serbest olarak buldukları 2 gün ihbarlı döviz tevdiat hesapları (DTH) ile

aynı oranda faiz ödenmesi kararlaştırılmıştır. TL zorunlu karşılıklara ödenen faiz oranı 09 Temmuz 2002 tarihinden geçerli olarak % 25'e yükseltilmiştir.

29 Mart 2002 tarih, 24710 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 2002/2 sıra No.lu Umumi Disponibilite Hakkında Tebliğ ile daha önce muaf olan iki özel sermayeli kalkınma ve yatırım bankası da disponibilite kapsamına alınmıştır. Umumi disponibilite oranları 2 puan azaltılarak, TL yükümlülükler için % 4, yabancı para yükümlülükler için % 1 olarak belirlenmiştir. Daha önce disponibilite yükümlülüğünün 2 puanlık kısmına sayılan bankaların kasa mevcutları disponibil değerler arasından çıkarılmıştır. 24 Mayıs 2002 tarihinden itibaren yalnız DİBS disponibil değer olarak kabul edilmekte olup, disponibil değerlerin hesaplanmasında Bankamız nezdindeki depoların bakiyelerinin 14 günlük ortalaması esas alınmaya başlanmıştır.

Diğer yandan, TCMB Şubat 2001 krizinden sonra uygulamaya koyduğu dalgalı kur rejiminin gereği olarak, 2003 yılında da döviz kurlarının piyasa koşullarına göre oluşmasına önem vermiştir. Bununla beraber, kurlarda her iki yönde aşırı dalgalanmalar görüldüğünde döviz piyasasına doğrudan müdahalelerde bulunulabileceğini ve döviz kurunun uzun dönemli eğilimini ve doğal denge değerini etkilememek şartıyla, döviz rezervlerini güçlendirmeye yönelik olarak ihale yöntemiyle döviz alımları yapılabileceğini programın başlangıcından itibaren çeşitli yollarla kamuoyuna açıklanmıştır. Irak savaşından sonra, ters para ikamesiyle artan döviz arzı sonucunda, uluslararası rezervleri güçlendirmek amacıyla 6 Mayıs – 23 Ekim 2003 tarihleri arasında döviz alım ihaleleri yapılmıştır. Ayrıca, döviz kurlarında aşırı oynaklığı önlemek amacıyla da 2003 yılının Mayıs – Eylül dönemlerinde toplam beş kez piyasaya doğrudan müdahale yoluyla döviz alımı gerçekleştirilmiştir.

2003 yılında da kalıcılığını sürdüren likidite fazlası, yine BPP ve API aracılığı ile çekilmiştir. BPP'de gecelik işlemlere ek olarak Nisan 2002'de başlatılan ve Çarşamba ve Cuma günleri düzenlenen dört haftalık depo alım ihalelerine, Kasım ayından itibaren her hafta Pazartesi günü yapılacak iki haftalık depo alım ihaleleri de eklenmiştir. Dört haftalık ihalelerin tersine, iki haftalık ihalelerde üst limit uygulaması yapılmamıştır.

2003 yılı bütçesinde alınan ek önlemlerle mali disiplinin sağlanması, Mayıs ayına kadar bütçe performansının olumlu gelişmeler göstermesi ve yaz aylarında beklenen olumlu ödemeler dengesi gelişmeleri, döviz arz fazlası oluşma sürecinin devam etme olasılığını güçlendirmiştir. Bu çerçevede, oluşan arz fazlasını dalgalı kur rejimi ile çelişmeyecek ve döviz kurunun uzun dönemli denge değerini etkilemeyi amaçlamayacak şekilde, güçlü döviz rezervi pozisyonuna sahip olmasının uygulanan programa ilişkin güvenin artmasına sağlayacağı katkı dikkate alınarak, 06 Mayıs 2003 tarihinde günlük 20 milyon ABD doları tutarı ile döviz alım ihalelerine başlanılmıştır. Haziran ayıyla birlikte ihale miktarı 30 milyon ABD dolarına yükseltilmiş ve maksimum fiyat koşullu ihale sisteminin fazla döviz likiditesinin sterilize edilmesinde yetersiz kalması ve ihalelerde öngörülen döviz alışlarının gerçekleştirilememesi nedenleriyle, 16 Hazirandan itibaren döviz alım ihalelerindeki maksimum fiyat şartı kaldırılmıştır.

Oluşan arz fazlasının mevsimsel faktörlerin de etkisiyle artarak devam edeceği beklentisiyle, Temmuz ayında günlük ihale tutarı 40 milyon ABD doları ve 17 Temmuzdan itibaren de 50 milyon ABD dolarına; Eylül ayında 40 milyon ABD doları ihale ve 20 milyon ABD doları opsiyon olmak üzere 60 milyon ABD dolarına; 11 Eylül'den geçerli olmak üzere 75 (50+25) milyon ABD dolarına; 7 Ekim'de 80 milyon ABD dolarına yükseltilmiştir. Ancak, Ekim ayının ikinci haftasından itibaren gözlenen pozisyon kapamaları nedeniyle döviz alım ihalelerine gelen teklif miktarı azalmış ve 21 Ekim'den itibaren ihale miktarı 40 milyon ABD dolarına indirilmiştir. Ekim ayının ikinci yarısında döviz piyasasında gözlemlenen arz noksanlığı nedeniyle TCMB, 23 Ekim tarihinden itibaren döviz alım ihalelerine ara verilmiştir.

Bankaların kar marjları üzerindeki yükleri azaltarak daha etkin ve istikrarlı bir yapı oluşturabilmek amacıyla, aracılık maliyetlerinin azaltılması için çalışmalar yapılmaktadır. Firmalara kredinin maliyeti ile tasarruf sahiplerine mevduatın net getirisi arasındaki fark şeklinde hesaplanan aracılık maliyetinin azaltılmasına yönelik çalışmalar çerçevesinde, TL zorunlu karşılıklara TCMB tarafından bankaların TL mevduatlara uyguladıkları

ağırlıklı ortalama basit faiz oranının % 75'i ile % 80'i arasında bir faiz ödemesi yapılmaktadır. Bu amaçla, 96/1 sayılı TCMB Tebliğine 08.08.2001 tarih, 24487 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Zorunlu Karşılıklar Hakkında 2001/2 sayılı Tebliğ ile eklenen ek madde ile, TL mevduat için tesis edilen zorunlu karşılıklara faiz ödeneceği ve ödenecek faiz oranının TCMB tarafından belirleneceği, bu faizlerin Mart, Haziran, Eylül ve Aralık ay sonları itibariyle tahakkuk ettirileceği hükme bağlanmış, TL zorunlu karşılıklara uygulanacak olan faiz oranı 08.08.2001 tarihinden geçerli olmak üzere % 40 olarak belirlenmiştir. Ayrıca, 29.03.2002 tarih, 24710 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan ve 10.05.2002 tarihli cetvelden başlamak üzere yürürlüğe giren Zorunlu Karşılıklar Hakkında 2002/1 sayılı TCMB Tebliği ile bankaların mevduat yanında diğer yükümlülükleri de zorunlu karşılık kapsamına alınmış ve bankalarca TL ve yabancı para yükümlülükler için tesis edilen zorunlu karşılıklara faiz ödeneceği, Mart, Haziran, Eylül ve Aralık aylarında tahakkuk ettirilecek faizin TCMB tarafından belirleneceği hükme bağlanmıştır. Buna göre, TL zorunlu karşılıklara ödenecek faiz oranı, 24.05.2002 tarihinden geçerli olmak üzere % 22 olarak belirlenmiş olup, yabancı para zorunlu karşılıkların faiz oranının ise haftalık olarak belirlenmesi kararlaştırılmıştır. Bu çerçevede 9 Temmuz 2002'de % 25 olarak belirlenmiş olan söz konusu oran, bankaların TL mevduat faiz oranlarındaki düşüş eğilimine paralel olarak 19 Ağustos 2003 tarihinde % 23'e, 19 Eylül 2003 tarihinde % 21'e, 15 Ekim 2003 tarihinde % 19'a, 26 Aralık 2003 tarihinde % 16'ya, 22 Mart 2004 tarihinde % 14'e, 25 Ağustos 2004 tarihinde % 12.50'ye ve 7 Şubat 2005 tarihinden geçerli olmak üzere de % 11.75'e düşürülmüştür. Yabancı para zorunlu karşılık faiz oranları ise, bankaların Bankamızda serbest olarak bulundurdukları 2 gün ihbarlı döviz tevdiat hesabı faiz oranları ile aynı düzeyde ve haftalık olarak belirlenmekte olup, söz konusu oranlar, 07-13 Mart 2005 haftasında, ABD doları cinsinden karşılıklar için % 1.175 ve Euro cinsinden karşılıklar için % 0.955 olarak belirlenmiştir.

2001 – 2004 dönemi para politikası ve araçlarının kullanımı aşağıdaki Tablo 3.27'de yer alan TCMB bilanço gelişmeleri aracılığı ile net olarak görülebilmektedir.

**TABLO 3.27. 2001 - 2003 DÖNEMİ TCMB BİLANÇO GELİŞMELERİ (TRİLYON TL)**

	2001	2003	DEĞİŞİM		2001	2003	DEĞİŞİM
<b>Varlıklar</b>	<b>80,884.4</b>	<b>80,192.4</b>	<b>-692.0</b>	<b>Yükümlülükler</b>	<b>80,884.4</b>	<b>80,192.4</b>	<b>-692.0</b>
<b>I. Altın Mevcudu</b>	1,527.1	2,234.2	<b>707.0</b>	<b>I. Sermaye</b>	0.025	0.025	<b>0.0</b>
<b>II. Madeni Para</b>	1.8	7.4	<b>5.6</b>	<b>II. Tedavüldeki Banknotlar</b>	5,282.7	10,675.5	<b>5,392.9</b>
<b>III. Dahildeki Muhabirler</b>	3,767.4	1,758.8	<b>-2,008.7</b>	<b>III. Mevduat</b>	45,553.2	56,260.8	<b>10,707.6</b>
<b>IV. İç Krediler</b>	766.3	6.6	<b>-759.7</b>	A - Kamu Sektörü	2,699.6	5,533.0	<b>2,833.4</b>
A - Kamu Sektörü				B - Bankacılık Sektörü	12,868.6	14,367.7	<b>1,519.1</b>
B - Bankacılık Sektörü	16.3	6.6	<b>-9.7</b>	C - Muhtelif	15,704.9	24,262.0	<b>8,557.0</b>
a - Reeskont Kredileri	16.3	6.6	<b>-9.7</b>	a - Kredi Mektuplu Döviz Mevduatı	15,557.1	24,148.4	<b>8,591.3</b>
b - 1211 S.K. 4011-c Kap. Kul. Krediler				b - Diğer	147.8	113.6	<b>-34.2</b>
c - Diğer				D - Uluslararası Kuruluşlar	13,166.6	10,200.0	<b>-2,966.6</b>
C - TMSF'na Kullanılan Krediler	750.0	0.0	<b>-750.0</b>	E - Fonlar	1,113.5	1,878.2	<b>764.7</b>
<b>V. Dış Krediler</b>	263.2	166.3	<b>-96.9</b>	<b>IV. Dış Krediler</b>	11.3	12.1	<b>0.8</b>
<b>VI. Açık Piyasa İşlemleri</b>	7,014.6	433.0	<b>-6,581.6</b>	A - Kısa Vadeli	0.6		<b>-0.6</b>
<b>VII. Menkul Değerler Cüzdanı</b>	38,831.2	27,645.8	<b>-11,185.4</b>	B - Orta ve Uzun Vadeli	10.7	12.1	<b>1.4</b>
<b>VIII. Döviz Borçluları</b>	27,045.8	46,922.5	<b>19,876.7</b>	<b>V. İthalat Akreditif Bedelleri, Teminat ve Depozitolar</b>	418.8	837.4	<b>418.7</b>
<b>IX. SDR Tahsisatı Nedeniyle Hazine Yükümlülüğü</b>		233.2	<b>233.2</b>	<b>VI. Hazine'nin Alacaklıları</b>	56.5	294.0	<b>237.5</b>
<b>X. Değerleme Hesabı</b>		723.5	<b>723.5</b>	A - Altın	4.4	6.5	<b>2.0</b>
<b>XI. Faiz ve Gelir Reeskontları</b>		7.3	<b>7.3</b>	B - Rezerv Dilimi İmkanı		234.2	<b>234.2</b>
<b>XII. Muvakkat Borçlular</b>	1,527.1	34.0	<b>-1,493.1</b>	C - Diğer (Net)	52.1	53.4	<b>1.3</b>
<b>XIII. Diğer Aktifler</b>	139.9	19.8	<b>-120.0</b>	<b>VII. Döviz Taahhütleri</b>	101.0	85.4	<b>-15.6</b>
				<b>VIII. Açık Piyasa İşlemleri</b>	12,630.3	8,260.1	<b>-4,370.2</b>
				<b>IX. Muvakkat Alacaklılar</b>		82.9	<b>82.9</b>
				<b>X. Değerleme Hesabı</b>	7,110.7		<b>-7,110.7</b>
				<b>XI. Faiz ve Gider Reeskontları</b>		2,429.8	<b>2,429.8</b>
				<b>XII. SDR Tahsisatı</b>		233.2	<b>233.2</b>
				<b>XIII. Diğer Pasifler</b>	9,719.9	787.7	<b>-8,932.1</b>

Kaynak: 2001 ve 2003 Yılları TCMB Yıllık Raporları. Bu dönemde kümülatif enflasyon % 210.3'tür.

Tablo 3.27'den de görüleceği üzere, yükümlülükler tarafında 2001 – 2003 döneminde emisyon hacmi 5,392.9 trilyon TL, bankalar mevduatı 1,519.1 trilyon TL, Kredi Mektuplu Döviz Mevduatı 8,591.3 trilyon TL artarken; varlıklar tarafında ise İç Krediler (Kamu+Bankacılık Sektörü) 759.7 trilyon TL, APİ 6,581.6 trilyon TL ve TCMB APİ DİBS portföyü de 11,185.4 trilyon TL azalış gösterirken, Döviz Borçluları kaleminde 19,876.7 trilyon TL artış gerçekleşmiştir. Dolayısıyla, bu dönemde parasal genişlemenin temel kaynağını aktifteki döviz borçluları kaleminden kaynaklanmıştır. Döviz Borçluları, konvertibl ve konvertibl olmayan döviz cinsleri üzerinden hariçteki muhabirler nezdinde açılan hesaplar, IMF nezdindeki Rezerv Dilimi Pozisyonu ile Merkez Bankası şubeleri kasalarında bulunan efektifleri içeren ve yıl sonundaki döviz ve efektif alış kurlarından bakiyeyi göstermektedir.



Ayrıca, bu dönemdeki parasal genişlemenin kaynaklarını ve TCMB para politikası araçlarının kullanımını yıllar bazında TCMB analitik bilançosu setinden de yararlanarak aşağıdaki Tablo 3.28.'deki gibi gösterebiliriz.

**TABLO 3.28. 2001 - 2004 DÖNEMİ TCMB ANALİTİK BİLANÇO GELİŞMELERİ  
(MİLYAR TL)**

	2001	2002	2003	2004	Ortalama
Para Tabanı	7,802,858	10,427,446	14,866,806	20,188,504	<b>13,321,404</b>
Net Dış Varlıklar	15,811,136	2,555,788	529,260	3,672,565	<b>5,642,187</b>
Kamu Kredileri	3,511	0	0	0	<b>878</b>
Kısa Vadeli Avans	0	0	0	0	<b>0</b>
APİ DİBS Portföyü	38,831,212	28,848,909	27,645,806	24,047,669	<b>29,843,399</b>
Bankacılık Kredileri	16,270	12,804	6,556	8,119	<b>10,937</b>
APİ	1,243,969	9,578,737	8,260,095	3,622,089	<b>5,676,223</b>

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sitesi, <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>

Diğer yandan, Tablo 3.28.'den de görüldüğü gibi, TCMB Kanununda yapılan değişiklik sonucunda Hazine'ye açtığı kısa vadeli avansın ve kamu kurum ve kuruluşlarına kredi açmasının yasaklanmasıyla, kamuya açılan krediler sınırlanmıştır. Merkez Bankası yükümlülüklerinden olan Para Tabanı 2002 yıl sonuna göre 2003 yılı sonunda % 42.6 oranında artış göstermiştir. 2003 yılı boyunca para talebindeki artışın en temel belirleyicileri olarak; enflasyonist beklentilerdeki iyileşmeyle birlikte yılın ikinci çeyreğinden itibaren istikrarlı bir şekilde düşüş gösteren enflasyon oranları, Irak savaşının beklenenden kısa sürmesi, risk algılamalarının azalması sonucu istikrara kavuşan Türk lirası ve düşen faiz oranları gibi çok önemli nedenler sayılabilir. 2001 yılının Şubat ayında yaşanan krizden sonra kamu bankaları ve TMSF bünyesindeki bankalardan doğrudan satın alınan 14 katrilyon liralık DİBS, artan ters para ikamesinin sterilizasyonu için yapılan döviz alım ihaleleri ve döviz kurundaki oynaklığa karşı yapılan döviz alım müdahaleleri, ters repo dönüşlerinde ve zorunlu karşılıklara ödenen faiz ödemeleri nedenleriyle ortaya çıkan TL likidite fazlası 2003 yılı boyunca piyasalarda varlığını sürdürmüştür. Bu likidite fazlası, APİ Müdürlüğü'nün İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Müdürlüğü Repo-Ters Repo Pazarında ters repo işlemleriyle ve TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü Bankalararası Para Piyasasında borçlanılarak çekilmiştir. 2003 yılı bütçesinde alınan ek önlemlerle mali

disiplinin sağlanması, Mayıs ayına kadar bütçe performansının olumlu gelişmeler göstermesi ve yaz aylarında beklenen olumlu ödemeler dengesi gelişmeleri, döviz arz fazlası oluşma sürecinin devam etmesini güçlendirmiştir. Bu çerçevede, oluşan arz fazlasını dalgalı kur rejimi ile çelişmeyecek ve döviz kurunun uzun dönemli denge değerini etkilemeyi amaçlamayacak şekilde, güçlü döviz rezervi pozisyonuna sahip olmasının uygulanan programa ilişkin güvenin artmasına sağlayacağı katkı dikkate alınarak, döviz alım ihaleleri ve doğrudan müdahalelerle rezerv birikimi sağlanmıştır.

Sonuçta, 2004 yılı para politikası ve araçlarının kullanımında önemli bir değişiklik olmamış ve orta vadede kalıcı fiyat istikrarına ulaşılabilmesi TCMB'nin temel hedefi olmayı sürdürmüştür. Son iki yılda enflasyonla mücadelede sağlanan başarılar, hem 2004 yılı hem de sonrası için, enflasyon hedefinin<sup>83</sup> güvenilir bir nominal çapa olma özelliğini önemli ölçüde arttırmıştır. Ancak, TCMB 20 Aralık 2004 tarihinden itibaren TCMB gelecek dönemde likidite yönetiminin ve döviz alım ihalelerinin ana hatlarını açıklamıştır. Bu açıklamalar, bir sonraki kısımda irdelenecektir.

#### **3.2.10.4. Mevcut Durumda TCMB'nin Para Politikası Stratejisi, Para Politikası Araçları, Likidite Yönetimi Stratejisi ve Yasal Dayanakları**

Üçüncü bölümün önceki kısımlarında Türkiye'de merkez bankacılığının geçirdiği aşamalar, uygulanan para politikası stratejilerindeki gelişmeler ve buna bağlı olarak para politikası araçlarının kullanımı ve likidite yönetimi stratejilerindeki değişimler tarihsel süreçte incelenmiştir. Bu kısımda ise, mevcut durum özetlenmektedir.

##### **3.2.10.4.1. Mevcut Durumda TCMB'nin Para Politikası Stratejisi**

TCMB'nin temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu 1211 Sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yasasının 4. Maddesinde açıkça belirtilmiştir:

---

<sup>83</sup> Diğer bir söylemle enflasyon hedefi, ekonomik birimlerin hem yatırım hem de tüketim kararlarını alırken geleceğe yönelik belirsizlikleri giderebilmek için kullanabilecekleri önemli bir referans büyüklük haline gelerek bu özelliğinin kuvvetlenmesine paralel olarak reel ekonomiye katkısı giderek daha da artmıştır.

“Madde 4: (25.04.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli) Bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Banka, fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler. Banka, fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler...”

Bu maddeden de görüldüğü üzere, TCMB para politikası stratejisini ve kullanacağı araçları kendisi belirlemekle yetkilidir. Böylece, TCMB araç bağımsızlığına sahiptir. Ancak bu madde amaç bağımsızlığını, diğer bir ifadeyle enflasyon hedefinin belirlenmesini tek başına TCMB’ye vermemektedir.

TCMB’nin para politikası stratejileri ile enflasyon hedefi konusundaki yetkileri TCMB Kanununun Para Politikası Kurulu başlıklı 22. maddesinde belirlenmiştir:

“Madde 22/A- (25.04.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile eklenmiştir.) ...Para Politikası Kurulu; a) Fiyat istikrarını sağlamak amacıyla para politikası ilke ve stratejilerinin belirlenmesi, b) Para politikası stratejisi çerçevesinde Hükümetle birlikte enflasyon hedefinin belirlenmesi, c) Para politikası hedefleri ve uygulamaları konusunda belirli dönemler itibariyle raporlar hazırlayarak Hükümetin ve belirleyeceği esaslar doğrultusunda kamuoyunun bilgilendirilmesi, d) Hükümetle birlikte Türk lirasının iç ve dış değerini korumak için gerekli tedbirlerin alınması ve yabancı paralar ile altın karşısındaki muadeletini tespit etmeye yönelik kur rejiminin belirlenmesi, ile görevli ve yetkilidir...”

Bu Maddeye göre TCMB enflasyon hedefini belirlemeye ve kur rejimini tespit etmeye Hükümetle birlikte, Para Politikası Kurulu aracılığıyla görevli ve yetkilidir.

Diğer yandan, mevcut durumda, TCMB işlemlerini ve faiz oranlarını belirleme yetkisi, Banka Meclisinin görev ve yetkilerini belirleyen TCMB Yasasının 22. Maddesinin c bendinde belirlenmiştir:

“Madde 22/c: (25.04.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli) Banka Meclisi; Açık piyasa işlemlerine, döviz ve efektif işlemlerine, reeskont ve

avans işlemleri ile reeskont ve avans faiz oranlarına, zorunlu karşılıklara ve umumi disponibiliteye, diğer para politikası işlemleri ve araçlarına, ülke altın ve döviz rezervlerinin yönetimine ilişkin usul ve esasların tespiti ile gerekli düzenlemelerin yapılması, ile görevli ve yetkilidir.”

Ancak, mevcut durumda, açık piyasa işlemleri ile döviz ve efektif işlemlerine ait yetkileri, Banka Meclisi İdare Merkezi'ne devretmiş, dolayısıyla bu yetkiler Başkan (Governör) tarafından kullanılmaktadır.

Bu yasal altyapı çerçevesinde TCMB, 20 Aralık 2004 tarihinde “2005 Yılında Para ve Kur Politikası (Sayı: 2004 - 59)” başlıklı basın duyurusu ile 2005 yılı ve sonrasına ilişkin para politikası stratejileri hakkında detaylı açıklamalarda bulunmuştur. Bu açıklamalara göre TCMB 2005 yılında örtük enflasyon hedeflemesi stratejisine devam edecek, faiz kararları Başkan tarafından alınacak ve 2006 yılında ise açık enflasyon hedeflemesine geçecektir.

#### **3.2.10.4.2. Mevcut Durumda TCMB'nin Para Politikası Araçları ve Likidite Yönetimi**

TCMB, temel para politikası aracı olan fiyat istikrarına ulaşmak amacıyla uyguladığı örtük enflasyon hedeflemesi stratejisinde, faiz oranlarını temel para politikası aracı olarak seçmiş bulunmakta, bu çerçevede, standart para politikası araçlarını kullanmaktadır. Bu araçları:

1. Açık piyasa işlemleri,
2. Reeskont penceresi işlemleri,
3. Zorunlu karşılıklar,

olarak sıralamak mümkündür.

TCMB para politikası uygulamasından iki birim sorumludur: Zorunlu karşılık uygulamasından, Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, açık piyasa işlemleri, döviz ve efektif işlemleri ve reeskont penceresi

işlemlerinden Piyasalar Genel Müdürlüğü. Aşağıda, TCMB'nin bu araçları nasıl kullandığı özet olarak yer almaktadır.

#### **3.2.10.4.2.1. Açık Piyasa İşlemleri**

TCMB Yasası'nda açık piyasa işlemleri 52. Madde'de düzenlemiştir. Buna göre;

##### **“Açık Piyasa İşlemleri**

##### **Madde 52- (25.04.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli)**

Banka, para politikasının hedefleri çerçevesinde, para arzının ve ekonominin likiditesinin etkin bir şekilde düzenlenmesi amacıyla, Türk lirası karşılığında menkul kıymet kesin alım satımı, geri alım vaadi ile satım ve geri satım vaadi ile alım işlemleri, menkul kıymetlerin ödünç alınıp verilmesi, Türk lirası depo alınması ve verilmesi gibi açık piyasa işlemlerini yapabilir ve bu işlemlere aracılık edebilir. Bankaca başvurulacak açık piyasa işlemleri ile bu işlemlerle ilgili usul ve esaslar, açık piyasa işlemlerine konu olacak yüksek likiditeye sahip ve az riskli araçlar Bankaca belirlenir.

Banka, açık piyasa işlemleri çerçevesinde kendi nam ve hesabına vadesi 91 günü aşmayan, ikincil piyasada alınıp satılabilen likidite senetleri ihraç edebilir. Ancak, likidite senetlerinin devamlı bir alternatif yatırım aracı olma niteliği kazanmasının engellenmesi, ihraçlarının sadece açık piyasa işlemlerinin etkinliğinin artırılması amacıyla sınırlı tutulması hususları göz önünde bulundurulur. Bankanın geri alım vaadi ile satım ve geri satım vaadi ile alım işlemleri ile Türk lirası depo işlemlerinin anlaşma süresi 91 günü aşamaz, sürenin başlangıcı işlemlerin valör tarihidir.

Banka, bu madde kapsamına giren işlemlerle ilgili kurum ve kuruluşları; bankalar ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa göre belirlenen aracı kurumlar arasından işlemin özelliğini göz önünde bulundurarak tespit etmeye yetkilidir.

Açık piyasa işlemleri, yalnızca para politikası amaçları için yürütülür ve Hazineye, kamu kurum ve kuruluşları ile diğer kurum ve kuruluşlara kredi amacıyla yapılamaz.”

Açık piyasa işlemleri ile piyasanın likiditesi ayarlanmaktadır ve TCMB'nin en etkin ve aslında temel para politikası aracıdır. TCMB, açık piyasa işlemlerini iki grup adı altında gruplamak mümkündür. Bunlar kıymet karşılığı yapılan standart açık piyasa işlemleri ve TCMB'nin destek imkanı (standing facility) olarak kullandığı Türk lirası depo işlemleridir. Bunlardan ilk grup; Açık Piyasa İşlemleri Müdürlüğü, ikinci grup ise ile Bankalararası Para Piyasası Müdürlüğü'nce gerçekleştirilmektedir.

#### **3.2.10.4.2.1.1. Açık Piyasa İşlemleri (APİ) Müdürlüğü İşlemleri**

Standart açık piyasa işlemlerine ilişkin temel bilgiler özet olarak aşağıdadır (12 Nisan 2004 tarihli TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü APİ Müdürlüğü APİ Uygulama Talimatı):

- **Kesin (Doğrudan) Alım:** Bu işlem, tedavülde bulunan kıymetlerin, işlem tarihinde belirlenmiş fiyat üzerinden işlem valöründe TCMB'ce açık piyasa işlemi yapmaya yetkili kuruluşlardan satın alınması işlemidir. TCMB'ce satın alınan kıymetlerin bedeli işlem valöründe, kıymet ilgili TCMB hesaplarına aktarıldığında, ilgili kuruluşların Elektronik Fon Transferi (EFT) hesaplarına ya da TCMB nezdindeki mevduat hesaplarına alacak kaydedilerek, kuruluşlara kalıcı likidite sağlanır. Genellikle, piyasada kalıcı likidite sıklığı olduğunda tercih edilen bir açık piyasa işlemi çeşididir. TCMB APİ portföyüne alım işlemlerinde en uzun vade 2001 yılına kadar 1 yıl iken, 2001 yılı Kanun değişikliği sırasında bu vade sınırlaması kaldırılmıştır.

- **Kesin (Doğrudan) Satım:** Bu işlem, açık piyasa işlemleri portföyündeki mevcut kıymetlerin, işlem tarihinde belirlenmiş fiyat üzerinden işlem valöründe TCMB'ce açık piyasa işlemleri yapmaya yetkili kuruluşlara satılması işlemidir. Satılan kıymetlerin bedeli TCMB'nin ilgili hesabına yatırıldığında, kıymetler satın alan kuruluşların EMKT sistemindeki ya da TCMB İstanbul Şubesi nezdindeki serbest depolarına aktarılır. Böylece, ilgili

kuruluşların toplam rezervleri kalıcı olarak azaltılır. Genellikle piyasada kalıcı likidite fazlası olduğunda tercih edilen bir açık piyasa işlemi çeşididir. API portföyünden satılacak kağıtlarda (DİBS'lerde) vade sınırlaması yoktur.

- **Geri Satım Vaadi ile Alım (Repo):** Repo işlemi, genellikle piyasada likidite sıkışıklığının geçici olduğu durumlarda, bankacılık sistemi likiditesinin geçici süre için artırılması amacıyla kullanılır. Bu işlemde, TCMB açık piyasa işlemleri yapmaya yetkili kuruluşlardan, işlem tarihinde sözleşme yaparak işlem valöründe belirlenen fiyat üzerinden, ilerideki bir tarihte geri satmak taahhüdüyle kıymet satın alır. Geri satım fiyatı, alış işleminin valör tarihinde belirlenir. İşleme taraf kuruluş da işlem vadesinde repo işlemine konu kıymeti satın almayı taahhüt eder. İşlemin valör tarihinde repo işlemlerine konu kıymetler TCMB hesaplarına aktarıldığında, alım bedeli ilgili kuruluşların EFT hesaplarına ya da TCMB İstanbul Şubesi nezdindeki mevduat hesaplarına alacak kaydedilir. Repo işleminin vadesinde, işlem valöründe belirlenen fiyat üzerinden hesaplanan satış bedeli ilgili kuruluşlar tarafından ilgili TCMB hesabına yatırıldığında, kıymetler ilgili kuruluşun EMKT sistemindeki ya da TCMB İstanbul Şubesi nezdindeki serbest depolarına iade edilir. Repo işlemlerinin vadesi 91 günü aşamaz.

- **Geri Alım Vaadi ile Satım (Ters Repo):** Ters repo işlemi, genellikle piyasada geçici likidite fazlasının olduğu durumlarda, fazla likiditenin çekilmesi amacıyla yapılan bir işlemdir. Bu işlemde, TCMB portföyündeki kıymetleri, açık piyasa işlemleri yapmaya yetkili kuruluşlara, işlem tarihinde sözleşme yaparak işlem valöründe belirlenen fiyat üzerinden, ilerideki bir tarihte geri almak taahhüdüyle satar. Geri alım fiyatı, satış işleminin valöründe belirlenir. İşleme taraf kuruluş da işlem vadesinde ters repo işlemine konu kıymeti TCMB'ye satmayı taahhüt eder. Satış bedeli TCMB'nin ilgili hesabına yatırıldığında, ters repo konusu kıymetler ilgili kuruluşun EMKT sistemindeki ya da TCMB İstanbul Şubesi nezdindeki serbest depolarına aktarılır. Ters repo işleminin vadesi geldiğinde, kıymetler işlem valöründe belirlenen fiyattan geri alınarak, alım bedeli ilgili kuruluşların EFT hesaplarına ya da TCMB İstanbul Şubesi nezdindeki mevduat hesaplarına aktarılır. Ters repo işlemlerinin vadesi 91 günü aşamaz.

- **Likidite Senetleri İhraç/Erken İtfa:** TCMB para politikasının etkinliğini artırmak amacıyla, piyasadaki fazla likiditenin çekilmesine yönelik olarak kullanılabilir bir araçtır. TCMB Kanunu'nun 52. maddesine göre, TCMB, kendi nam ve hesabına vadesi 91 günü geçmeyen likidite senetleri ihraç edebilir. Likidite senetleri ikincil piyasada da alınıp satılabilecektir. Ancak, TCMB şimdiye kadar piyasada olağanüstü likidite fazlalığı olmasına rağmen, Hazine borçlanmasını olumsuz etkilememek amacıyla bu aracı kullanmamıştır.

TCMB, piyasadaki likidite koşullarına göre standart açık piyasa işlemlerini faiz oranlarının piyasa koşullarını yansıtması amacıyla ihale yöntemiyle ya da faiz oranlarını piyasalara dikte etmek amacıyla kotasyon yöntemi ile gerçekleştirebilmektedir.

İhale Yönteminin Kullanımına ilişkin temel bilgiler aşağıdadır:

- Geleneksel ihale yöntemi tercih edilir: Bu yönetime göre kazanan her teklif kendi faizinden/fiyatından işlem görür.
- Teklifler EFT aracılığı ile alınır.
- Standart repo, ters-repo ihale son teklif gönderme saati genelde 11:00'dır. Ayrıca, gün içi likidite gelişmelerine göre **Gün İçi Repo İhaleleri** herhangi bir saatte açılabilir.

Kotasyon Yöntemine ilişkin temel bilgiler de şöylece özetlenebilir:

- Kotasyon yönteminde faiz ya da fiyat TCMB tarafından belirlenir.
- İMKB Repo-Ters Repo Pazarı (Aktif olarak kullanılmaktadır): İMKB'de gerçekleştirilen işlemlerde İMKB kuralları geçerlidir. TCMB, İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Müdürlüğü nezdindeki Repo-Ters Repo Pazarında gecelik vadede hem alt kotasyon (borçlanma faiz oranı) hem de üst kotasyon (borç verme faiz oranı) belirleyerek, bu piyasada faiz oranlarının enflasyon hedefi ile uyumlu olarak belirlenen bandın dışına çıkmasına izin vermemektedir.



Diğer yandan, TCMB, diğer ülkelerde pek rastlanmayacak şekilde, finansal piyasaların derinleşmesine sağlayacağı katkılar nedeniyle, fiyat istikrarı temel hedefi ile uyumlu olarak piyasa yapıcısı bankalara açık piyasa işlemleri çerçevesinde Türk lirası likidite imkanı sağlamaktadır. TCMB'nin piyasa yapıcısı bankalara sağladığı likidite imkanının genel çerçevesi aşağıdaki gibidir:

a) Piyasa yapıcısı bankalara sağlanacak likidite imkanı, söz konusu bankaların 22.07.2002 tarihinden itibaren Hazine Müsteşarlığının ihraçlarından aldıkları/alacakları (ihale, ihale sonrası teklif, rekabetçi olmayan teklif, halka arz, TAP ve değişim ihalelerinden alınan Türk lirası cinsi kıymetlerin net tutarı esas olup, dövize endeksli hariç tutulmaktadır) ve itfa edilmemiş DİBS'lerin ihraç değerlerinin yüzde 10'u ile sınırlıdır.

b) Piyasa yapıcısı bankalar, sağlanan yüzde 10'luk likidite imkanının tamamını kotasyon yolu ile yapılacak repo işlemleri için kullanabilecekleri gibi, söz konusu likidite imkanının en fazla yarısını, Hazine Müsteşarlığı'nca ölçüt kıymet kabul edilen DİBS'leri TCMB'ye satmak için de kullanabilirler.

c) Piyasa yapıcısı bankalarla gerçekleştirilen repo işlemlerinde kotasyon yöntemi kullanılmakta olup, faiz oranları TCMB'ce saptanmaktadır. TCMB, piyasa yapıcısı bankalarla gerçekleştireceği repo işlemleri faiz oranlarını, piyasa koşullarını dikkate alarak, TCMB borçlanma faiz oranı üzerine ilave bir faiz oranı ekleyerek belirlemekte, piyasa yapıcısı bankalar, repo işlemlerini saat 10.00 – 16.00 arasında gerçekleştirebilmektedir.

d) TCMB, şimdiye kadar hiç uygulamamakla birlikte, piyasa yapıcısı bankalardan gerçekleştireceği ölçüt DİBS alış işlemlerinde, faiz oranlarının piyasa koşullarını yansıtması amacıyla, ihale yöntemini tercih edeceğini, bir günde gerçekleştirilebilecek toplam DİBS alım miktarı piyasa yapıcısı bankalara tanınan ve yüzde 10'luk toplam likidite imkanının yarısı olan toplam DİBS satış imkanının en fazla yüzde 20'si kadar olabileceğini piyasalara açıklamıştır.

TCMB’ce gerçekleştirilecek açık piyasa işlemlerine taraf olmak isteyen kuruluşlar aşağıdaki koşulları yerine getirmiş olmaları gerekmektedir.

**Bankalar:**

i. TCMB bünyesinde faaliyet gösteren Bankalararası Para Piyasasına taahhütname imzalanarak taraf olunması,

ii. TCMB İstanbul Şubesi nezdinde Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) Serbest Depo Taahhünamesi’ni imzalayarak DİBS Serbest Deposu tesis ettirilmesi ya da Elektronik Menkul Kıymet Transferi (EMKT) sistemine üye olunması,

iii. “Açık Piyasa İşlemleri Çerçeve Sözleşmesi”nin imzalanarak iki kopya halinde Merkez Bankasına ibrazı ile bu kopyalardan birinin Merkez Bankası yetkililerince imzalanarak bankaya iade edilmiş olması,

iv. Banka tanıtım formunun düzenlenerek Açık Piyasa İşlemleri Müdürlüğüne tevdi edilmiş olması.

**Aracı Kurumlar:**

i. Sermaye Piyasası Kanunu’nun 30. maddesinde sayılan sermaye piyasası faaliyetlerinden;

- Halka arza aracılık,
- Alım-satıma aracılık,
- Portföy yöneticiliği,
- Yatırım danışmanlığı,
- Menkul kıymetlerin geri alım veya satım taahhüdü ile alım-satımı faaliyeti (repo ve ters repo işlemleri),

konularında Sermaye Piyasası Kurulundan (SPK) yetki belgesi almış olmaları ve bunu tevsik etmeleri,

ii. Ödenmiş sermayelerinin asgari 6 trilyon Türk lirası olması, daha sonra da TCMB’ce belirlenecek asgari sermaye tutarına yükseltmeleri,

iii. TCMB nezdindeki Devlet İç Borçlanma Senetleri Bloke Deposunda Resmi Gazete fiyatları ile değerlendirilmiş, ödenmiş sermayelerinin en az % 10’unu karşılayacak tutarda DİBS bulundurmaları,

iv. TCMB’ce teknik bilgi, donanım ve yönetim kalitesi açısından yeterli bulunmaları,

v. “Açık Piyasa İşlemleri Çerçeve Sözleşmesi”nin imzalanarak iki kopya halinde TCMB’ye ibrazı ile bu kopyalardan birinin TCMB yetkililerince imzalanarak aracı kuruma iade edilmiş olması,

vi. Aracı kurum tanıtım formunun düzenlenerek TCMB’ye tevdi edilmiş olması.

Bu çerçevede, birkaçı dışında bankaların büyük çoğunluğu ve 8 aracı kurum açık piyasa işlemi yapmaya yetkili durumdadır.

Diğer yandan, Açık piyasa işlemleri yapmaya yetkili kuruluşlar, TCMB ile repo işlemi yapabilmek için açık piyasa işlemleri teminatı bulundurmakla yükümlüdürler. TCMB ters repo işlemleri için de önceden ilan etmek kaydıyla teminat isteyebilir.

### **3.2.10.4.2.1.2. Para Piyasaları Müdürlüğü**

Para Piyasaları Müdürlüğü bünyesinde faaliyette bulunan Bankalararası Para Piyasası;

- para politikası çerçevesinde, bankalararası rezerv hareketlerini teşvik etmek, bankacılık sistemi kaynaklarının daha verimli kullanımı ile likiditenin bankalar arasında rasyonel dağılımını ve para piyasası faizlerinin piyasa koşullarında oluşumunu sağlamak amacıyla, TCMB tarafından belirlenen koşulları yerine getirmek suretiyle piyasaya katılan bankaların işlemlerine aracılık ederek, kısa dönemli nakit fazlası olan bankaların, kısa dönemli nakit ihtiyacı olan bankalara borç vermesini sağlamak,

- piyasadaki likidite düzeyini ayarlamak amacı ile TCMB nam ve hesabına bankalara borç vermek ya da bankalardan borç almak amacıyla, 2 Nisan 1986 tarihinde kurulmuştur.

Söz konusu piyasada bankalar kendilerine tanınan limitler çerçevesinde, önceden belirlenen vadelerde TL alım-satım işlemi gerçekleştirmekte, TCMB bu piyasada aracı konumunu üstlenmekte (blind broker) ve alım-satımı gerçekleştiren bankalar birbirlerini bilmeden TCMB üzerinden (TCMB'yi taraf kabul ederek) işlemlerini gerçekleştirmekteydiler.

Ancak;

- TCMB'nin bu piyasanın oluşturulduğu dönemdeki özel şartlar nedeniyle tarafların kredi risklerini üstlenerek işlemlere aracılık etmesinin piyasanın derinliğini artırmaya ilave bir fayda sağlamadığı gibi, risk algılamalarının tam olarak yansıtılmadığı fiyatlama mekanizmalarının doğmasına neden olması,

- Piyasa katılımcılarının kendi aralarında gerçekleştirdiği işlemlerin zaman zaman TCMB'nin taraf olduğu işlemler olarak algılanması, bunun da para politikaları hakkında piyasalara yanlış yada karışık mesaj verilmesine neden olabilmesi,

- Finansal piyasalarda görülen iyileşme,

- Bankacılık sektörünün yeniden yapılandırma ve kuvvetlendirme sürecine girmesi,

- piyasa koşullarının uygun olması,

nedeniyle TCMB'nin Bankalararası Para Piyasası'ndaki aracılık işlemlerinden aşamalı olarak çekilmesi kararlaştırılmıştır. 01 Temmuz 2002 tarihinde başlayan TCMB'nin Bankalararası Para Piyasası'ndaki aracılık işlemlerinden aşamalı çekilme süreci, 02 Aralık 2002 tarihinde tamamlanmıştır.

Mevcut durumda, bankalar TCMB'nin likidite sterilizasyonu amacı ile ilan ettiği alış, likidite sağlamak amacıyla ilan ettiği satış kotasyonlarından

limitleri dahilinde işlem yapabilmektedirler. Bir başka ifadeyle, TCMB bu piyasada uygulanan para politikası çerçevesinde piyasadaki TL borçlanarak veya piyasaya TL borç vererek bir çeşit açık piyasa işlemi gerçekleştirmektedir.

Para Politikası uygulamasında önemli bir fonksiyona sahip olan bu piyasada, TCMB doğrudan faiz belirleyerek kısa vadeli faizleri yönlendirebilmekte ve son kredi mercii fonksiyonunu yerine getirmektedir.

Para Piyasaları Müdürlüğü'ndeki işlemlere ilişkin temel bilgiler aşağıdadır (TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü Para Piyasaları Müdürlüğü Bankalararası Para Piyasası Uygulama Talimatı, Şubat 2000):

- **Gün İçi Limit (GİL) İmkanı:** Bu piyasada TCMB, ödemeler sisteminin sağlıklı çalışması amacıyla bankalara GİL imkanı tanımaktadır. Gün içinde likidite ihtiyacı olan bankalar, gün sonuna kadar ödemek üzere, faiz ödemediği limitleri dahilinde TCMB'den borçlanabilirler. GİL işlemlerinde TCMB herhangi bir faiz talep etmemekle birlikte, anaparanın milyonda 48'i oranında komisyon almaktadır.

- **TL Depo İşlemleri:** TCMB bu piyasa aracılığı ile gecelik faiz oranlarının enflasyon hedefi ile uyumlu olarak belirlenen bir bant içinde dalgalanmasını, faizlerin bu bandın dışına çıkmamasını sağlar. Eğer faizler TCMB'nin borç verme (satış) kotasyonuna yükselirse, TCMB bankalara limitleri dahilinde borç verir ve faizlerin daha fazla yükselmesini engeller, faizler TCMB'nin borç alma (alış) kotasyonuna düşerse, TCMB piyasadaki borçlanarak fazla likiditeyi çeker ve faizlerin daha fazla düşmesini engeller. **Dolayısıyla, TL depo işlemleri, açık piyasa işlemleri çerçevesinde bir tür likidite kontrol aracıdır ve aktif olarak gecelik faizlerin aşırı dalgalanmasının önüne geçilmesi amacı ile kullanılır.**

TCMB, gecelik vadenin yanında piyasadaki fazla likiditenin daha uzun vadelerde de çekilmesi amacıyla bir haftalık (7 günlük) vadede borçlanma faizi ilan etmektedir. Ancak, TCMB, piyasadaki likiditenin daralması halinde 7 günlük işlemlerden çekileceğini açıklamıştır. TCMB, Türk lirası depo işlemlerini faizler için alt ve üst sınır belirlemenin yanında piyasadaki fazla likiditenin çekilmesi amacıyla da aktif olarak kullanmaktadır. TCMB, likidite fazlasını daha uzun

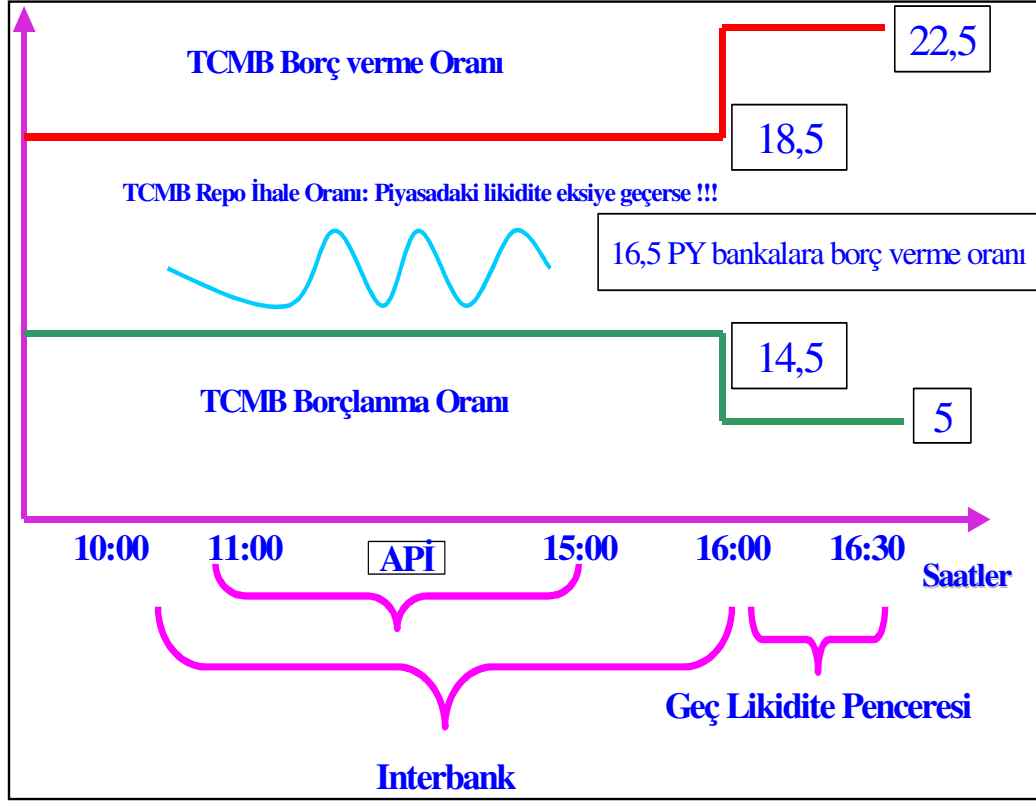
vadeli işlemlerle aktif olarak çekmek, fazla likiditenin gecelik vadede yoğunlaşmasını önlemek amacıyla gerek gördüğü zaman 2 ve 4 haftalık TL depo alım ihaleleri de gerçekleştirmektedir.

- **“Borç Veren Son Mercii” Fonksiyonu:** TCMB, “borç veren son mercii” işlevini Bankalararası Para Piyasası’nda gerçekleştirmektedir. Likidite ihtiyacını gün içinde karşılayamayan bankalar, saat 16:00-16:30 arasında limitsiz olarak, ancak teminat karşılığında TCMB’den TCMB’nin ilan ettiği geç likidite penceresi satış kotasyonundan borç alabilmekte ya da fazla likiditelerini TCMB’ye TCMB’nin alış kotasyonundan borç verebilmektedirler. Ancak, diğer merkez bankaları uygulamalarına paralel olarak geç likidite penceresi alış-satış kotasyonları, gün içinde ilan edilen borç verme faiz oranından daha yüksek, borç alma faiz oranından ise daha düşüktür.

Bu piyasada borçlanan bankalar borçlanmaları karşılığında teminat yatırmak zorundadır.

Teminatların değeri, standart açık piyasa işlemlerinde olduğu gibi, teminat olarak getirilen kıymetin türü ve vadesine bağlı olarak değişmekle birlikte, borçlanma tutarından yaklaşık % 10 - % 30 daha fazladır ve bankalar, piyasa koşullarına göre teminat olarak bulundurdıkları kıymetlerin değerlerindeki değişiklikler nedeniyle günlük bazda ilave teminat ihtiyacı ortaya çıkarsa, söz konusu ilave teminatı getirmekle yükümlüdürler.

TCMB, 2005 yılı ve sonrasına ilişkin likidite yönetimi stratejisini ve para politikası araçlarının kullanımını likidite durumundaki gelişmelere bağlı olarak önceden açıklamıştır. TCMB’nin likidite yönetimi stratejisi ve uyguladığı para politikası araçlarının faiz oranları aşağıdaki Grafik 3.4.’te görülmektedir:



**Grafik 3.4 : TCMB Faiz Oranları: Asıl Politika Aracı**

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sitesi, <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>

TCMB örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde, temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanmaya devam edecektir. Bilindiği üzere, 07 Mayıs 2001 tarihli TCMB Basın Duyurusu'nda (sayı: 2001/17) açıklandığı gibi, TCMB nezdindeki piyasalar saat 10:00'da ve İMKB nezdindeki pazarlar ise saat 09:30'da açılmaktadır. TCMB çeşitli piyasalar nezdindeki işlemlerinde yeknesaklık sağlamak amacıyla, gerekli görülen günlerde İMKB Tahvil ve Bono Piyasası Müdürlüğü nezdindeki Repo-Ters Repo Pazarı ve Kesin Alım-Kesin Satım Pazarı'nda TCMB API Müdürlüğüne saat 10:00'dan itibaren işlemlere taraf olunmaktadır. Diğer yandan, 20 Aralık 2004 tarihli "2005 Yılında Para ve Kur Politikası" başlıklı basın duyurusunda (sayı: 2004-59) TCMB piyasalarının işleyişleri hakkındaki temel likidite yönetim stratejisi aşağıda özetlenmiştir. Yukarıdaki grafikten görüldüğü üzere, TCMB, likidite yönetimini asıl olarak API'de 1 haftalık geleneksel repo ihaleleri ile gerçekleştirmeye başlamıştır. Bunun için, saat 10:00'da o gün gerçekleştirilecek repo ihale miktarını Reuters sisteminin CBTF sayfasında ilan etmektedir. 10:00 – 11:00 saatleri arasında

ihale teklifleri eft aracılığıyla alınmakta ve en geç 11:30'da Reuters CBTG sayfasında ilan etmektedir. Gün içinde likiditenin öngörülme yen nedenlerle aşırı azalması ve bunu da para piyasası faiz oranları üzerinde aşırı baskı yaratması halinde, TCMB gerek görürse saat 11:00'de gerçekleştirdiği olağan repo ihalesine ilave olarak daha sonra piyasa saatleri içinde "Gün İçi Repo" ihalesi de açabilecektir. TCMB, bünyesindeki Bankalararası Para Piyasası'nda 10:00 – 12:00 ve 13:00 – 16:00 saatleri arasında gecelik vadede borçlanma ve borç verme faiz oranları ilan etmektedir. Gün içinde likiditenin sıkışması halinde bankalar limitleri ile sınırlı olmak üzere TCMB borç verme faiz oranından borçlanabilecekler, likiditenin artması sonucu faizlerin düşmesi halinde ise limitsiz olarak TCMB borçlanma faiz oranından TCMB'ye TL depo yapabilmektedirler. TCMB, saat 16:00 – 16:30 arasındaki Geç Likidite Penceresi uygulamasına devam etmekte, bankalar söz konusu saatler arasında TCMB'den teminat karşılığında olmak üzere limitsiz olarak borçlanabilecek ya da TCMB'ye borç verebilmektedirler. TCMB'nin piyasa yapıcısı bankalara saat 10:00 – 16:00 saatler arasında, gecelik ve bir haftalık vadelerde kotasyon yoluyla repo imkanı tanımakta ve/veya Hazine'nin belirlediği benchmark kağıtları ihale yada kotasyon yollarıyla doğrudan alım yapabilmektedir.

Kur politikası çerçevesinde yapılan döviz alım ihalelerinin numarası saat 13:30'da Reuters sisteminin CBTQ sayfasında ilan edilmekte, kuruluşlar ihale tekliflerini saat 13:30-14:00 arasında verebilmektedirler. İhale sonuçları Reuters sisteminin CBTQ sayfasında ilan edildikten sonra kuruluşlar saat 14:30'a kadar opsiyon haklarını kullanabilmektedirler. Ertesi gün için geçerli olan TCMB gösterge kurları da saat 15:30'da piyasaya ilan edilmektedir.

#### **3.2.10.4.2.2. Reeskont Kredileri**

TCMB'de reeskont ve avans kredisi uygulaması **Krediler Müdürlüğü** tarafından gerçekleştirilmektedir. Para politikası hedefleri çerçevesinde, Banka Meclisi'nce belirlenecek esas ve şartlar dahilinde bankalar tarafından verilecek ticari senet ve vesikaları reeskonta veya avansa kabul etmek, reeskont ve avans faiz oranlarının tespiti aşamasında gerekli çalışmaları yaparak Banka Meclisi'ne sunmak Krediler Müdürlüğü'nün görev alanında bulunmaktadır.



Reeskont ve avans kredilerine ilişkin yetki TCMB Yasası'nın 45. Maddesi'nde düzenlenmiştir.

**“Senet ve vesikaların reeskonta ve avansa kabulü**

**Madde 45- (25.4.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli)**

Banka, muteber saydığı asgari üç imzayı taşımak ve vadelerine en çok 120 gün kalmış olmak şartıyla ve kendi belirleyeceği esaslar dahilinde bankalar tarafından verilecek ticari senet ve vesikaları reeskonta kabul edebilir. Reeskonta kabul edilecek ticari senet türleri ve diğer koşullar Bankaca belirlenir. Bu madde gereğince verilecek kredilerin en yüksek sınırı ve kredi türlerine göre limitleri, para politikası ilkeleri göz önünde tutulmak suretiyle Bankaca belirlenir.

Banka reeskonta kabul edebileceği senetler karşılığında avans da verebilir.”

Bu kapsamda, TCMB ihracatın desteklenmesi amacıyla, ihracatçılara Türk Eximbank ve ticari bankalar aracılığı ile ihracat reeskont kredisi kullandırmaktadır.

Diğer taraftan TCMB Yasasının Madde 40- (25.04.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli) l.b):

“Banka, 4389 sayılı Bankalar Kanununun 15 inci maddesinin (5) numaralı fıkrasının (b) bendi uyarınca, olağanüstü hallerde ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonunun kaynaklarının ihtiyacı karşılamaması durumunda Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumunun talebi üzerine bu Fona avans vermeye yetkilidir. Verilen avansın vadesi, tutarı, geri ödeme şekil ve şartları ile uygulanacak faiz oranı ve diğer hususlar Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumunun görüşü alınarak Bankaca belirlenir.” hükmüne göre TMSF'ye,

Madde 40- (25.04.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli) l.c):

“Bankaca, banka sisteminde belirsizlik ve güvensizlik oluşması ve fon çekilişlerinin hızlanması halinde, haklarında belirsizlik ve güvensizlik oluşan bankalara, şartları Banka tarafından kararlaştırılmak üzere, fon çekilişlerini karşılayacak miktarda kredi verilebilir. Bu hüküm gereğince kendisine kredi verilen bankaların iflası halinde Banka, verilen kredi miktarı ve faizi için iflas masasına imtiyazlı alacaklı sıfatıyla iştirak eder.” hükmüne göre de bankalara, kredi verebilmektedir.

Ancak, reeskont kredileri 1990’lı yılların ortalarından itibaren, açık piyasa işlemlerinin iyice oturmasından sonra, artık aktif olarak kullanılmamaktadır. Dolayısıyla, TCMB Yasası’nda olsa da artık Türkiye için reeskont penceresi uygulamasını standart bir para politikası aracı olarak adlandırmak fiilen mümkün gözükmemektedir.

#### **3.2.10.4.2.3. Zorunlu Karşılıklar**

Zorunlu karşılıklara ilişkin yetki TCMB Yasası’nın 40. Maddesi’nde düzenlenmiştir. Buna göre;

#### **“Para - kredi konusunda Banka’nın görev ve yetkileri**

#### **Madde 40- (25.4.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen şekli)**

II- Bankalar, özel finans kurumları ve elektronik ödeme araçlarını çıkaran kuruluşlar da dahil olmak üzere Bankaca uygun görülecek diğer mali kurumların yükümlülükleri esas alınarak, Banka nezdinde açılacak bir hesapta nakden tesis edilecek zorunlu karşılıkların oranı, zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin kapsamı, tesis süresi, bu yükümlülükler için tesis edilen karşılıklara gerektiğinde ödenecek faiz oranı ve mevduat veya katılma hesaplarından olağanüstü çekilişlerde yapılacak işlemler de dahil olmak üzere uygulamaya yönelik her türlü usul ve esaslar Bankaca belirlenir.

Yukarıda belirtilen kuruluşların taahhütlerine karşı bulunduracakları umumi dispoñibilitenin nitelik ve oranı gerektiğinde Bankaca tespit edilir.

Zorunlu karşılıklar hiçbir amaç ve konunun finansmanı için kullanılamaz, temlik ve haciz edilemez.

Banka, zorunlu karşılıkları ve umumi disponibilyeyi süresinde tesis etmeyen veya eksik tesis edenlere, eksik kısım üzerinden belirleyeceği usul ve esaslara göre cezai faiz tahakkuk ettirir. Tahakkuk ettirilen cezai faiz alacakları, 6183 sayılı Amme Alacaklarının Tahsil Usulü Hakkında Kanun hükümleri gereğince tahsil edilir. Tahsil edilen cezai faizler Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonuna gelir kaydedilir.”

TCMB, dünyadaki genel eğilime paralel olarak, zorunlu karşılık oranlarını son yıllarda aşamalı olarak düşürmüş ve Ağustos 2001’den başlayarak da zorunlu karşılıklara faiz ödemeye başlamıştır. Zorunlu karşılıklara ödenen faiz oranı, günümüzde piyasa faiz oranlarının yaklaşık % 75’i civarında standartlaştırılmıştır. Bu çerçevede, TCMB’nin zorunlu karşılık oranlarını aktif bir para politikası aracı olarak kullanmadığı, piyasadaki fazla likiditenin azalmasına paralel olarak aşamalı olarak daha da düşürülebileceği söylenebilir.

Mevcut zorunlu karşılık uygulamasının genel çerçevesi ve mevcut oranlar aşağıdadır (Tablo 3.29.).

#### **Türk lirası cinsi zorunlu karşılıklar:**

- TL Yüklümlülüklerinin % 6’sı ( repo, interbank yüklümlülükleri vb. hariç) ;
  - en az % 3’ü bloke hesapta
  - en fazla % 3’ü serbest mevduatta nakit TL olarak tutulur.
  - Serbest mevduatta tutulan kısım 2 haftalık dönemin ortalaması olarak hesaplanır. Dönem Cuma günü başlar ve perşembe günü biter.
  - Zorunlu karşılık tutarları 2 hafta önceki bilançooya göre hesaplanır.

TCMB, 20 Aralık 2004 tarihli basın duyurusunda, piyasada likidite sıkışıklığının baş göstermesi halinde, bankaların likidite yönetimlerinin

kolaylaştırılması amacıyla, Türk lirası cinsi zorunlu karşılıkların tamamının serbest mevduatlarda haftalık olarak tutulmasını sağlayacağını açıklamıştır.

**Türk lirası cinsi disponibilite:**

- TL Yükümlülüklerinin % 4'ü ( repo, interbank yükümlülükleri vb. hariç) ;
- 2 haftalık ortalama olarak tutulur.
- DİBS'ler disponibil değer sayılır.

**Döviz cinsi zorunlu karşılıklar:**

- FX Yükümlülüklerinin % 11'i (interbank yükümlülükleri vb. hariç) ;
  - en az % 8'i bloke hesapta
  - en fazla % 3'ü serbest mevduatta tutulur.
- Serbest mevduatta tutulan kısım 2 haftalık dönemin ortalaması olarak hesaplanır. Dönem Cuma günü başlar, Perşembe günü biter.
- 2 hafta önceki bilançooya göre hesaplanır.
- Piyasa faizlerine endeksli ancak daha düşük faiz ödenir.

**Döviz cinsi disponibilite:**

- FX Yükümlülüklerinin % 1'i (interbank yükümlülükleri vb. hariç) ;
- 2 haftalık ortalama olarak tutulur.
- DİBS'ler disponibil değer sayılır.

**TABLO 3.29. ZORUNLU KARŞILIK VE DİSPONİBİLİTE ORANLARI (%)**

Zorunlu Karşılık ve Disponibilite Oranları (%)				
		Bloke	Ort.Ser.Mev.	Toplam
TL	Zorunlu Karşılıklar	3	3	6
Yükümlülükler	Disponibilite		4	4
FX	Zorunlu Karşılıklar	8	3	11
Yükümlülükler	Disponibilite		1	1

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sitesi, <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### SONUÇ VE ÖNERİLER

Bu çalışmada, dünyada ve Türkiye’de merkez bankacılığının doğuşunu, merkez bankacılığı anlayışındaki gelişmeleri ve bu çerçevede para politikası uygulamaları ile para politikası araçlarının kullanımını tarihsel süreçte incelemeye çalıştık.

Dünyadaki merkez bankacılığı sürecini incelediğimizde, özellikle 1970’li yıllardan sonra, merkez bankalarının amaç fonksiyonlarında fiyat istikrarının en temel ve bir çok ülkede tek değişken olmaya başladığını, para politikası araçlarında da doğrudan kontrollere dayalı araçlardan, piyasa bazlı dolaylı araçlara geçiş olduğunu görmekteyiz. 1990’lı yıllardan itibaren ise artık doğrudan para politikası araçlarına günümüz modern merkez bankacılığında rastlanmadığını görmekteyiz.

Türkiye’deki merkez bankacılığı da aslında dünyadaki genel eğilimlere paralel bir seyir izlemiştir. Türkiye’de kuruluş yılları olan 1930’lu yıllarda çok sert ve tavizsiz bir merkez bankacılığı anlayışının hüküm sürdüğünü, Hazine’ye kredi sağlama fonksiyonunun olmadığını, fiyat istikrarı konusunda ciddi olarak durulduğunu tespit etmekteyiz. Bu anlayışın savaş yıllarını içeren 1940’lı yıllarda da devam ettiğini, merkez bankası kaynaklarının bütçe açıkları finansmanı için mümkün olduğunca az kullanıldığını ileri sürebilmekteyiz.

Ancak, Türkiye’de merkez bankacılığı 1950’li yıllardan itibaren hızla deformasyona uğramış, TCMB fiyat istikrarına odaklanamamış, TCMB kaynakları kamu açıklarının finansman kaynağı olmaya başlamıştır. 1950 – 2000 dönemine Türkiye’nin genel makroekonomik verileri, istikrarı ile merkez bankacılığı anlayışındaki değişimlere bir bütün olarak baktığımızda, merkez

bankacılığı ve uygulamaları açısından aşağıdaki genellemelerde bulunmak çok da yanlış olmayacaktır:

- (i) Türkiye her 10 yılın ilk dönemine, bozulan ekonomik dengeleri yeniden kurmak amacıyla yeni bir ekonomik programla başlamıştır. Örnek olarak, Türkiye 1960, 1970 ve 1980'li yıllara iddialı istikrar programları ile başlamış, 1990'lı yıllara da yine enflasyonu düşürmeye odaklı ve kamuoyu ile paylaşılan bir para programı ile giriş yapmıştır.
- (ii) İstikrar programlarının ilk yıllarında, merkez bankası kaynaklarını mümkün olduğunca az kullanmaya çalışmış, TCMB para politikalarının etkinliği artırılmaya özen gösterilmiştir.
- (iii) Ancak, her 10 yılın ikinci döneminde, bütçe açıklarının finansmanında TCMB kaynakları daha fazla kullanılmaya başlanmış, ancak enflasyon artmış, ortalama büyüme genellikle düşmüş, ödemeler dengesi sorunu ortaya çıkmıştır.
- (iv) Her 10 yılın sonunda yeni bir ekonomik istikrar programı devreye sokulmaya çalışılmış, sorunların başında TCMB kaynaklarının bütçe açıklarının finansmanında kullanılması geldiğinden, yeni döneme merkez bankacılığı anlayışında değişikliklerle başlanmıştır.

Nitekim, Türkiye'de merkez bankacılığı açısından 1960, 1970, 1980, 1987, 1994 ve 2001 yılları ön plana çıkan, dönüm noktaları olan yıllar olmuştur. 1960'ta Hazine'ye kısa vadeli avans imkanı kısıtlanmış, 1970'te TCMB Kanunu değiştirilmiş, zorunlu karşılık uygulaması gibi para politikası araçlarının kullanımı TCMB'ye bırakılmış, 1980'de kur politikası uygulaması ve faiz oranlarının tespiti TCMB'ye bırakılmış, 1987'de dolaylı para politikası araçlarının kullanımını teminen TCMB bünyesinde piyasalar oluşturulmuş, 1994 krizi sonrasında Hazine'nin TCMB'den kısa vadeli avans kullanımı

aşamalı olarak kısıtlanmış ve en son olarak da 2001 yılındaki TCMB yasa değişiklikleri ile TCMB – Kamu kredi ilişkisine son verilmiş, TCMB tam olarak araç bağımsızlığına kavuşturulmuştur.

Dolayısıyla bu çalışmada Türkiye'nin uzun dönemdeki ekonomik sorunlarının temelinde bütçe açıklarını, bütçe açıklarının TCMB kaynaklarının kullanılarak finansmanını görmekteyiz. Para politikasının başarısı öncelikle merkez bankalarının kendi bilançolarını kontrol kabiliyetine ve para politikasının kontrolünde olmayan bütçe politikalarına ve yapısal sorunların (ekonomik reformların) çözümüne bağlıdır. Merkez bankalarının kendi bilançolarını kontrolü ancak merkez bankası – kamu sektörü kredi ilişkisinin kesilmesi ile mümkündür. Böylece, merkez bankaları araç bağımsızlığına kavuşur, para politikalarını etkili bir şekilde yürütebilirler. Ancak, 1990'lı yıllar, TCMB – Kamu kredi ilişkisinin kontrol altına alınmasına rağmen, bütçe disiplini sağlanamadıkça, bağımsız ve etkili bir para politikasının sürdürülemeyeceğini, sonuçta genel ekonomik sorunların merkez bankası para politikası kararlarını ve etkinliğini sınırlandıracağını göstermektedir.

Bu amaçla, Kamu kesimi açığının finansmanında, TCMB'nin oranını ve etkinliğini azaltabilmek için, tarımsal kredilerin bir bölümü 1980 ve 1990'lı yıllarda tasfiye edilmiştir. Ayrıca, TCMB 1984 yılından itibaren reeskont kredilerini kısımaya başlamış, 01 Ocak 1990 tarihinden itibaren de bankacılık sektörüne geçici likidite ihtiyaçlarının çözümü için genel kısa vadeli reeskont penceresi sistemini devreye sokmuş ve orta - uzun vadeli reeskont kredisi tahsisine son vermiştir.

Diğer yandan Türkiye her 10 yılda olduğu gibi 2000'li yıllara da yine çok iddialı bir istikrar programı ile başlamıştır. Her ne kadar 2000 yılı istikrar programı 22 Şubat 2001 tarihinde başarısızlıkla sonuçlansa da, 200 yılından itibaren yapısal alanda çok önemli değişiklikler ve ilerlemeler gerçekleştirilmiştir. Bu değişiklik ve ilerlemelerden birisi de TCMB Yasasının yeniden düzenlenmesidir. Türkiye'nin AB'ye uyum çalışmaları çerçevesinde ise, 2000 yılında TCMB nezdinde de başlatılan mevzuat çalışmaları kriz sonrası hızla ilerlemiş, önemli başarılar elde edilmiştir. Bu amaca uygun olarak, 1211 Sayılı TCMB Kanunu'nda Değişiklik Yapılmasına Dair



25.04.2001 Tarihli ve 4651 Sayılı Kanun ile getirilen yenilikler sonucunda TCMB'nin amaç bağımlılığının yanında genel anlamda araç bağımsızlığı da sağlanmıştır. Uyuma yönelik yapılması gereken düzenlemelerin bir bölümü ise, içerikleri gereği ancak Avrupa Parasal Birliği'ne üyelikten hemen önce gerçekleştirilebilir nitelik göstermektedir.

Bunların yanısıra, 2002 – 2004 dönemi, bütçe disiplini ve yapısal reform süreci ile desteklendiğinde, araç bağımsızlığına kavuşmuş bir TCMB'nin fiyat istikrarında ve etkin para politikalarında ne kadar başarılı olabileceğini göstermektedir.

Sonuç olarak, günümüzde TCMB modern merkez bankacılığı ile uyumlu yasal düzenlemelerle, para politikası araçlarına ve araç bağımsızlığına sahip hale gelmiştir. Diğer yandan, günümüz ekonomisinde dolaylı para politikası araçlarının kullanılabilmesinin ve dolayısıyla para politikasının etkin olarak yürütülmesinin ön şartlarından ilk ikisi mali baskınlığın bulunmaması ve merkez bankalarının bilançolarına hakim olabilmesiyse, üçüncüsü de etkin çalışan bir para piyasasının bulunmasıdır. Türkiye'de para piyasaları TCMB'nin 1987'den bu yana katkıları ile birlikte gerek teknik alt yapı ve gerekse işleyiş açısından gelişmiş ülkelerle karşılaştırılabilir düzeydedir. Bu nedenle, güvenli bir şekilde Türkiye'deki finansal alt yapının, modern dolaylı para politikası araçlarının etkin olarak kullanımına uygun olduğunu söyleyebiliriz. Ayrıca, TCMB'nin para politikası araçları ve likidite yönetiminin gelişmiş ülke uygulamaları ile aynı teknik özelliklere sahip olduğunu görmekteyiz. Bu çerçevede, geçmişte olduğu gibi gelecekte de makroekonomik istikrar ve para politikalarının başarısı bütçe disiplinine ve yapısal reform sürecine bağlı olacaktır. Bu nedenle, siyasi otoritelerin Türkiye'deki merkez bankacılığının geçmişte yaşadığı olumsuz tecrübeleri her zaman göz önünde bulundurması faydalı olacaktır.

## KAYNAKÇA

- Abaan, E. D. (Mayıs 1992). 1984'den 1991'e Türkiye Ekonomisi: Gözlem ve Bir Öneri. TCMB Araştırma Planlama ve Eğitim Müdürlüğü, Tartışma Tebliği.
- Abaan, E. D. (1997). Para: Teorik Bir Tarama ve Tartışma. Ankara: TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Yayın No. 97/3.
- Abaç, S. (1980). Para Teorisinde Faiz Oranları ve Türkiye'deki Uygulama. İstanbul: İTÜ.
- Acar, Y. (1991). Tarihsel Açıdan Türkiye Ekonomisi ve İzlenen İktisadi Politikalar. Bursa: Bursa Uludağ Üniversitesi İşletme İktisadi ve Muhasebe Araştırma ve Uygulama Merkezi, 45.
- Açba, S. (1995). Osmanlı Devletinin Dış Borçlanması. Afyon: Afyon Kocatepe Üniversitesi Yayınları, No. 1.
- Ada, Z. (1992). Faiz Politikası ve Türk Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri. Ankara: DPT Uzmanlık Tezi, Yayın No. DPT. 2281 – İPGM. 429.
- Akbank. (1980). Cumhuriyet Dönemi Türkiye Ekonomisi: 1923-1978. İstanbul: Apa Ofset Basımevi.
- Akçay, M. A. (1997). Para Politikası Araçları, Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar. Erişim: 09 Nisan 2002, <http://www.ekutup.dpt.gov.tr/para/akcayma//politika.pdf>.
- Akdiş, M. (1995). Faiz Politikalarının Enflasyon Üzerindeki Etkileri ve Türkiye. Ankara: YİMDER Yayını.
- Akdiş, M. (1996). Para Politikalarının Ekonomik İstikrar Üzerindeki Etkinliği ve Türkiye. Afyon: Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yayınları, No. 2.
- Akdiş, M. (2001). Para Teorisi ve Politikası. İstanbul: Beta Basım.
- Akhtar, M. A. (1997). Understanding Open Market Operations. New York: Public Information Department, Federal Reserve Bank of New York.
- Aktan, C. C., Utkulu, U. ve Togay, S. (1998). Nasıl Bir Para Sistemi?. İstanbul: İMKB Yayını.

- Aktan, C. C. (2001). Kamu Ekonomisi ve Kamu Maliyesi. İzmir: Anadolu Matbaacılık.
- Akyüz, Y. (March, 1993). Financial Liberalization. UNCTAD, Discussion Papers, No. 56.
- Akyüz, Y. ve Boratav, K. (7-9 December 2001). The Making of the Turkish Financial Crisis. *Paper prepared for Conference on Financialization of the Global Economy*, University of Massachusetts.
- Alexander, W. E., Balino, T. J. T. ve Enoch, C. (1995). The Adoption of Indirect Instruments of Monetary Policy. Washington DC: IMF Occasional Paper 126.
- Alper, C. E. (2001). The Turkish Liquidity Crisis of 2000: What Went Wrong?. *Russian and East European Finance and Trade* 37 (6).
- Altınkemer, M., Bayazıtöğlü, Y., Ersel, H., İskenderoğlu, L. ve Ovalıoğlu, A. (1990). Merkez Bankası Bilançosu, Parasal Büyüklükler ve Aralarındaki İlişkiler. Ankara: TCMB Birinci Üç Aylık Bülten.
- Amanvermez, Y. ve Yıldırım, Z. (Mayıs-Haziran 1978). Türkiye’de Fiyat Kontrolü, Yasal Dayanak, Uygulama ve Alınması Gereken Önlemler. *Maliye Dergisi*, Sayı 3.
- Aren, S. (2000). Para ve Para Politikası. İstanbul: Gerçek Yayınevi.
- Aruoba, Ç. Ve Alpar, C. (Ed.). (1992). Sektörel Gelişmeler. Ankara: Türkiye Ekonomi Kurumu.
- Artun, T. (1975). Dövizle Çevrilebilir Türk lirası Mevduat Hesapları. *Maliye Dergisi*, Sayı 16.
- Artun, T. (1983). Uluslararası Bankacılık Bunalımı ve Türkiye’de “Serbest” Faiz Politikası. (Birinci basım). Ankara: Tekin Yayınevi.
- Aşıkoğlu, Y. and Uçtım, M. (1992). A Critical Evaluation of Exchange Rate Policy In Turkey. Washington D.C.: World Development Review, Vol. 20.
- Aşırım, O. (Mayıs 1993). Para Politikasının Etkili ve Etkisiz Olduğu Durumlar. TCMB Araştırma Planlama ve Eğitim Müdürlüğü, Tartışma Tebliği, No. 9305.
- Ataman, S. (Mayıs-Haziran 1978). TCMB Kredilerinin Dağılımı: 1963-1976. *Maliye Dergisi*, Sayı 33.
- Axilrod, S. H. (December 1995). Transformation of Markets and Policy Instruments for Open Market Operations. Washington: IMF Working Paper, Monetary and Exchange Affairs Department.

- Axilrod, S. H. (1998). Transformation to Open Market Operations, Developing Economies and Emerging Markets. Washington, D.C.: IMF Economic Issues.
- Balino, T. J. T. (1-12 July 1985). Instruments of Monetary policy: Technical Aspects. IMF Seminar on Central Banking.
- Berg, A. ve Borensztein, E. (February 2000). The Choice of Exchange Rate Regime and Monetary Target in Highly Dollarized Economies. IMF Working Paper/00/29, IMF Research Department.
- Bernanke, B. S. ve Getler, M. (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. NBER Working Paper, No. 5146.
- Bernanke, B. S., Laubach, T., Mishkin, F. S. ve Posen, A. S. (2001). Inflation Targeting, Lessons From The International Experience. Princeton: Princeton University Press.
- Binay, Ş. ve Kunter, K. (Ocak 1999). Türkiye'de Mali Liberalleşmede Merkez Bankası'nın Rolü 1980-1997. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*.
- Berument, H. (2005). Measuring Monetary Policy for A Small Open Economy: Turkey. *Journal of Macroeconomics*.
- Bofinger, P. (2001). Monetary Policy-Goals, Institutions, Strategies and Instruments. Oxford University Press.
- Boratav, K. (Ağustos 2001). 2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri. Erişim: Ekim 2004, [http://www.bilkent.edu.tr/~yeldanbs/yazilar\\_uye/boratav\\_agu01](http://www.bilkent.edu.tr/~yeldanbs/yazilar_uye/boratav_agu01).
- Boratav, K. (2003). Türkiye İktisat Tarihi. Ankara: İmge Yayınevi.
- Büyükdenez, A. (1991). Türkiye'de Faiz Politikaları. İstanbul: Bilim ve Sanat Vakfı Yayınları, Yayın No. 1, İktisat Serisi: 1.
- Calvo, G. A. ve Carlos, A. V. (1994). Inflation Stabilization and Nominal Anchors. *Contemporary Economic Policy*, Cilt 12.
- Capie, F., Goodhart, C. and Schnadt, N. (1994). The Development Of Central Banking. London: Bank of England.
- Celasun, M. (2002). 2001 Krizi, Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme. VI. Uluslararası Ekonomi Konferansı, erc/ODTÜ, Ankara.
- Cook, T. Q. ve Laroche, R. K. (Ed). (1993). Instruments of The Money Market. (7. edition). Richmond: Federal Reserve Bank of Richmond.

- Cukierman, A. (1992). Central Bank Strategy, Credibility and Independence. Cambridge and London: The MIT Press.
- Çolak, Ö. F. (2001). Finansal Piyasalar ve Para Politikası. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Çufadar, A. ve Kasapoğlu, Ö. (2002). Merkez Bankacılığı, Para Politikası ve Para Politikası Araçları. Ankara. TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü API Müdürlüğü Hizmet İçi Eğitim Notları.
- Devellioğlu, F. (1970). Osmanlıca – Türkçe Ansiklopedik Lügat. Ankara: Doğu Matbaası.
- Dil Derneği Yayınları. (2000). Yazım Klavuzu. (Dördüncü basım). İstanbul.
- DİE. (1973). Türkiye’de Toplumsal ve Ekonomik Gelişmenin 50 Yılı. Ankara: T.C. Başbakanlık DİE Yayınları, No. 683.
- DİE. (2003). İstatistik Göstergeler 1923-2002. Ankara: T.C. Başbakanlık DİE Yayınları, No. 2790.
- DPT. (2001). Türkiye Ekonomi Politikaları Uygulamalarında Değişmeler. Ankara:T.C. Başbakanlık DPT’nin 41. Kuruluş Yıldönümü Panelinde Yapılan Konuşmalar.
- ECB. (2001). The Monetary Policy of The ECB. Frankfurt.
- ECB Press Release. (08 May 2003). The ECB’s Monetary Policy Strategy. Erişim: 27Ocak 2004, [http://www.ecb.int/press/03/pr030508\\_2en.htm](http://www.ecb.int/press/03/pr030508_2en.htm).
- Ellingsen, T. ve Söderström, U. (2001). Monetary Policy and Market Interest Rates. *American Economic Review*, Vol. 91.
- Ellingsen, T. ve Söderström, U. (2003). Why Are Long Rates Sensitive to Monetary Policy. Stockholm School of Economics, Working Paper.
- Erçel, G. (1977). Para Arzı Fonksiyonları ve Faiz Reeskont Oranı. *Maliye Dergisi*, Sayı 26.
- Erçel, G. (Ocak 1978). Türkiye’de Mevduat Munzam Karşılıkları Sistemi Uygulaması. *Maliye Dergisi*, Ocak-Şubat Sayısı.
- Erçel, G. (Mart 1978). Kredi ve Mevduat Faizleri. *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Cilt 15, Sayı 3.
- Ersel, H. (Şubat 1988). Türkiye’de Mali Piyasalardaki Bazı Yenilikler ve Para Politikası. TCMB Tartışma Tebliği, No. 88/02.
- Ersel, H. (1990). Para Politikası ve Repo İşlemleri. TCMB, Ankara.

- Ersel, H. ve Öztürk, E. (Eylül 1992). Para Politikası Uygulamaları ve Para Miktarı. TCMB Araştırma Planlama ve Eğitim Müdürlüğü, Tartışma Tebliği, No. 92/07.
- Eyüpgiller, S. (1971). Orta Vadeli Krediler. *Maliye Dergisi*, Sayı 669.
- Fischer, S. (1994). Modern Central Banking. London: Bank of England.
- Fischer, S. (November 1996). Price Stability, Financial Systems and the Role of the Central Bank. Erişim: Nisan, 2003, Lima, Central Reserve Bank of Peru, <http://www.iie.com/fischer/pdf/Fischer152.pdf>.
- Frankel, J. A. (1999). No Single Currency Regime is Right For All Countries or at All Times. NBER Working Papers No. 7338.
- Frankel, J. A. (1999). The International Financial Architecture. Brookings Institution, Policy Brief 51.
- Friday, H. S. (2001). The Conduct of Monetary Policy: Tools, Goals and Targets. Texas: Texas A&M University.
- Friedman, M. (Mart 1968). The Role of Monetary policy. *American Economic Review*, Vol. 58.
- Friedman, B. M. (Aralık 2000). Monetary Policy. Erişim: 18 Temmuz 2002, NBER Working Paper Series, Working Paper 8057, <http://www.nber.org/papers/w8057>.
- Fuhrer, J. C. (Ed). (1994). Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers. Boston: Proceeding of a Conference Held in June 1994, Conference Series No. 38, Federal Reserve Bank of Boston.
- Gehrig, B. (7 April 2000). Monetary Policy In a Changing World. The 3. Conference of Swiss Society for Financial Market Research, Swiss National Bank, BIS Review 35/2000, Zurich.
- Goodhart, C. (June 1989). The Conduct of Monetary Policy. *Economic Journal*, Vol. 99.
- Goodhart, C. (November 1994). What Should Central Banks Do? What Should Be Their Macroeconomic Objectives and Operations. *Economic Journal*.
- Goodfriend, M. (Winter 1997). Monetary Policy Comes of Age: A 20. Century Odyssey. Federal Reserve Bank Of Richmond Economic Quarterly Volume 83/1.

- Goodfriend, M. ve Hargraves, M. (March/April 1983). A Historical Assessment of The Rationales and Functions of Reserve Requirements. Federal Reserve Bank Of Richmond Economic Review.
- Gray, S. and Hoggarth, G. (1996). Introduction to Monetary Operations. (3. edition). London: Centre for Central Banking Studies, Bank of England, Handbooks in Central Banking No. 10.
- Greenspan, A. (22 February 1994 ve April 1998). Subcommittee on Economic Growth and Credit Formulation of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, U.S. House of Representatives'e Yaptığı Sunum.
- Guitian, M. (05 November 1996). Policy and Operational Aspects of Exchange and Interest Rate Coordination. A Paper Prepared From IMF Monetary and Exchange Affairs Department for The 21. SEANZA, Central Banking Course, Kunming, China.
- Günel, M. (2001). Merkez Bankasının Değişen Rolü ve Para Politikası Uygulamaları. İstanbul: İMKB Yayını.
- Günay, K. (1971). Mevduat Munzam Karşılıkları ve Kredi Politikamız. *Maliye Dergisi*, Sayı 668.
- Güneş, H. (1990). Türkiye'de Para Arzını Kontrol Araçlarının Etkinliği. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayın No. 1990-9.
- Gür, E. T. (2003). Kredi Kanalının Etkin Çalışması ve Türkiye Uygulaması. Ankara: TCMB Uzmanlık Tezi.
- Hatiboğlu, Z. (1967). Para, Kredi ve Bankacılık. İstanbul: Alagöz Yayınları, 1.
- Hatiboğlu, Z. (1989). Yeniden Dirilen Türkiye Ekonomisi: 24 Ocak 1980 ve Ötesi. İstanbul: İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme İktisadi Enstitüsü, 100.
- Hazine Müsteşarlığı. (2005). Kamu Borç Yönetimi Raporu Şubat 2005. Ankara.
- He, D. (April 2000). Emergency Liquidity Support Facilities. IMF Working Paper/00/79, IMF Monetary and Exchange Affairs Department.
- Hoggarth, G. (1996). Introduction to Monetary Policy. London: Centre for Central Banking Studies, Bank of England, Handbooks in Central Banking No. 1.
- Iden, G. (May 2001). Presentation on Open Market Operations. IMF Institute/MAE Course, Monetary and Exchange Operations, IMF Monetary and Exchange Affairs Department.
- IMF. (2004). International Financial Statistics Yearbook.

- İktisadi Araştırmalar Vakfı. (1993). Faiz Politikaları ve Türkiye'deki Uygulamalar. İstanbul: İKV Seminer, Tebliğler-Panel.
- İktisadi Araştırmalar Vakfı ve TCMB. (1995). Devlet – Merkez Bankası İlişkileri. İstanbul.
- İstanbul Mülkiyeliler Vakfı. (1993). Merkez Bankası Bilançolarının İrdelenmesi. İstanbul.
- Jones, C. I. (2001). İktisadi Büyümeye Giriş. (Çeviren: S. Ateş ve İ. Tuncer). İstanbul: Literatür Yayınları.
- Karacan, A. İ. (Şubat 1978). Mevduat Munzam Karşılıkları – Tarihsel Bir Yaklaşım. *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Cilt 15, Sayı 2.
- Karakoç, İlkay. (1979). Bankalarda Umumi Disponibilite, Zorunlu Karşılıklar Sistemi ve Türkiye Uygulaması. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, No. 95.
- Kayla, Z. (1981). Merkez Bankası İşlemleri. Ankara: AİTİA Yayınları, No. 149.
- Kazgan, H., Öztürk, M. ve Koraltürk, M. (2000). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. İstanbul: Creative Yayıncılık.
- Keskin, E., Ekinci, N. K., Sak, G., Kumcu, E. ve Ersel, H. (Ekim 2001). Krizin Anatomisi. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Mali ve Ekonomik Sorunlara Yönelik Aylık Yayın*, Yıl 16, Sayı 187.
- Kesriyeli, M. (Mart 1997). 1980'li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri. TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Yayın No. 97/4.
- Keyder, N. (2002). Para Teorisi-Politika-Uygulama. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Kılıçbay, A. (1991). Türkiye Ekonomisi: Modeller-Politikalar-Stratejiler. (Üçüncü basım). Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları Ekonomi Dizisi, 19.
- Kibritçioğlu, A. (Eylül-Ekim 2001). Türkiye'de Ekonomik Krizler ve Hükümetler, 1969-2001. *Yeni Türkiye Dergisi*, Ekonomik Kriz Özel Sayısı, Cilt 1, Yıl 7, Sayı 41.
- Kindleberger, C. (1993). A Financial History of Western Europe. New York: Oxford University Press.
- Klockers, H-J. ve Willeke, C. (Ed). (2001). Monetary Analysis: Tools and Applications. Frankfurt: ECB.
- Kocaimamoğlu, S. (1977). Bankacılık Ansiklopedisi. Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, No. 208.



- Kurdaş, K. (2003). Bitmeyen Gaflet ve Türkiye Ekonomisinin Çöküşü. Ankara: ODTÜ Geliştirme Vakfı Yayıncılık ve İletişim.
- Kurt, İ., Günal, V. ve Tuğçetin, T. (1977). TCMB Kanunu Şerhi ve Yabancı Mevzuat ve Uygulama. Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, No. 79.
- Kuruç, B. (1988-1993). Belgelerle Türkiye İktisat Politikası. Ankara: A.Ü.S.B.F. Yayını, 2 cilt.
- Kuyucak, H. A. (1948). Para ve Banka. (İkinci basım). İstanbul: İstanbul Üniversitesi, 2 cilt.
- Laurens, B. (1997). The Use of standing Facilities in Indirect Monetary Management: Country Practises and Operational Features. Operational Paper/97/4, IMF Monetary and Exchange Affairs Department.
- Leite, S. P. (1992). Monetary Policy Instruments. IMF Monetary and Exchange Affairs Department.
- Marston, D. (1996). The Use of Reserve Requirements in Monetary Control Operational Features and Country Practises. Operational Papers/96/1, IMF Monetary and Exchange Affairs Department.
- Meulendyke, A-M. (Autumn 1992). Reserve Requirements and The Discount Window in Recent Decades. *Quarterly Review* 17, No.3, Federal Reserve Bank of New York.
- Meulendyke, A-M. (1998). U.S. Monetary Policy and Financial Markets. New York: Federal Reserve Bank of New York.
- Mishkin, F. S. (1996). The Channels of Monetary Policy Transmission: Lessons for Monetary Policy. Cambridge: NBER Working Paper No. 5464.
- Mishkin, F. S. and Eakins S. G. (2000). Financial Markets and Institutions. (3. edition). Columbia: Addison Wesley Longman, Inc, Columbia University.
- Mishkin, F. S. (2001). The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy. Cambridge: NBER Working Paper No. 8617.
- Müslümov, A., Hasanov, M. ve Özyıldırım, C. (2003). Döviz Kuru Sistemleri ve Türkiye'de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri. İstanbul: TÜGİAD Ekonomi Ödülleri Kitapları-3.
- Nualtaranee, J. (Haziran 2001). Transmission Mechanism of Monetary Policy: Literature Survey and Theoretical Discussion. Erişim: 22 Kasım 2003., <http://wb-cu.car.chula.ac.th/papers/transmission.htm>.

- Obstfeld, M. (1998). The Global Capital Market: Benefactor and Menace. NBER Working Paper No. 6559.
- Ongun, T. (1992). Ekonomik Kronoloji (1923-1990). (Editör: Ç. Aruoba ve C. Alpar). Ankara: Türkiye Ekonomisi Sektörel Gelişmeler, Türkiye Ekonomi Kurumu.
- Oyan, O. (1998). Türkiye Ekonomisi: Nereden Nereye?. Ankara: İmaj Yayıncılık.
- Özatay, F., Öztürk, E. ve Sak, G. (1996). 1980 Sonrasında Kaynakların Kamu ve Özel Sektör Arasında Paylaşımı ve Bunun Sonuçları. İstanbul: TÜSİAD Yayınları.
- Özatay, F. (1998). Merkez Bankası Bilançosu, Parasal İlişkiler ve Mali Sistem. *Bankacılar Dergisi*, Sayı: 26.
- Özatay, F. (2000). The 1994 Currency Crisis in Turkey. *Journal of Policy Reform*, Vol. 3, No. 4.
- Özatay, F. ve Sak, G. (Aralık 2003). Banking Sector Fragility and Turkey's 2000-01 Financial Crisis. TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği.
- Öztürk, E. (Ağustos 1992). Türkiye'de Son Dönemde Para Politikası Tartışmaları. TCMB Araştırma Planlama ve Eğitim Müdürlüğü, Tartışma Tebliği, No. 9206.
- Özyıldız, R. H. (2000). Kamu Harcama Politikalarının Denetlenmesi ve Performansa Dayalı Bütçe. *Hazine Dergisi*, Sayı: 13.
- Pirimoğlu, A. (1991). Para Politikası. Eskişehir.
- Quintyn, M. (March 1991). From Direct to Indirect Monetary Policy Instruments (The French Experience Reconsidered). IMF Working Paper, IMF Central Banking Department.
- Quintyn, M. (May 1994). Government Securities Versus Central Bank Securities In Developing Open Market Operations, Evaluation and Need for Coordinating Arrangement. IMF Working Paper, Monetary and Exchange Affairs Department.
- Quintyn, M. (December 1996). Monetary Policy Through Primary Market Issues: Government Securities or Central Bank Securities?. IMF Monetary and Exchange Affairs Department, MAE OP/96/5.
- Romer, C. ve Romer, D. M. (2000). Federal Reserve Information and The Behavior of Interest Rates. *American Economic Review*, Vol. 90.

- Romer, D. M. (2001). Advanced Macroeconomics. (2nd edition). New York: McGraw Hall.
- Rose, P. S. (1986). Money and Capital Markets, The Financial System in the Economy. (2. edition). Texas: Business Publications, Inc.
- Sağlam, D. (Ekim 1985). Bütçe Açıklarının Finansmanı ve Para Politikasına Olan Etkileri. *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Yıl: 22, Sayı: 10.
- Sağlam, D. (1991). Türkiye Ekonomisi Yapısı ve Temel Sorunları. Ankara.
- Şahin, H. (1990). Türkiye Ekonomisi: Tarihsel Gelişimi ve Bugünkü Durum. Bursa: Bursa Uludağ Üniversitesi, İşletme İktisadi ve Muhasebe Araştırma ve Uygulama Merkezi, 52.
- Saracoğlu, R. (1993). Başbakan Süleyman Demirel'e Verilen Brifing Metni, TCMB, Ankara.
- Sargent, T. J. ve Wallace, N. (Fall 1981). Some Unpleasant Monetary Arithmetics. Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review 5.
- Seabourne, T. (1986). The Summer of 1914. (Editör: F. Capie ve G. E.Wood). Financial Crises and the World Banking System, St. Martin's Press.
- Serdengeçti, S. (1997). TCMB Vaziyeti ve Anlamı. Ankara: TCMB Yayını. <http://www.tcmb.gov.tr>.
- Serdengeçti, S. (Kasım 2001, Ocak 2003 ve 27 Ekim 2004). Para Politikası Uygulamaları, Makroekonomik Görünüm ve Bekleyişler. TBMM Bakanlar Kurulu ve Plan ve Bütçe Komisyonu Sunumları, Ankara. <http://www.tcmb.gov.tr>.
- Serdengeçti, S. (11 Eylül 2002). Şubat 2001 Krizi Üzerine Düşünceler: Merkez Bankası Bakış Açısından Çıkarılacak Dersler. VI. Uluslararası Ekonomi Konferansı Açılış Konuşması, erc/ODTÜ, Ankara. <http://www.tcmb.gov.tr>.
- Serdengeçti, S. (28 Kasım 2002). Fiyat İstikrarı. A.Ü.S.B.F.'de Yaptığı Konuşma, Ankara. <http://www.tcmb.gov.tr>.
- Serdengeçti, S. (28 Şubat 2005). Merkez Bankası Bağımsızlığı. Muğla Üniversitesi'nde Gerçekleştirilen Para Teorisi ve Politikalarında Son Gelişmeler Adlı Sempozyum, Muğla. <http://www.tcmb.gov.tr>.
- Seyfi, A. (2005). Optimum Rezerv Seviyesi ve Türkiye Uygulaması. Ankara: TCMB Uzmanlık Tezi.
- Svensson, L. E. O. (January 2004). Challenges for Monetary Policy. Erişim: Mayıs 2004, <http://www.princeton.edu/~svensson/papers/401bru.pdf>.

- TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi. <http://tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html>
- TCMB Yıllık Raporları. 1932 – 2003 Arasındaki Tüm Yıllık Raporlar. <http://www.tcmb.gov.tr>. (1996 ve sonrası için).
- TCMB. (1990). 1990 Yılına Girerken Türk Ekonomisi. Ankara.
- TCMB Basın Duyurusu. (Aralık 1999). 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması. Erişim: Ocak 2003, <http://www.tcmb.gov.tr>.
- TCMB Basın Duyuruları. (1998 - 2005). <http://www.tcmb.gov.tr>.
- TCMB. (Mayıs 2002). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu. Ankara.
- TCMB. (Mayıs 2002). Küreselleşmenin Türkiye Ekonomisine Etkileri. Ankara.
- TCMB Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü. (2001). Zorunlu Karşılık ve Disponibilite Uygulaması, Uluslararası Uygulamalar ve Öneriler. Ankara.
- TCMB Basın Duyurusu. (Temmuz 2003). Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizlerindeki TCMB Likidite Yönetimi ve Döviz İşlemlerine İlişkin Bilgi Notu. Erişim: Ocak 2005, Sayı 2003-43, <http://www.tcmb.gov.tr>.
- TCMB Baş Hukuk Müşavirliği ve Hukuk İşleri Genel Müdürlüğü. (1987). 11 Haziran 1930 Tarih ve 1715 Sayılı Mülga TCMB Kanunu. Ankara.
- TCMB Baş Hukuk Müşavirliği ve Hukuk İşleri Genel Müdürlüğü. (1988). 14 Ocak 1970 Tarih ve 1211 Sayılı TCMB Kanunu. Ankara.
- TCMB Baş Hukuk Müşavirliği ve Hukuk İşleri Genel Müdürlüğü. (2001). TCMB Kanunu'nda Değişiklik Yapılmasına Dair 25.04.2001 Tarihli ve 4651 Sayılı Kanun ile Getirilen Yenilikler. Ankara.
- TCMB İletişim Genel Müdürlüğü. (2001). Para Politikası, Türkiye'de Para Politikası Uygulaması, Geçmiş ve Bugün. Ankara. <http://www.tcmb.gov.tr>.
- TCMB Para Piyasaları ve Fon Yönetimi Genel Müdürlüğü Döviz ve Efektif Piyasaları Müdürlüğü. (1988). Döviz ve Efektif Piyasaları Uygulama Talimatı. Ankara.
- TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü Para Piyasaları Müdürlüğü. (2000). Bankalararası Para Piyasası (BPP) Uygulama Talimatı (Bankalar). Ankara.
- TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü Açık Piyasa İşlemleri Müdürlüğü. (2004). Açık Piyasa İşlemleri (API) Uygulama Talimatı. Ankara.

- TCMB Teftiş Kurulu Başkanlığı. (1999). Müfettişler Seminer Çalışmaları 1999. Ankara
- T.C. Başbakanlık Devlet İstatistik Enstitüsü internet sitesi. <http://www.die.gov.tr>.
- T.C. Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı internet sitesi. <http://www.dpt.gov.tr>.
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı internet sitesi. <http://www.hazine.gov.tr>.
- T.C. Maliye Bakanlığı internet sitesi. <http://www.maliye.gov.tr>; <http://www.muhasabat.gov.tr> ve <http://www.bumko.gov.tr>.
- T.C. Resmi Gazeteleri. 1923 – 2004 Arasındaki Çeşitli Resmi Gazeteler. <http://rega.basbakanlik.gov.tr>
- Tecirli, A. (1997). Munzam Karşılık Uygulamaları ve Bankacılık Sistemine Etkileri. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği, No. 20.
- Tekeli, İ. ve İlkin, S. (1997). Para ve Kredi Sisteminin Oluşumunda Bir Aşama: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (Genişletilmiş İkinci Basım). Ankara: TCMB Yayını.
- Telatar, E. (2002). Fiyat İstikrarı, Ne?, Nasıl?, Kimin İçin?. Ankara: İmaj Kitabevi.
- Tezel, Y. S. (1994). Cumhuriyet Döneminin İktisadi Tarihi (1923-1950). İstanbul: Türkiye Ekonomik ve Toplumsal Tarih Vakfı Yurt Yayınları, Türkiye Araştırmaları, 10.
- Tinbergen, J. (1952). On The Theory of Economic Policy. Amsterdam: North Holland.
- TOBB. (1987). Faiz Politikası Görüşler ve Değerlendirmeler. Ankara: TOBB Yayınları, No. Genel 21, A.P.K.-3.
- TOBB. (1989). Türkiye’de Ekonomik Yapı Değişmeleri: 1923-1988. Ankara: TOBB Yayınları, No. 114, Ar-Ge 43.
- Tokgöz, E. (1999). Türkiye’nin İktisadi Gelişme Tarihi (1914-1999). (Beşinci basım). Ankara: İmaj Yayıncılık.
- Töre, N. (1992). Dış Ticaret ve Döviz Kuru Politikaları. (Editör: Ç. Aruoba ve C. Alpar). Ankara: Türkiye Ekonomisi Sektörel Gelişmeler, Türkiye Ekonomi Kurumu.
- Tuğlacı, P. (1990). İngilizce – Türkçe İktisadi Ticari Hukuki Terimler Sözlüğü. İstanbul: ABC Tanıtım Basımevi.
- Türk, İ. (1994). Maliye Politikası. (Onuncu basım). Ankara: Turhan Kitabevi.

- Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı: Hedefler, Politikalara ve Uygulamalar. (Nisan 2001). Erişim: Mayıs 2002. Temel Politika Metinleri. <http://www.tcmb.gov.tr>.
- Uludağ, İ. (1990). Türkiye Ekonomisi: Teori-Politika-Değerlendirme. İstanbul: Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Yayın No. 2.
- Uygur, E. (2001). Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri. Ankara : Türkiye Ekonomi Kurumu No. 2001/1.
- Uygur, E. (Aralık 2001). Enflasyon, Para ve Mali Baskı: İktisat Politikasında Geri Kalmışlık. *İktisat, İşletme ve Finans Mali ve Ekonomik Sorunlara Yönelik Aylık Yayın*, Yıl 16, Sayı 189.
- Velioğlu. C. ve Saraççı, B. (1997). Döviz Kuru, Türkiye'de Uygulanan Kur Politikaları ve Döviz Piyasası. Ankara. TCMB Para Piyasaları ve FonYönetimi Genel Müdürlüğü Hizmet İçi Eğitim Notları.
- Wachtel, P. (2000). Note On Monetary Policy and Institutions. New York: Stern School of Business, New York University.
- Walsh, C.E. (1998). Monetary Theory and Policy. Cambridge, MA: The MIT Press.
- Weiner, S. E. (1992). The Changing Role Of Reserve Requirements in Monetary Policy. Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review*, Cilt 77, Fourth Quarter.
- Wong, C-H. (1992). Reform of Monetary Policy Instruments, Finance and Development. IMF Central Asian Department.
- Yeldan, E. (2002). Uzman Yardımcılığı Programı Ders Notları. Ankara: TCMB.
- Zarakolu, A. (1965). Para ve Banka. (İkinci Basım). Ankara: Türkiye İş Bankası Vakfı Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayını.
- Zarakolu, A. (1970). Para, Kredi ve Bankalar. (Üçüncü Basım). Ankara: Türkiye İş Bankası Vakfı Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 10, 13. Yayın.
- Zarakolu, A. (1981). Atatürk Döneminde Ülkemizde İzlenen Ekonomi Politikası. Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Sayı 119, Konferans Serisi 29.
- Zarakolu, A. (1987). Bankacılar İçin Para ve Kredi Bilgisi. (Sekizinci Basım). Ankara: Türkiye İş Bankası Vakfı Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, Bankacılar Serisi, 5.

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

# **EKLER**



## TÜRKİYE'DE UYGULANAN KUR REJİMLERİ (1930 – 2005)

Tarih	Kur Rejimi Sınıflandırması	Yorumlar
Eylül 1930 - Ağustos 1931	İngiliz Sterlini Çapası	
Eylül 1931 - 26 Eylül 1936	Fransız Frankı Çapası	
26 Eylül 1936 - 28 Kasım 1939	İngiliz Sterlini Çapası	
28 Kasım 1939 - Şubat 1941	Paralel Piyasalar	Birden fazla döviz kuru söz konusudur.
Mart 1941 - Ağustos 1943	Serbest Düşen* / Paralel Piyasalar	Birden fazla döviz kuru söz konusudur.
Eylül 1943 - 09 Eylül 1946	Paralel Piyasalar	Birden fazla döviz kuru söz konusudur.
09 Eylül - 1946 - 03 Eylül 1953	ABD Dolan Çevresinde Sürünen Şerit / Paralel Piyasalar	Resmi kur ABD Dolanna Bağlanmıştır. Şerit genişliği +/- % 5 olarak belirlenmiştir.
03 Eylül 1953 - 20 Ağustos 1960	Yönetimli Dalgalı / Paralel Piyasalar	Birden fazla döviz kuru söz konusudur. Paralel piyasa primi sürekli olarak üç rakamlı olup, Temmuz 1958 tarihinde % 537'ye yükselmiştir.
20 Ağustos 1960 - 06 Haziran 1961	ABD Dolan Çapası	
06 Haziran 1961 - 09 Ağustos 1970	ABD Dolan Çevresinde Sürünen Şerit / Çifte Kur	Şerit aralığı +/- % 5 civarındadır. Paralel piyasa primi % 30 - % 60 aralığında dalgalanmaktadır.
09 Ağustos 1970 - 22 Aralık 1971	ABD Dolan Çapası	
22 Aralık 1971 - Ağustos 1976	ABD Dolan Çevresinde Sürünen Şerit / Paralel Piyasalar	Birden fazla döviz kuru söz konusudur. Şerit genişliği +/- % 5 olarak belirlenmiştir. Resmi kurlar sabitlenmiştir, fakat sık sık kur ayarlaması yapılmaktadır. Resmi yatay şerit % 4.5 aralığındadır.
Eylül 1976 - Mart 1981	Serbest Düşen / ABD Dolan Çevresinde Sürünen Şerit / Paralel Piyasalar	Birden fazla döviz kuru söz konusudur. Şerit genişliği +/- % 5 olarak belirlenmiştir. Resmi kurlar sabitlenmiştir, fakat sık sık kur ayarlaması yapılmaktadır.
Nisan 1981 - 22 Mart 1983	Yönetimli Dalgalı / Paralel Piyasalar	Birden fazla döviz kuru söz konusudur. 01 Mayıs 1981 tarihinde TL'nin ABD Dolanna çapası resmi olarak kaldırıldı.
22 Mart 1983 - Nisan 1984	Yönetimli Dalgalı	1984 yılından itibaren piyasa primi önemli ölçüde, tek rakamlar içerisinde kaldı.
Mayıs 1984 - Ocak 1998	Serbest Düşen / Yönetimli Dalgalı	
Şubat 1998 - 01 Ocak 1999	Alman Markı Çevresinde Sürünen Şerit / Serbest Düşen	Şerit genişliği +/- % 5 olarak belirlenmiştir. Sürünen şerit sadece 24 aylık dönemde saptanabilmiştir.
01 Ocak 1999 - Ocak 2001	Euro Çevresinde Sürünen Şerit / Serbest Düşen	
Şubat 2001 - Nisan 2005	Serbest Düşen / Serbest Dalgalı	Şerit genişliği +/- % 5 olarak belirlenmiştir.

\* Serbest Düşen: Enflasyon oranı % 40'ın üstünde ise kur rejimi serbest düşen olarak tanımlanmaktadır.

Kaynak: Müslümov, A., Hasanov, M. ve Özyıldırım, C. (2003), s. 23

## EK 2

## TCMB REESKONT VE AVANS İŞLEMLERİNDE GENEL OLARAK UYGULANAN YILLIK FAİZ ORANLARI (%)

DÖNEM	KISA VADELİ (1)	ORTA VADELİ (1)	İSKONTO ORANI (2)	AVANS FAİZ ORANI (2)
07.01.1932-08.07.1932	8			
09.07.1932-01.03.1933	7			
02.03.1933-30.06.1938	5.5			
01.07.1938-25.02.1951	4			
26.02.1951-27.06.1955	3			
28.06.1955-30.06.1961	4.5			
01.07.1961-31.08.1970	7.5			
01.09.1970-31.10.1970	9			
01.11.1970-28.02.1973	9	9		
01.03.1973-27.11.1973	8	9		
28.11.1973-25.08.1974	8.75	9		
26.08.1974-21.04.1978	9	10.5		
22.04.1978-30.04.1979	10	11.5		
01.05.1979-28.02.1980	10.75	14		
01.03.1980-30.06.1980	14	15		
01.07.1980-01.02.1981	26	26		
02.02.1981-30.04.1981	30.25	30.25		
01.05.1981-30.04.1982	31.5	31.5		
01.05.1982-30.06.1983	31.5	33		
01.07.1983-18.12.1983	28	29.5		
19.12.1983-13.05.1984	48.5	50.5		
14.05.1984-31.10.1986	52	50.5		
01.11.1986-23.01.1987	48	50.5		
24.01.1987-18.02.1988	45	48.5		
19.02.1988-31.12.1989	54	60		
01.01.1990-19.09.1990			40	45
20.09.1990-22.11.1990			43	48.25
23.11.1990-14.02.1991			45	50.75
15.02.1991-26.01.1994			48	54.5
27.01.1994-20.04.1994			56	65
21.04.1994-11.07.1994			79	98
12.07.1994-26.07.1994			70	85
27.07.1994-30.09.1994			63	75
01.10.1994-09.06.1995			55	64
10.06.1995-31.07.1995			52	60
01.08.1995-01.08.1997			50	57
02.08.1997-29.12.1999			67	80
30.12.1999-16.05.2002			60	70
17.05.2002-13.06.2003			55	64
14.06.2003-07.10.2003			50	57
08.10.2003-14.06.2004			43	48
15.06.2004-12.01.2005			38	42
13.01.2005 - Bugüne kadar			32	35

(1) Kısa ve orta vadeli kredi işlemlerine uygulanan en yüksek faiz oranlarıdır. Bankamızca, sektör ve firma bazında bu oranların altında değişik tercihli faiz oranları da uygulanmıştır.

(2) Vadesine en çok 3 kalan senetler karşılığında yapılan iskonto ve avans işlemlerinde uygulanan oranlar olup, 01.01.1990 tarihinden itibaren avans sistemi uygulamasına son verilerek iskonto sistemine geçilmiş, iskonto ve avans işlemleri bazında tek bir faiz oranı tespitine başlanmıştır.

Kaynak: TCMB Yıllık Raporları

## TL MEVDUAT ZORUNLU KARŞILIK ORANLARI (%)

YÜRÜRLÜK DEVRESİ	ZORUNLU KARŞILIK ORANI (%)	
	VADESİZ	1 YIL VADELİ
05.06.1933-09.06.1936	30-20	10
09.06.1936-08.04.1942	15	15
08.04.1942-01.08.1964	20	20
01.08.1964-01.01.1966	20	10
01.01.1966-01.10.1972	20	20
01.10.1972-01.12.1973	25	20
01.12.1973-01.07.1974	30	25
01.07.1974-01.09.1974	27	25
01.09.1974-01.08.1977	30	25
01.08.1977-01.01.1984	35	30
01.01.1984-31.03.1985	25	25
01.04.1985-30.06.1985	21	21
01.07.1985-02.08.1985	20	20
03.08.1985-31.08.1985	20	20
01.09.1985-04.10.1985	20	20
05.10.1985-01.11.1985	19	19
02.11.1985-31.01.1986	19	19
01.02.1986-28.02.1986	18	18
01.03.1986-02.07.1987	15	15
03.07.1987-17.09.1987	10	10
18.09.1987-17.12.1987	12	12
18.12.1987-04.02.1988	14	14
05.02.1988-30.06.1988	16	16
01.07.1988-04.08.1988	16.5	16.5
05.08.1988-29.09.1988	17	17
30.09.1988-20.10.1988	14	14
21.10.1988-11.05.1989	25	14
12.05.1989-10.11.1989	20	10
11.11.1989-03.05.1990	20	10
04.05.1990-03.01.1991	19	9
04.01.1991-12.07.1991	17.50	8.25
13.07.1991-27.01.1994	16	7.5
28.01.1994-30.03.1994	16	7.5
31.03.1994-02.02.1995	16	7.5
31.03.1994-02.02.1995	8	8
03.02.1995-25.07.1996	17	8.50
03.02.1995-25.07.1996	9	9
26.07.1996-09.12.1999	8	8
10.12.1999-22.12.2000	6	6
26.12.2000-09.05.2002	4	4
10.05.2002-	6	6

Kaynak: TCMB Yıllık Raporları

## TL MEVDUAT DİSPONİBİLİTE ORANLARI (%)

Yıllar	Disponibilite Oranları (%)
1965	10
Şubat 1978 <sup>1</sup>	10-12-15
Ocak 1983 <sup>2</sup>	10
Temmuz 1984	15
Ocak 1985	15
Ocak 1986 <sup>3</sup>	15
Ekim 1986 <sup>4</sup>	3-15
Temmuz 1987	5-23
Şubat 1988	5-27
Ekim 1988	5-30
Mart 1991	5-35
Şubat 1992 <sup>5</sup>	5-35
Ocak 1994	9-18
Şubat 1994	2-30
Temmuz 1996	4-8
Şubat 1999 <sup>6</sup>	2-6
Aralık 1999	4-8

Kaynak: TCMB Yıllık Raporları

- (1) Farklılaşan disponibilite uygulaması başlatılmış; 2 milyar TL mevduat için % 10, 2-5 milyar TL için % 12 ve 5 milyar TL üstü mevduat için % 15 disponibilite oranı getirilmiştir.
- (2) Disponibilite uygulamasında yeniden tek orana geçilmiş ve disponibilite amaçlı tutulan hazine bonolarının toplam disponibilite yükümlülüğün % 50'sinden fazla olamayacağı kararlaştırılmıştır.
- (3) Hazine bonolarına ilaveten, bankaların halen portföylerinde bulunan vadesine 1 yıldan fazla kalan tahvillerin vadelerine 1 yıl kalıncaya kadar disponibilite hesabında % 75 oranında hesaba katılması hükme bağlanmıştır.
- (4) Tebliğ ile birlikte nakit ve menkul değerler ayırımı getirilmiş, hazine bonoları ve tahvilleri ile ilgili düzenlemeler kaldırılarak, reeskonta kabul edilmiş senetler ile vadesine en az 3 yıl kalmış DİBS'lerin % 80'i ve diğerlerinin tamamı kapsama alınmıştır. Bu tarihten sonraki oranlarda, ilk rakam kasa+serbest TL mevduatı olarak tutulacak, ikinci rakam toplam disponibilite (DİBS eklenmiş) yükümlülüğünü göstermektedir.
- (5) Disponibil değerler arasında yer alacak DİBS'lerin vadesi en az 210 gün olarak değiştirilmiştir.
- (6) Bankaların TL mevduata ilişkin taahhütleri için bulunduracakları % 6 senet tutma yükümlülüğünün, % 2'lik kısmının kasalarında bulundurulmuş TL nakit ile karşılayabilme imkanı verilmiştir.

## 1990 YILINDAN İTİBAREN DİSPONİBİLİTE UYGULAMASI

1990 YILINDAN İTİBAREN DİSPONİBİLİTE UYGULAMASI																							
TAAHHÜT (Karşılığa Tabi Mevduat)																							
1990 (Ocak)	-1.Derece % 5 ( % 3 Azami Kasa + % 2 Asgari TL Ser.Tevdiat) -Toplam % 30 ( 1.Derece + % 25 Senet)																						
1991 (Mart)	-1.Derece % 5 ( % 3 Azami Kasa + % 2 Asgari TL Ser.Tevdiat) -Toplam % 35 ( 1.Derece + % 30 Senet)																						
<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="3">TL</th> <th colspan="3">YP</th> </tr> <tr> <th>MEVDUAT</th> <th>MEVDUAT DIŞI</th> <th>MEVDUAT</th> <th>MEVDUAT</th> <th>MEVDUAT DIŞI</th> <th>MEVDUAT DIŞI</th> </tr> <tr> <td>(31.3.94 SABİT)</td> <td>(31.3.94 ARTAN)</td> <td>(31.3.94 ARTAN)</td> <td></td> <td>(31.3.94 ARTAN)</td> <td></td> </tr> </thead> </table>						TL			YP			MEVDUAT	MEVDUAT DIŞI	MEVDUAT	MEVDUAT	MEVDUAT DIŞI	MEVDUAT DIŞI	(31.3.94 SABİT)	(31.3.94 ARTAN)	(31.3.94 ARTAN)		(31.3.94 ARTAN)	
TL			YP																				
MEVDUAT	MEVDUAT DIŞI	MEVDUAT	MEVDUAT	MEVDUAT DIŞI	MEVDUAT DIŞI																		
(31.3.94 SABİT)	(31.3.94 ARTAN)	(31.3.94 ARTAN)		(31.3.94 ARTAN)																			
1994 (Haziran) *	%32 (%2 Asgari TL Ser.Tev.+%30 Senet)		% 8 (TL Ser.Tev.)		% 9 (YP Ser.Tev.)																		
1995 (Mart) **	%32 (%2 Asgari TL Ser.Tev.+%30 Senet)	% 3 (Senet)	%12(% 3 Senet+%9 TL Ser.Tev.)	% 3 (Senet)	%15 (% 3 Senet+%12 YP Ser.Tev.)																		
<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="3">TL</th> <th colspan="3">YP</th> </tr> <tr> <th>MEVDUAT</th> <th>MEVDUAT DIŞI</th> <th>POZİSYON AŞIMI</th> <th>MEVDUAT</th> <th>MEVDUAT DIŞI</th> <th>MEVDUAT DIŞI</th> </tr> <tr> <td>(31.3.94 SABİT)</td> <td>(31.3.94 ARTAN)</td> <td>(31.3.94 ARTAN)</td> <td></td> <td>(31.3.94 ARTAN)</td> <td></td> </tr> </thead> </table>						TL			YP			MEVDUAT	MEVDUAT DIŞI	POZİSYON AŞIMI	MEVDUAT	MEVDUAT DIŞI	MEVDUAT DIŞI	(31.3.94 SABİT)	(31.3.94 ARTAN)	(31.3.94 ARTAN)		(31.3.94 ARTAN)	
TL			YP																				
MEVDUAT	MEVDUAT DIŞI	POZİSYON AŞIMI	MEVDUAT	MEVDUAT DIŞI	MEVDUAT DIŞI																		
(31.3.94 SABİT)	(31.3.94 ARTAN)	(31.3.94 ARTAN)		(31.3.94 ARTAN)																			
1996 (Nisan)	%32 (%2 Asgari TL Ser.Tev.+ %30 Senet)	% 3 (Senet)	%12(% 3 Senet+%9 TL Ser.Tev.)	% 9 (TL Ser.Tevdiat)	%15(% 3 Senet+%12 YP Ser.Tev.)																		
<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="3">TL</th> <th colspan="3">YP</th> </tr> <tr> <th>MEVDUAT</th> <th>MEV.DIŞI PASİF</th> <th>POZİSYON AŞIMI</th> <th>MEVDUAT</th> <th>MEV.DIŞI PASİF</th> <th>MEV.DIŞI PASİF</th> </tr> </thead> </table>						TL			YP			MEVDUAT	MEV.DIŞI PASİF	POZİSYON AŞIMI	MEVDUAT	MEV.DIŞI PASİF	MEV.DIŞI PASİF						
TL			YP																				
MEVDUAT	MEV.DIŞI PASİF	POZİSYON AŞIMI	MEVDUAT	MEV.DIŞI PASİF	MEV.DIŞI PASİF																		
1996 (Haziran) ***	% 6 (Senet)	%14 (% 6 Senet+%8 TL Ser.Tev.)	% 8 (TL Ser.Tevdiat)	% 3 (Senet)	%14 (% 3 Senet+%11 YP Ser.Tev.)																		
<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="3">TL</th> <th colspan="3">YP</th> </tr> <tr> <th>MEVDUAT</th> <th>MEV.DIŞI PASİF</th> <th>POZİSYON AŞIMI</th> <th>MEVDUAT</th> <th>MEV.DIŞI PASİF</th> <th>MEV.DIŞI PASİF</th> </tr> </thead> </table>						TL			YP			MEVDUAT	MEV.DIŞI PASİF	POZİSYON AŞIMI	MEVDUAT	MEV.DIŞI PASİF	MEV.DIŞI PASİF						
TL			YP																				
MEVDUAT	MEV.DIŞI PASİF	POZİSYON AŞIMI	MEVDUAT	MEV.DIŞI PASİF	MEV.DIŞI PASİF																		
1999 (Şubat)	%6 (% 4 Senet+%2 Kasa)	%14 (% 4 Senet+%2 Kasa+%8 TL Ser.Tev.)	% 8 (TL Serbest Tevdiat)	%3 (% 1 Senet+%2 Kon. Efek.)	%14 (% 1 Senet+%2 Kon. Efek.+%11 YP Ser.Tev.)																		
<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="3">TL</th> <th colspan="3">YP</th> </tr> <tr> <th>MEVDUAT</th> <th>MEV.DIŞI PASİF</th> <th>POZİSYON AŞIMI</th> <th>MEVDUAT</th> <th>MEV.DIŞI PASİF</th> <th>MEV.DIŞI PASİF</th> </tr> </thead> </table>						TL			YP			MEVDUAT	MEV.DIŞI PASİF	POZİSYON AŞIMI	MEVDUAT	MEV.DIŞI PASİF	MEV.DIŞI PASİF						
TL			YP																				
MEVDUAT	MEV.DIŞI PASİF	POZİSYON AŞIMI	MEVDUAT	MEV.DIŞI PASİF	MEV.DIŞI PASİF																		
1999 (Aralık)	%8 (% 2TL Ser.Tev.+%4 Senet+%2 Kasa)	%14 (% 4 Senet+%2 Kasa+%8 TL Ser.Tev.)	% 8 (TL Ser.Tevdiat)	%3 (% 1 Senet+%2 Kon. Efek.)	%14 (% 1 Senet+%2 Kon. Efek.+%11 YP Ser.Tev.)																		
<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="3">TL</th> <th colspan="3">YP</th> </tr> <tr> <th>MEVDUAT</th> <th>MEV.DIŞI PASİF</th> <th>POZİSYON AŞIMI (****)</th> <th>MEVDUAT</th> <th>MEV.DIŞI PASİF</th> <th>MEV.DIŞI PASİF</th> </tr> </thead> </table>						TL			YP			MEVDUAT	MEV.DIŞI PASİF	POZİSYON AŞIMI (****)	MEVDUAT	MEV.DIŞI PASİF	MEV.DIŞI PASİF						
TL			YP																				
MEVDUAT	MEV.DIŞI PASİF	POZİSYON AŞIMI (****)	MEVDUAT	MEV.DIŞI PASİF	MEV.DIŞI PASİF																		
2001 (Ocak)	%8 (% 2TL Ser.Tev.+%4 Senet+%2 Kasa)	%12 (% 4 Senet+%2 Kasa+%6 TL Ser.Tev.)	% 100 (TL Ser.Tevdiat)	%3 (% 1 Senet+%2 Kon. Efek.)	%14 (% 1 Senet+%2 Kon. Efek.+%11 YP Ser.Tev.)																		
<table border="1"> <thead> <tr> <th>TL</th> <th>YP</th> </tr> </thead> </table>						TL	YP																
TL	YP																						
10.05.02	%4 (Senet)	%1 (Senet)																					
<p>(*) 5.4.1994 tarih, 21896 sayılı RG'de yayımlanan 4 Sıra No.lu Disponibilite Tebliği ile bilanço uygulamasına geçilmiş olup; ilk uygulama 30.4.1994 tarihli bilançonun uygulama dönemi olan 4-10.6.1994 tarihli cetvelden itibaren başlamıştır.</p> <p>(**) 5.1.1995 tarih, 22162 Mükerrer sayılı RG'de yayımlanan 1 Sıra No.lu Tebliğin uygulaması 3-10.3.1995 tarihli cetvelden itibaren başlamıştır.</p> <p>(***) 22.7.1996 tarih, 22704 Mükerrer sayılı RG'de yayımlanan 96/1 Sıra No.lu Disponibilite Tebliği taahhütler yeniden düzenlenmiş, uygulama ile 1996 Haziran bilançosunun 2.ölçümüne düzeni olan 10-16.8.1996 tarihli cetvelden itibaren olacaktır.</p> <p>(****) 2000 Temmuz ayından itibaren %100 olmuştur.</p> <p>NOT: 31.03.1994 Sabit TL Mevduat için gerekli % 32 dispoibilite oranının tamamı serbest tevdiatla karşılanabilmektedir.</p>																							

Kaynak: Gür, E. T. (2003), s. 136