

## Makaleler

# DALGALI KUR REJİMİNİN MERKEZ BANKASI'NIN DÖVİZ VARLIK VE YÜKÜMLÜLÜKLERİNE ETKİSİ: 2002-2010

Alper YAKUPOĞLU\*

## ÖZET

Şubat 2001'de yaşanan krizin ardından Türkiye'de bankacılık ve finans sektöründe yeniden yapılanma sürecine gidilmiş, Merkez Bankası'nın yapısında değişiklikler gerçekleştirilmiş, dolar ve euro-dan oluşan kur sepetine çipalı sabit kur rejimi yerine dalgalı kur rejimine geçilmiş ve TL devalüe edilmiştir. Kur rejimindeki bu radikal değişiklik Merkez Bankası'nın döviz varlıklarını etkilemiş, döviz rezervlerini arttırmıştır. Bu çalışmada 2002-2010 döneminde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın uyguladığı dalgalı kur rejiminin Merkez Bankası Analitik Bilançosu'nda yer alan döviz kalemlerine etkisi analiz edilecektir.

Anahtar kelimeler: Kur rejimi, merkez bankası bilançosu

## ABSTRACT

After the crisis in February 2001 the banking and finance sector in Turkey was restructured and the structure of the Central Bank was renewed. Price stability set as the main target for the Turkish Central Bank. Fixed exchange rate regime anchored to a dollar-

\* Takasbank Dış İlişkiler Müdürlüğü, ayakupoğlu@takasbank.com.tr

euro nominated basket was abandoned, flexible exchange regime was adopted and Turkish Lira was devaluated. This radical change in exchange rate regime affected the foreign exchange assets of the Turkish Central Bank and increased its reserves. In this paper the effect of the exchange rate regime implemented by Turkish Central Bank on the FX accounts in Central Bank Analytical Balance Sheet will be analyzed for the period of 2002-2010.

Keywords: Foreign exchange regime, central bank balance sheet

## 1. Giriş

1970'lerde Bretton Woods sisteminin çöküşünden bu yana gelişmiş ülkeler dalgalı kur rejimi uygulamaktadırlar. Gelişmekte olan ülkeler ise 2000'li yıllara kadar çoğunlukla sabit kur rejimi uygulamışlardır. 1990'lı yılların ikinci yarısında ve 2000'li yılların başında, sabit kur rejimi uygulayan bazı gelişmekte olan ülkelerde meydana gelen finansal krizler, birçok ekonomistin dalgalı kur rejimlerinin kısa vadeli sermaye hareketlerine karşı bağımsızlık sağladığını ve finansal krizleri önlemede yardımcı olduğunu önermelerine neden olmuştur (Handa 2000, 517). Bunun nedeni kur istikrarının bir hedef olarak belirlenmemesi durumunda, kurdaki artışın dışsal şokları emerek ekonomideki birimler üzerinde yaratması muhtemel tahribatı engellemesidir. Elbette bu düşüncenin arkasında ekonomide uygun bir aktif ikamesinin olduğu ve ekonomik birimlerin kur artışlarını hesaba kattıkları varsayımı vardır. Ayrıca, dalgalı kur rejimleri bağımsız bir para politikası uygulamak konusunda para otoritelerinin elini serbest bıraktığı için de dışsal şoklarda bir avantaj sağlamaktadır. Bağımsız bir para politikası uygulanması özellikle enflasyon hedeflenmesi stratejisi için elzemdir. Ancak döviz kurundaki volatilitenin kısa vadeli sermaye hareketleri nedeniyle artması muhtemeldir. Bu noktada politika uygulayıcılarının ülkelerinin ekonomik kırılganlıklarını iyi belirlemeleri ve uygulayacakları kur politikalarında bu kırılganlıkları dikkate almaları gerekmektedir (Caramazza ve Aziz 2008, 6-7).

Türkiye’de Şubat 2001 krizinin hemen ardından Merkez Bankası, 2000 yılı başından beri uygulanmakta olan IMF destekli istikrar programının temel unsuru olan dolar ve eurodan oluşan döviz sepeti uygulamasının devam ettirilmesinin, istikrar programına olan güvenin kaybolmuş olması nedeni ile artık mümkün olmadığını, dolayısı ile dalgalı kur rejimine geçileceğini ve zaman içinde para politikası olarak enflasyon hedeflemesi rejiminin benimseneceğini açıklamış, bu açıklamanın hemen ardından dalgalı kur rejimine geçilmiştir (TCMB 2001, 1). Dalgalı kur rejiminde döviz kuru piyasa tarafından belirlenmekte, önceden ilan edilen veya taahhüt edilen bir kur oranı bulunmamakta, para otoritesinin döviz kuruna müdahale etme zorunluluğu ise bulunmamaktadır (IMF 2002, 2).

Bu çalışmada Türkiye’de 2001 sonrası uygulanan dalgalı kur rejiminin temel unsurları ele alınarak, söz konusu rejimin 2002-2010 yılları arasında Merkez Bankası Analitik Bilançosu’nda yer alan döviz varlık ve yükümlülüklerine etkisi incelenecektir. Çalışma kapsamında kullanılan veriler, TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi’nden elde edilmiş olup, grafik ve tablolarla kullanılan veriler Analitik Bilanço’nun günlük verileri kullanılarak hazırlanmıştır.

## 2. Dalgalı Kur Rejimi ve Merkez Bankası’nın Kura Müdahaleleri

### 2.1. Merkez Bankası’nın Uyguladığı Dalgalı Kur Rejiminin Ana Unsurları

2002-2010 döneminde Merkez Bankası’nın uyguladığı dalgalı kur rejiminin ana noktaları şunlardır (TCMB 2007, 8):

- Uygulanmakta olan dalgalı döviz kuru rejiminde döviz kuruları piyasadaki arz ve talep koşulları tarafından belirlenmiş ve Merkez Bankası’nın herhangi bir kur hedefi olmamıştır.
- Merkez Bankası’nın koruması gereken bir kur seviyesi olmadığından, döviz rezervlerinin düzeyinin önemi sabit ya da öngörülebilir kur rejimlerindeki kıyasla azdır. Ancak Türkiye gibi gelişmekte olan ekonomilerde karşılaşılabilecek iç ve dış şokların olumsuz etkilerinin giderilmesinde ve ülkeye duyulan güvenin artırılmasında Merkez

Bankası'nın güçlü döviz rezervi katkı sağlamaktadır. Bu nedenle Merkez Bankası döviz rezervinin artırılmasına yönelik olarak "rezerv biriktirme amaçlı döviz alım ihaleleri" gerçekleştirmiştir.

- Merkez Bankası, döviz piyasasındaki arz ve talep koşullarını mümkün olduğunca düşük düzeyde etkilemek için döviz alımlarını 1 Nisan 2002 tarihinden itibaren kuralları önceden açıklanmış döviz alım ihaleleri ile gerçekleştirmiş, 2005 yılından başlayarak yıllık ihale programları açıklamış, döviz likiditesinde 2008 yılındaki küresel krizde olduğu gibi olağanüstü farklılaşmalar görülmediği sürece de bu programlarda değişikliğe gitmemiştir.

2002-2010 yılları arasında kur politikası yukarıda belirtilen hususlara uygun bir şekilde yönetilmiş, Merkez Bankası gerekmedikçe döviz piyasasına müdahale etmemiştir. Merkez Bankası, müdahale etmediği takdirde döviz piyasasında mevcut oynaklığın artacağını düşündüğünde "oynaklık müdahalesi" yapmıştır (Özatay 2009, 55). Dalgalı kur rejimi altında Merkez Bankası para politikasını sabit ve öngörülebilir kur rejimine kıyasla çok daha esnek uygulayabilmiş, bankacılık sisteminin Türk Lirası likidite ihtiyaçlarına çok daha esnek ve süratle cevap verebilmiş, enflasyon hedefi ile uyumlu olduğu sürece, para piyasası faiz oranlarının aşırı dalgalanmasını önleyebilmiştir. Bunun nedeni Türkiye'de döviz kurunun genel fiyat düzeyini önemli ölçüde etkilemesidir (Kasapoğlu 2007, 71). Bu nedenle kura yapılan müdahaleler anti-enflasyonist istikrar programı uygulayan bir Merkez Bankası için önemlidir. 2002 sonrası dönemde uluslararası piyasalarda sıklıkla yaşanan çalkantılar ve iç piyasada yaşanan gelişmelerle döviz kurlarında yüksek oranlı dalgalanmalar görülmüş, döviz piyasasında hızlı ve ani hareketler gözlenmiştir. Mayıs 2006 ve Temmuz 2007'de görülen çalkantılar ile 2008 küresel krizde yaşanan döviz çıkışı bunlardan başlıcalarıdır. Bu dalgalanmalarda esas olarak uluslararası likiditenin düzeyi önem arz etmiştir (Yılmaz 2007, 32). Merkez Bankası döviz kurundaki oynaklığı takip etmiş ve kurlarda her iki yönde oluşabilecek aşırı oynaklık durumunda piyasaya doğrudan müdahale etmiştir. Merkez Bankası bu müdahale kararlarını sadece geçmiş verilere bakarak değil, oluşan ve oluşabilecek potansiyel oynaklıkların bütün yönlerini değerlendirerek almıştır. Merkez Bankası'nın bu

doğrudan döviz alımlarının döviz piyasasındaki volatilitiyi azalttığı da gözlenmiştir (Çaşkurlu 2008, 13).

## 2.2. Merkez Bankası'nın Döviz Kuruna Müdahaleleri

Merkez Bankası, açtığı döviz ihaleleriyle önceden duyurulan miktarlarda alım-satım işlemi yapmış, bazı durumlarda piyasanın koşullarına bağlı olarak doğrudan müdahalede bulunmuştur. "Doğrudan müdahale" Merkez Bankası'nın bankalararası tezgahüstü döviz piyasasında bankaları telefonla arayarak talep veya teklif ettiği döviz miktarını belirterek ilgili bankalardan döviz alım-satımını gerçekleştirmesidir. Tablo 1'de görüleceği üzere, Merkez Bankası 2002-2010 döneminde 79 milyar 619 milyon dolar net alım gerçekleştirmiştir. 2006, 2008 ve 2009 yıllarında dolar kurunda meydana gelen artışı engellemek için Merkez Bankası'nın düzenlediği satım ihalelerinde 2 milyar dolar, 2002, 2004 ve 2006'da satım yönlü müdahalelerde toplam 2 milyar 126 milyon dolar olmak üzere piyasaya toplam 4 milyar 126 milyon dolar verilmiştir. Merkez Bankası'nın toplam döviz alışı ise, 58 milyar 211 milyon doları alım ihalesi, 25 milyar 534 milyon doları ise alım yönlü müdahale olmak üzere toplam 83 milyar 745 milyon dolar olmuştur (Tablo 1). Böylelikle piyasadan ucuz döviz temin eden Merkez Bankası, artan uluslararası likiditenin sağlamış olduğu döviz bolluğundan rezervlerini arttırarak faydalanmıştır. Merkez Bankası bu dönemde brüt döviz rezervlerini 2002 yılının başında 18,9 milyar dolardan 2010 yılsonunda 80,7 milyar dolara çıkarmıştır.

## 3. Yabancı Yatırımcıların Kısa Vadeli Portföy Yatırımları ve Döviz Kurundaki Volatilité

Bu dönemde yaşanan göreceli siyasi istikrar ve 2008 küresel krize kadar olan süreçte artan küresel risk iştahının etkisiyle Türkiye'ye yönelik kısa vadeli sermaye akımları yüksek oranlarda artmıştır. Özellikle devlet iç borçlanma senetlerine ve hisse senetlerine yönelik olan bu kısa vadeli portföy yatırımları dolar kuru üzerinde aşağı yönlü bir baskı oluşturmuştur. Yabancı yatırımcıların toplam hisse ve tahvil yatırımları 2002 yılında 23,9 milyar dolardan 2003

yılında 30 milyar dolara, 2004 yılında 45 milyar dolara, 2005’de 72,6 milyar dolara ve 2006 yılında 84,4 milyar dolara çıkmış, 2007 yılında ise zirve noktası olan 120,6 milyar dolara ulaşmıştır. Ancak 2008 yılında, küresel krizle birlikte 68,8 milyar dolara düşmüş, 2009 yılında krizin etkilerinin azalmasıyla tekrar 91 milyar dolara çıkmış, 2010 yılında ise 118,4 milyar dolar olmuştur (Grafik 1). Uluslararası piyasalarda artan dolar likiditesinin önemli bir kısmı özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere yönelmiştir.

**Tablo 1: 2002-2010 Döneminde Merkez Bankası’nın Döviz Alım-Satım Tutarları (Milyon Dolar)**

Yıl	Alım İhalesi	Satım İhalesi	Alım Müdahalesi	Satım Müdahalesi	Net Alımı	Döviz
2002	795	-	16	12	799	
2003	5,652	-	4,229	-	9,881	
2004	4,104	-	1,283	9	5,378	
2005	7,442	-	14,565	-	22,007	
2006	4,296	1,000	5,441	2,105	6,632	
2007	9,906	-	-	-	9,906	
2008	7,584	100	-	-	7,484	
2009	4,315	900	-	-	3,415	
2010*	14,116				14,116	
<b>Toplam</b>	<b>58,211</b>	<b>2,000</b>	<b>25,534</b>	<b>2,126</b>	<b>79,619</b>	

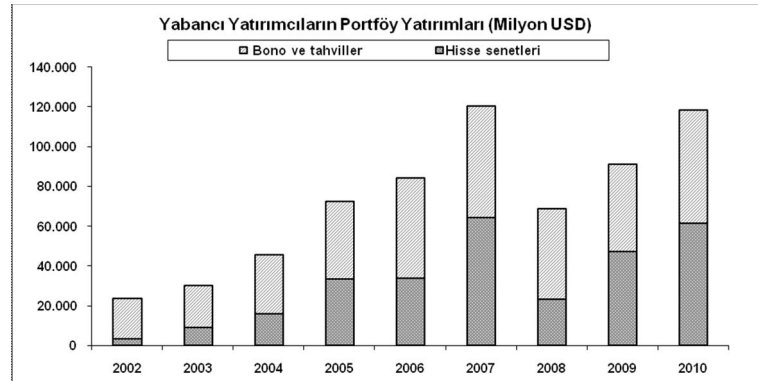
**Kaynak:** TCMB, 2011 Yılında Para ve Kur Politikası, Basın Duyurusu, (21 Aralık), [http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2010/Baskan\\_ParaPol11.pdf](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2010/Baskan_ParaPol11.pdf), (giriş tarihi: 05/01/2011), s. 14

\*15 Aralık 2010 itibarıyla

Ancak küresel risk iştahında yaşanan dalgalanmalar kısa vadeli sermaye hareketlerinde dalgalanmalara neden olmuştur. Yine bu nedenle 2002-2010 döneminde Türkiye’de dolar kurunun seyri-ne bakıldığında volatilitenin yüksek olduğu gözlenmektedir (Grafik 2). Dalgalı kur rejimine geçilmesini takip eden dönemde dolar kurunda dört kez yüksek oranlı dalgalanma yaşanmıştır. Her ne kadar Merkez Bankası müdahalelerde bulunsa da kurdaki oynaklığın yüksek oranda seyrettiği gözlenmektedir. Bu müdahalelerin yapılmaması durumunda kurun çok daha yüksek bir oynaklığa sahip olacağı ise açıktır. Grafik 2’de görüleceği üzere, 2002-2010 yılları arasın-

da Merkez Bankası'nın müdahalelerine rağmen küresel risk iştahında meydana gelen hızlı iniş çıkışlarla dolar kuru 1,15 - 1,80 bandında dalgalanmıştır.

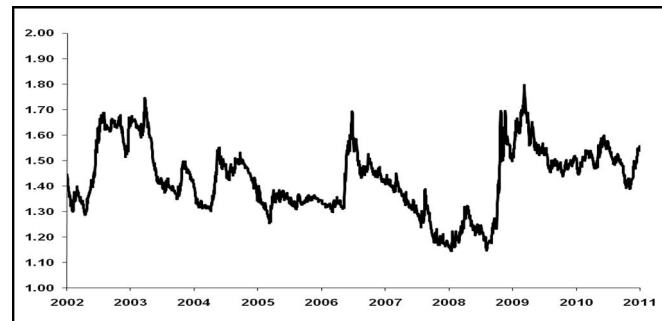
**Grafik 1: Yabancı Yatırımcıların Menkul Kıymet Portföylerinin Gelişimi: 2002-2010**



	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Hisse senetleri	3.450	8.954	16.141	33.387	33.816	64.201	23.196	47.248	61.497
Tahvil/bono	20.433	21.070	29.610	39.219	50.594	56.428	45.606	43.938	56.884
Toplam	23.883	30.024	45.751	72.606	84.410	120.629	68.802	91.186	118.381

**Kaynak:** TCMB, Uluslararası Yatırım Portföyü,  
<http://www.tcmb.gov.tr/odemedenge/uyptablo2.pdf>, (28/02/2011)

**Grafik 2: Merkez Bankası Dolar Alış Kuru (2002-2010)**



**Kaynak:** TCMB, Merkez Bankası Analitik Bilanço Verileri (İşgünü, Bin TL),  
<http://evds.tcmb.gov.tr>, (24/01/2011)

#### 4. Merkez Bankası'nın Küresel Krizde Döviz Kurunda Aldığı Tedbirler

Merkez Bankası 2008 küresel krize karşı öncelikle kısa vadeli politika faizlerini indirerek cevap vermiştir. Türk bankacılık sektörünün ABD ve AB ülkelerindeki bankacılık sektörlerinden sağlam olan yapısı göreceli bir finansal istikrar sağlamış ve kriz Türk finans sektöründe panik yaratmamıştır. Ancak küresel finans piyasalarındaki güven kaybının derinleşmesi küresel likidite akışını olumsuz etkileyerek iç piyasada dolar likiditesine olağanüstü bir talep doğurmuş, bu durum bütün gelişmekte olan ülke paralarında olduğu gibi TL'nin de önemli ölçüde değer kaybetmesine yol açmıştır. Küresel risk iştahında yüksek oranlı düşüş Türkiye'den döviz çıkışını hızlandırmış, buna karşılık Merkez Bankası döviz piyasasında likidite sıkışıklığı yaşanmaması için tedbirler almıştır. Merkez Bankası küresel krizde döviz rezervlerini öncelikli olarak bankacılık sisteminin döviz likiditesini desteklemek amacıyla kullanma stratejisini benimsemiş, nezdindeki Döviz Depo Piyasası'nda aracılık faaliyetlerine yeniden başlamış, bu piyasadaki borç verme faizlerini düşürmüş ve vadeleri uzatmıştır. Bunun yanında, döviz piyasasında sağlıklı fiyat oluşumlarının görüldüğü dönemlerde piyasaya döviz satım ihaleleri yoluyla döviz likiditesi sağlamıştır. Merkez Bankası döviz piyasasının etkin bir şekilde çalışmasına ve likidite akışında yaşanabilecek sorunların önlenmesine yönelik olarak bankacılık sisteminin döviz likiditesini güçlendirmek üzere kronolojik olarak aşağıdaki düzenlemeleri yapmıştır (TCMB 2008, 12):

- 9 Ekim 2008 tarihinde, bankalararası döviz piyasasında döviz likiditesinin akışkanlığının artırılmasına katkıda bulunmak amacıyla Döviz ve Efektif Piyasaları nezdinde bulunan Döviz Depo Piyasası'ndaki aracılık faaliyetlerine yeniden başlanmıştır.
- Bankaların Döviz ve Efektif Piyasaları'nda işlem yapma limitleri 14 Ekim 2008 tarihinde güncellenmiş, 24 Ekim 2008 tarihinde de her bir banka için 2 katına çıkarılarak toplamda 10,8 milyar dolara yükseltilmiştir.



- 21 Kasım 2008 tarihinde Döviz Depo Piyasası'nda bankaların kendilerine tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde, dolar ve euro cinsinden Merkez Bankası'ndan alabilecekleri döviz depolarının vadesi 1 haftadan 1 aya yükseltilerek, söz konusu piyasada % 10 olarak belirlenmiş borç verme faiz oranları dolar için % 7'ye, euro için % 9'a düşürülmüştür.
- 5 Aralık 2008 tarihinde, % 11 olan yabancı para zorunlu karşılık oranı 2 puan azaltılarak %9 düzeyine indirilmiştir. Yabancı para zorunlu karşılık oranında yapılan bu indirimle bankacılık sistemine yaklaşık 2,5 milyar dolara ek döviz likiditesi sağlanmıştır.

16 Ekim 2008 tarihinde döviz alım ihalelerini durduran Merkez Bankası, 2009 Ağustos ayında küresel ekonomiye ilişkin olumlu beklentilerin etkisiyle likidite ve risk iştahının tekrar güçlendiğini, bu durumun diğer gelişmekte olan ülkelerle birlikte ülkemize yönelik sermaye akımlarını artırdığını ve döviz piyasasının görece bir istikrara kavuştuğu değerlendirmesini yaparak döviz rezervlerini kuvvetlendirmek için uygun bir ortam oluşturduğu değerlendirilmiş ve döviz alım ihalelerine 4 Ağustos 2009 tarihinden itibaren tekrar başlamıştır. İhalelerde alımı yapılacak tutar günlük 30 milyon ABD doları ihale ve 30 milyon ABD doları opsiyon hakkı olmak üzere en fazla 60 milyon ABD doları olarak belirlenmiştir (TCMB 2009, s. 15).

Ekim 2008 döneminde olduğu gibi, Mart 2009 döneminde de döviz piyasasında derinliğin kaybolmasına bağlı olarak sağlıklı fiyat oluşumları gözlenmiştir. Bunun üzerine, döviz likiditesini destekleyerek döviz piyasasının sağlıklı çalışmasını sağlamak amacıyla döviz satım ihaleleri düzenlenmeye başlanmıştır. 10 Mart 2009 tarihinden itibaren gerçekleştirilen günlük 50 milyon ABD dolarlık döviz satım ihalelerine küresel piyasalardaki olumlu gelişmelerin de etkisiyle döviz piyasasında derinliğe ilişkin kaygıların azaldığı 2 Nisan 2009 tarihine kadar devam edilmiştir (TCMB 2009, s. 16).

2008 ve 2009 yıllarında uluslararası piyasalarda yaşanan gelişmelerin ülkemiz finansal piyasalarında yaratabileceği sorunları azaltmaya yönelik olarak Merkez Bankası'nca düzenlenen döviz satım ihalelerinin yanısıra, Türk bankacılık sisteminin etkinliğini artı-

racak ve bankaların döviz likiditesini güçlü kılabilecek bir dizi önlem daha alınmıştır. Bu önlemlerden bir kısmı doğrudan bankalara döviz likiditesi sağlamaya yönelik olup, bir kısmı da bankaların Merkez Bankası aracılığıyla gerçekleştirebilecekleri döviz depo işlemlerine ilişkindir. Bu doğrultuda 2008 yılı son çeyreği içinde Merkez Bankası nezdindeki Döviz ve Efektif Piyasaları - Döviz Depo Piyasası'nda aracılık faaliyetlerine yeniden bağlanmış, bankaların işlem yapma limitleri 10,8 milyar ABD dolarına yükseltilmiş, bankaların Merkez Bankası'ndan alabilecekleri döviz depolarının vadesi uzatılarak borç verme faiz oranları düşürülmüştür. Ayrıca, yabancı para zorunlu karşılık oranı 2 puan düşürülerek bankacılık sistemine yaklaşık 2,5 milyar ABD doları likidite sağlanmıştır (TCMB 2009, s. 17).

Diğer yandan, küresel krizin reel sektör üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla 5 Aralık 2008 tarihinden itibaren, ihracat reeskont kredisi uygulamasına yönelik yeni düzenlemeler yapılarak, ihracat reeskont kredisi limiti yükseltilmiş ve bu kredilere kullanım kolaylığı getirilmiştir. 20 Mart ve 17 Nisan 2009 tarihlerinde, ihracat reeskont kredisi kullanımının yaygınlaştırılmasına yönelik olarak, daha fazla sayıda firmanın ihracat reeskont kredisinden yararlandırılmasını sağlayacak düzenlemeler yapılmış, kredi limitleri yükseltilmiştir (TCMB 2009, s. 18).

20 Şubat 2009 tarihinde de döviz piyasasında döviz likiditesi akışkanlığının artırılmasını sağlayarak finansal sistemdeki akışkanlığı ve kredi piyasalarının etkin çalışmasını desteklemek üzere, uluslararası para piyasaları faiz oranlarındaki gelişmeler dikkate alınarak Merkez Bankası'nca bankacılık sistemine sağlanan döviz likidite imkanı koşulları tekrar düzenlenmiştir. Bu çerçevede, Döviz Depo Piyasası'nda bankaların Merkez Bankası'ndan alabilecekleri döviz depolarının vadesi 1 aydan 3 aya uzatılmış ve buna paralel olarak bankaların söz konusu piyasada kendi aralarında gerçekleştirdikleri işlemlerde daha önce 1 aya kadar olan vade 3 aya kadar uzatılmıştır. Ayrıca, Merkez Bankası tarafı işlemlerde borç verme faiz oranı ABD doları için % 7'den % 5,5'e, euro için yüzde 9'dan yüzde 6,5'e düşürülmüştür (TCMB 2009, s. 18).

2010 yılında Merkez Bankası döviz likiditesine ilişkin sağladığı imkanları, küresel piyasalardaki normalleşme sürecinin başlaması ile birlikte 14 Nisan 2010 tarihli "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Para Politikası Çıkış Stratejisi" duyurusu ile açıkladığı şekilde kriz öncesi seviyelere getirmiştir (TCMB 2010, s.16):

- Yabancı para zorunlu karşılık oranları 2010 yılı içinde kademeli olarak yüzde 9'dan yüzde 11'e yükseltilmiştir.
- 15 Ekim 2010 tarihinden itibaren Merkez Bankası'nın Döviz Depo Piyasası'ndaki aracılık işlemlerine son verilmiştir.
- Merkez Bankası'nın Döviz Depo Piyasası'ndaki aracılık işlevi sona ermekle birlikte, bankalar kendilerine tanınan borçlanma limitleri çerçevesinde Merkez Bankası'ndan döviz depo alabileceklerdir. Ancak, söz konusu işlemlerin vadesi 3 aydan 1 haftaya indirilmiştir.

##### 5. Merkez Bankası Analitik Bilançosu'ndaki Döviz Kalemlerinin Analizi

Bu çalışmada Merkez Bankası Analitik Bilanço kalemleri ile bu kalemler kullanılarak hesaplanan kur riski oranının gelişimi incelenmiştir. Sırasıyla dış varlıklar ve döviz rezervleri, dış varlıkların iç varlıklara oranı, dış yükümlülükler, dış yükümlülüklerin toplam yükümlülüklerle oranı ve döviz yükümlülüklerinin toplam yükümlülüklerle oranı analiz edilmiştir.

**Tablo 2: Merkez Bankası Analitik Bilançosu'ndaki Döviz Kalemleri**

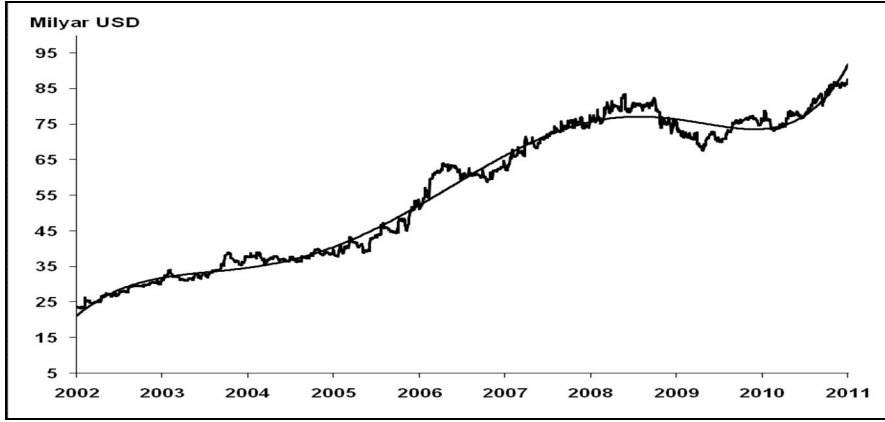
Varlıklar (Aktif)	Yükümlülükler (Pasif)
Dış Varlıklar	Toplam Döviz Yükümlülükleri
	Dış Yükümlülükler
	İç Yükümlülükler
	Döviz Olarak Takip Edilen Mevduat
	Bankaların Döviz Mevduatı

**Kaynak:** TCMB. (2006c) Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosu, Açıklamalar, Rasyolar ve Para Politikası Yansımaları, Ankara (Şubat)  
<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/tcmbbilancokitabi.pdf> (giriş tarihi:07/04/2007).

### 5.1. Dış Varlıkların Gelişimi ve Merkez Bankası'nın Döviz Rezervleri

Yukarıda da belirtildiği gibi Merkez Bankası döviz alım ihaleleriyle düşük maliyetle piyasadan dolar almış ve döviz rezervinin ortalama maliyetini düşürmüştür. Doğrudan alım veya satım müdahaleleri ise piyasada yaşanan çalkantılara istinaden döviz kurunda aşırı oynaklığa müdahale olarak yapılmıştır. Grafik 3'de 2006 yılında trend çizgisinin üstünde oluşmuş olan sapma, yapılan bu doğrudan alım ihaleleri nedeniyledir. 15 Şubat 2006 tarihinde uluslararası piyasalarda yaşanan gelişmelerin etkisiyle döviz satışlarında artış görülmesine bağlı olarak döviz piyasasına doğrudan alım yönünde müdahale edilerek 5,4 milyar dolar alınmıştır.

Grafik 3: Dış Varlıklarının Gelişimi: 2002-2010 (USD)



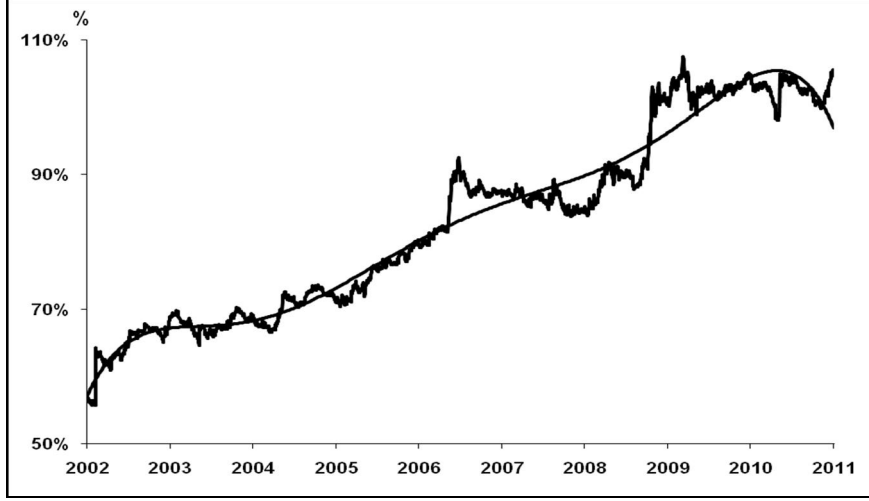
Kaynak: TCMB, Merkez Bankası Analitik Bilanço Verileri (İşgünü, Bin YTL) , <http://evds.tcmb.gov.tr>, (22/01/2011)

Bunu takiben 13 ve 23 Haziran 2006 tarihlerinde uluslararası koşulların da etkisiyle döviz piyasasında gözlenen likidite daralmasına bağlı olarak aşırı oynaklığı engellemek üzere döviz piyasasına satım yönünde müdahale edilmiş ve sırasıyla 500 milyon ve 800 milyon dolar satılmış, 26 Haziran 2006'da yine bir döviz satım müdahalesi yapılmış ve 900 milyon dolar satılmıştır. Döviz satım müdahalesine ek olarak 26 ve 27 Haziran 2006 tarihlerinde döviz satım ihaleleri açılmış ve her iki ihalede toplam 1 milyar dolar satılmıştır. Böylelikle grafikte görülen sapma düzelmiş ve tekrar trend

çizgisine yaklaşmıştır. 2007 yılında sürekli bir artış görülmüş, 2007 yıl sonu itibariyle dış varlıklar 76 milyar dolar olmuştur. 2008 yılının ilk yarısında da artış gösteren dış varlıklar kalemi 80 milyar doların üstüne çıkmış, Mayıs 2008 itibariyle tepe noktasına ulaşarak 83 milyar dolar olmuştur. Ancak Ekim 2008'de yoğunlaşan küresel mali krizin etkisiyle piyasaya dolar verilmiş, bu aydan itibaren azalan dış varlıklar tekrar 70 milyar dolar civarına inmiş, 2008 yıl sonunda ise 76 milyar dolar olmuştur. 2009 yılında dövize yapılan müdahalelerle 70 milyar doların altına inen dış varlıklar, 31 Aralık 2010 tarihinde 87,7 milyar dolar olmuştur. 2002 yılında %56 olan dış varlıkların toplam bilanço içindeki payı 2006 yılının ikinci yarısına kadar sürekli bir artış göstermiş ve %90'ın üzerine çıkmıştır. 2006'nın ikinci yarısından 2008 yılının Ağustos ayına kadar bu oran % 85-90 aralığında seyrederken, bu aydan itibaren artış göstermeye başlamış ve 2009 sonunda %100'ün üzerine çıkmıştır; ancak küresel krizin etkilerinin hafiflemesiyle birlikte tekrar %100'ün altına inmiştir (Grafik 4).

Merkez Bankası'nın brüt döviz rezervleri 2002 yılı başında 19 milyar dolar civarından 72 milyar dolar seviyesine çıkmıştır. Mayıs 2008 tarihinde 78 milyar dolara çıkan brüt döviz rezervleri Ekim ayı başından itibaren yapılan alım yönlü ihalelerle azalmış ve 70 milyar doların altına inerek Nisan 2009'da dip noktası olan 62,4 milyar dolara inmiştir. Bu tarihten sonra tekrar artışa geçen brüt döviz rezervleri 2009 yılsonunda tekrar 72 milyar dolara çıkmış, 2010 yılında ise 84 milyar dolar olmuştur (Grafik 5).

**Grafik 4: Dış Varlıkların Merkez Bankası Bilanço Büyüklüğüne Oranı: 2002-2010**



**Kaynak:** TCMB, Merkez Bankası Analitik Bilanço Verileri (İşgünü, Bin YTL) , <http://evds.tcmb.gov.tr>, (20/01/2011)

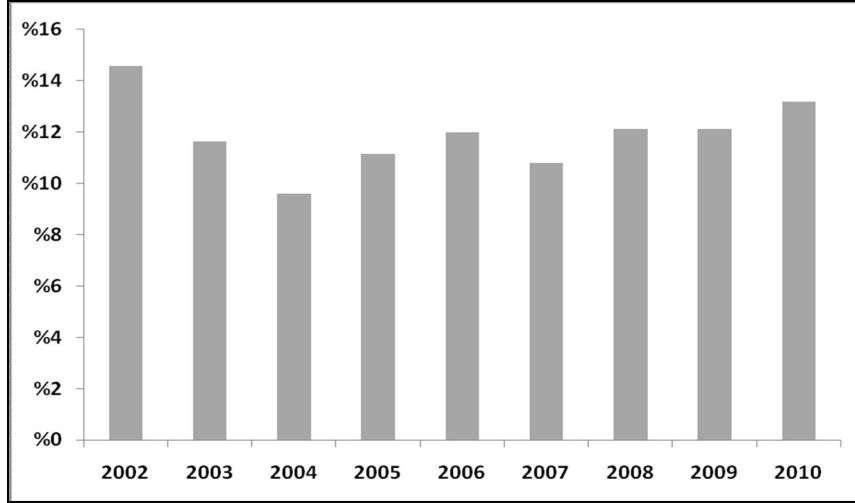
Dış Varlıklar'ın GSYH'ya oranına bakıldığında, Dış Varlıklar 2002 yılında Türkiye'nin GSYH'nın %14,6'sını oluştururken bu oran 2004 yılında %9,6'ya düşmüş, 2008 yılında yükselerek %12,1 olmuş, 2009 yılında değişmeyen bu oran 2010 yılında ise %13,2 olmuştur (Tablo 3). Sonuç olarak Dış Varlıklar kalemi yüksek oranda artış göstermiştir; ancak GSYH'ya oranına bakıldığında TCMB'nin dış varlıklarının Türkiye'nin GSYH'sının yaklaşık %10-14 aralığında olduğu görülmektedir (Grafik 5).

**Tablo 3: 2002-2010 Döneminde Dış Varlıklar'ın GSYH'ya Oranı (31 Aralık İtibariyle)**

2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
%14,6	%11,6	%9,6	%11,1	%12	%10,8	%12,1	%12,1	%13,2

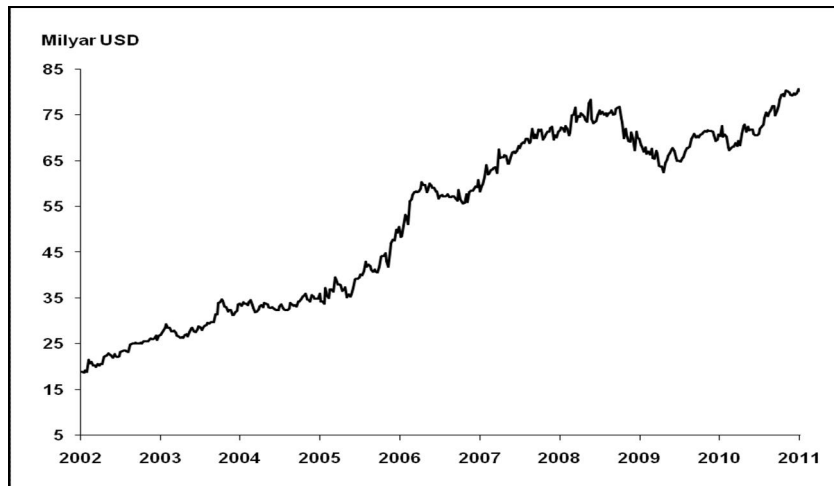
**Kaynak:** TCMB, Merkez Bankası Analitik Bilanço Verileri (İşgünü, Bin TL), <http://evds.tcmb.gov.tr>, (01/02/2009) ve TÜİK, Cari Fiyatlarla GSYH-İktisadi Faaliyet Kollarına Göre Temel Fiyatlarla, [http://www.tuik.gov.tr/VeriBilgi.do?tb\\_id=55&ust\\_id=16](http://www.tuik.gov.tr/VeriBilgi.do?tb_id=55&ust_id=16) (08/03/2011)

Grafik 5: Dış Varlıkların GSYH'ya Oranı: 2002-2010



**Kaynak:** TCMB, Merkez Bankası Analitik Bilanço Verileri (İşgünü, Bin TL), <http://evds.tcmb.gov.tr>, (01/02/2009) ve TÜİK, Cari Fiyatlarla GSYH-İktisadi Faaliyet Kollarına Göre Temel Fiyatlarla, [http://www.tuik.gov.tr/VeriBilgi.do?tb\\_id=55&ust\\_id=16](http://www.tuik.gov.tr/VeriBilgi.do?tb_id=55&ust_id=16) (14/12/2010)

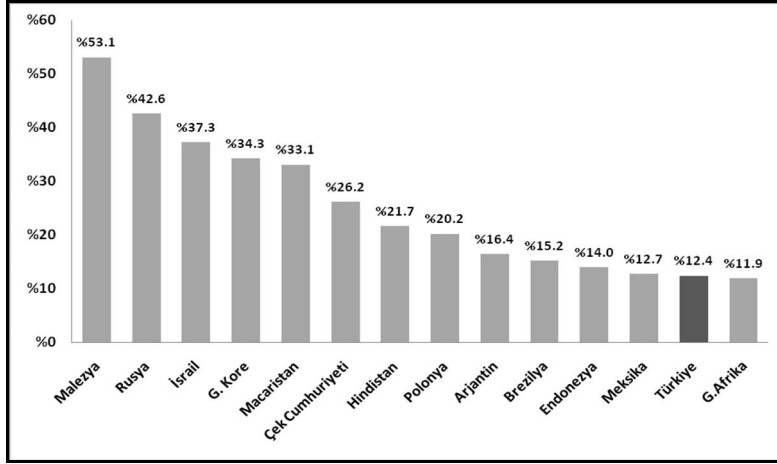
Grafik 6: Merkez Bankası'nın Brüt Döviz Rezervleri: 2002-2010 (Milyar USD)



**Kaynak:** TCMB, Merkez Bankası Analitik Bilanço Verileri (İşgünü, Bin YTL), <http://evds.tcmb.gov.tr>, (19/01/2011)

Merkez Bankası; para ve kur politikalarını desteklemek, piyasalara güven vermek, hükümetin döviz cinsi üzerinden iç ve dış borç servisini gerçekleştirmek, dışsal şoklara karşı gerekli döviz likiditesini buldurmak gibi amaçlara yönelik olarak döviz rezervi tutmaktadır (TCMB 2005, 4). Merkez Bankası'nın uzun vadeli rezerv biriktirme politikası çerçevesinde yıllardır güçlendirilen döviz rezervleri sayesinde küresel finans krizi döneminde finansal sistemin döviz likiditesinde yaşanabilecek sorunları önlemeye yönelik tedbirleri alınabilmiş, böylelikle bir ülke için güçlü döviz rezerv pozisyonuna sahip olmanın önemi bir kez daha anlaşılmıştır. Diğer gelişmekte olan ülkelerle karşılaştırıldığında Merkez Bankası'nın brüt uluslararası rezervleri görece olarak düşük düzeydedir. Malezya, Rusya, G. Kore gibi nispeten gelişmiş ülkelerde brüt döviz rezervlerinin GSYH'ya oranı %30'ların üzerindeyken, Türkiye'nin %12.4'lük oranı Hindistan, Brezilya, Meksika gibi gelişen piyasaların oranlarından düşüktür (Grafik 7). Bu kapsamda güçlenen sermaye akımlarını rezerv birikimini hızlandırmak amacıyla kullanmak Merkez Bankası açısından anlamlıdır (TCMB 2010, s. 15).

**Grafik 7: Merkez Bankalarının Brüt Döviz Rezervlerinin GSYH'ya Oranları**



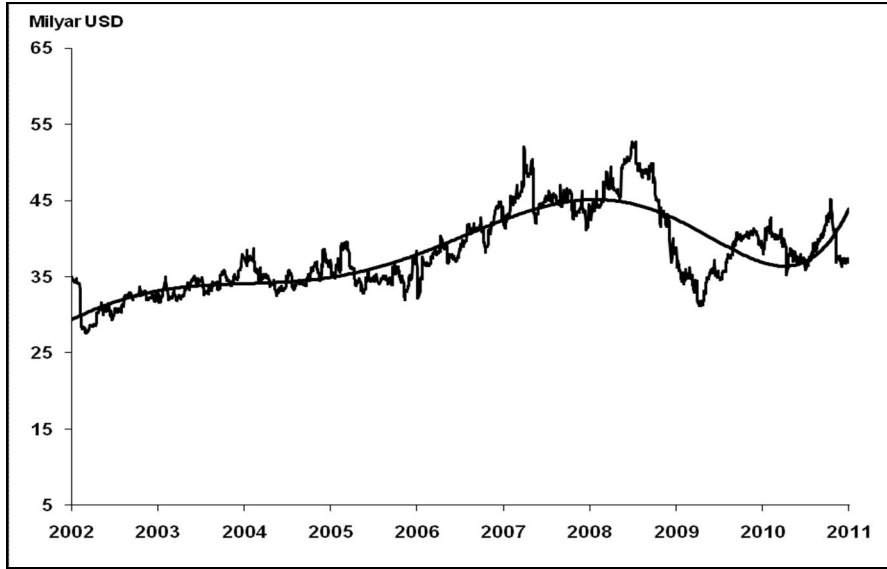
**Kaynak:** TCMB. 2010. 2011 Yılında Para ve Kur Politikası, Basın Duyurusu, (21 Aralık), [http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2010/Baskan\\_ParaPol11.pdf](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2010/Baskan_ParaPol11.pdf), (giriş tarihi: 05/01/2011), s. 16.



## 5.2. Döviz Yükümlülüklerinin Gelişimi

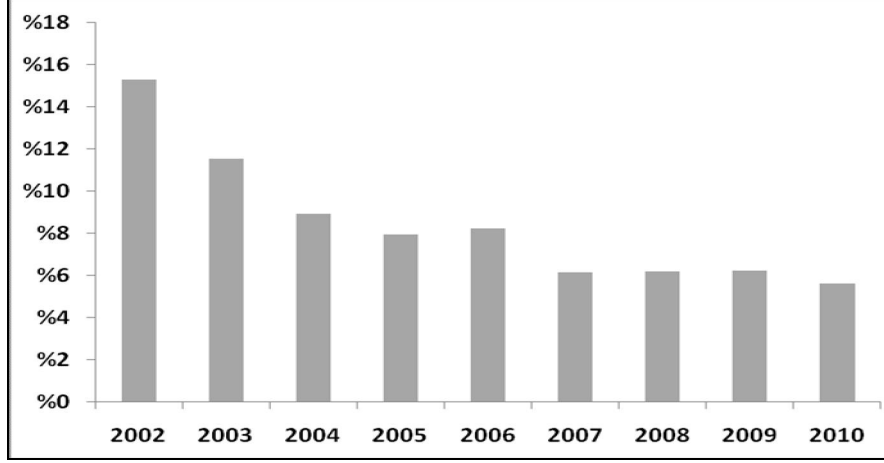
Merkez Bankası'nın toplam döviz yükümlülükleri dolar bazında 2002 yılından 2006 yılı Şubat ayına kadar 27-39 milyar dolar bandında dalgalanmış, 2006 yılı Şubat ayından itibaren istikrarlı bir şekilde artan döviz yükümlülükleri 2007 Nisan ayında 52 milyar dolara çıkmış, bu tarihten sonra tekrar düşen döviz yükümlülükleri 2007 yıl sonunda 41 milyar dolara gerilemiştir. Bu tarihten sonra tekrar artan döviz yükümlülükleri, 2008 Temmuz ayında tekrar 52 milyar dolara çıkmış, bu tarihten sonra hızlı bir şekilde düşmüş, Mayıs 2009'da 32 milyar dolara gerilemiş, 2009 yılsonu itibariyle 39,4 milyar dolara çıkmış, 2010 yılsonu itibariyle 27,1 milyar dolar olmuştur.

**Grafik 8: Merkez Bankası'nın Toplam Döviz Yükümlülüklerinin Gelişimi: 2002-2010 (USD)**



**Kaynak:** TCMB, Merkez Bankası Analitik Bilanço Verileri (İşgünü, Bin YTL), <http://evds.tcmb.gov.tr>, (24/01/2011)

**Grafik 9: Toplam Döviz Yükümlülüklerinin GSYH'ya oranı:  
2002-2010 (31 Aralık İtibariyle)**



**Kaynak:** TCMB, Merkez Bankası Analitik Bilanço Verileri (İşgünü, Bin TL), <http://evds.tcmb.gov.tr>, (01/02/2009), TÜİK, Cari Fiyatlarla GSYH - İktisadi Faaliyet Kollarına Göre Temel Fiyatlarla, [http://www.tuik.gov.tr/VeriBilgi.do?tb\\_id=55&ust\\_id=16](http://www.tuik.gov.tr/VeriBilgi.do?tb_id=55&ust_id=16) (14/12/2010)

Merkez Bankası'nın toplam döviz yükümlülüklerinin GSYH'ya oranına bakıldığında, bu oranın 2002 yılından 2005 yılına kadar olan süreçte %15'ten %8'e düşmüştür. 2006 yılında da %8 oranında olan döviz yükümlülüklerinin GSYH'ya oranı, 2007, 2008 ve 2009 yıllarında %6 oranında sabit kalmış, 2010 yılında ise %5,6 olmuştur (Tablo 9).

**Tablo 4: Toplam Döviz Yükümlülüklerinin GSYH'ya Oranı  
(31 Aralık İtibariyle)**

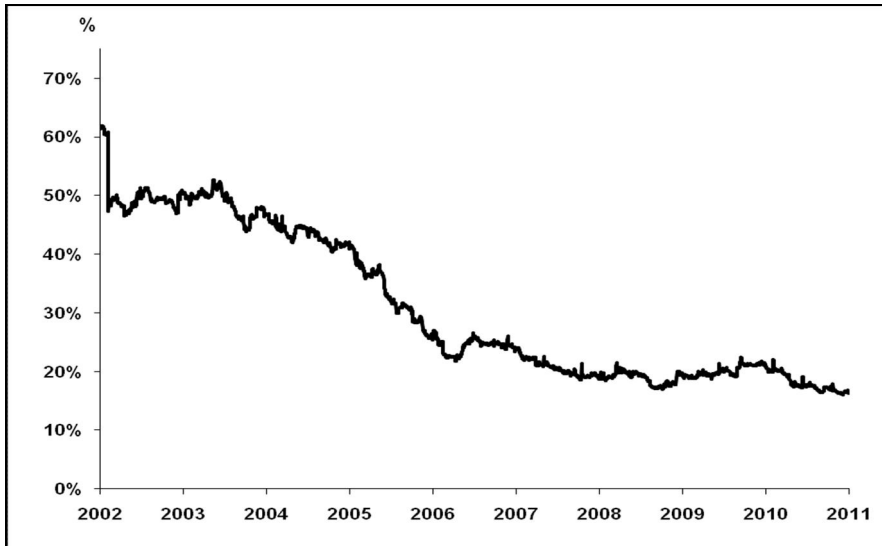
2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
%15,3	%11,5	%8,9	%7,9	%8,2	%6,1	%6,2	%6,2	%5,6

**Kaynak:** TCMB, Merkez Bankası Analitik Bilanço Verileri (İşgünü, Bin TL), <http://evds.tcmb.gov.tr>, (01/02/2009) ve TÜİK, Cari Fiyatlarla GSYH-İktisadi Faaliyet Kollarına Göre Temel Fiyatlarla, [http://www.tuik.gov.tr/VeriBilgi.do?tb\\_id=55&ust\\_id=16](http://www.tuik.gov.tr/VeriBilgi.do?tb_id=55&ust_id=16) (08/03/2011)

### 5.2.1. Toplam Döviz Yükümlülüklerinin Toplam Yükümlülüklere Oranı

Merkez Bankası'nın toplam döviz yükümlülüklerinin toplam yükümlülüklerine oranı, Merkez Bankası'nın döviz cinsinden olan yükümlülüklerinin toplam yükümlülükler içindeki payını göstermektedir. 2002-2010 yılları arasında Merkez Bankası'nın döviz yükümlülüklerinin toplam yükümlülükler içindeki payı düzenli bir şekilde azalmıştır. 2002 yılının başında döviz yükümlülüklerinin Merkez Bankası bilançosu içindeki payı %60 civarında iken, sürekli azalarak 2008 yılsonu itibariyle %19'a gerilemiştir. Oranın bu şekilde düşmüş olmasının ana nedenleri, Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat Hesapları ve IMF'ye olan yükümlülüklerdeki azalmadır. Ancak 2008 yılının sonlarından itibaren hafif bir artış görülmüş, 2009 yılsonunda oran %20'ye yükselmiştir. 2010 yılsonunda toplam döviz yükümlülüklerinin toplam yükümlülüklere oranı %16,3 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 10).

**Grafik 10: Merkez Bankası'nın Toplam Döviz Yükümlülüklerinin Toplam Yükümlülüklere Oranı: 2002-2010**

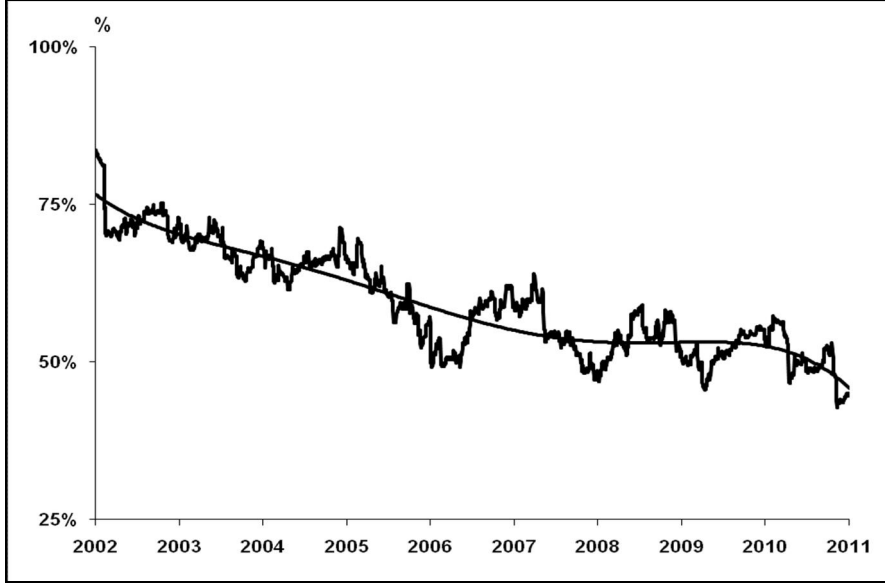


**Kaynak:** TCMB, Merkez Bankası Analitik Bilanço Verileri (İşgünü, Bin YTL), <http://evds.tcmb.gov.tr>, (24/01/2011)

### 5.2.2. Döviz Yükümlülüklerinin Toplam Bilanço Büyüklüğüne Oranı

Merkez Bankası'nın toplam döviz yükümlülüklerinin bilanço içindeki payını gösteren bu oran, 2002 yılına kadar artan döviz tevdiat hesaplarının etkisiyle, bankaların Merkez Bankası nezdinde tuttukları zorunlu karşılıklar ve serbest mevduatlar ile kamunun Merkez Bankası nezdinde tuttuğu döviz mevduatları ve yurtdışı yerleşiklerce yine Merkez Bankası nezdinde açılan Kredi Mektuplu Döviz Tevdiat ve Süper Döviz Hesapları'ndaki azalış sonucu azalma eğilimine girmiş, 2002 yılından itibaren açık piyasa işlemleri yoluyla likidite kontrolünün sağlanmasının etkisiyle ve Merkez Bankası Parası'nın bilanço içindeki payının büyümesi sonucu döviz yükümlülüklerinin Merkez Bankası bilançosu içindeki payı %75 seviyesinden %53'e inmiştir (Grafik 11).

**Grafik 11: Toplam Döviz Yükümlülüklerinin Bilanço Büyüklüğüne Oranı: 2002-2010**

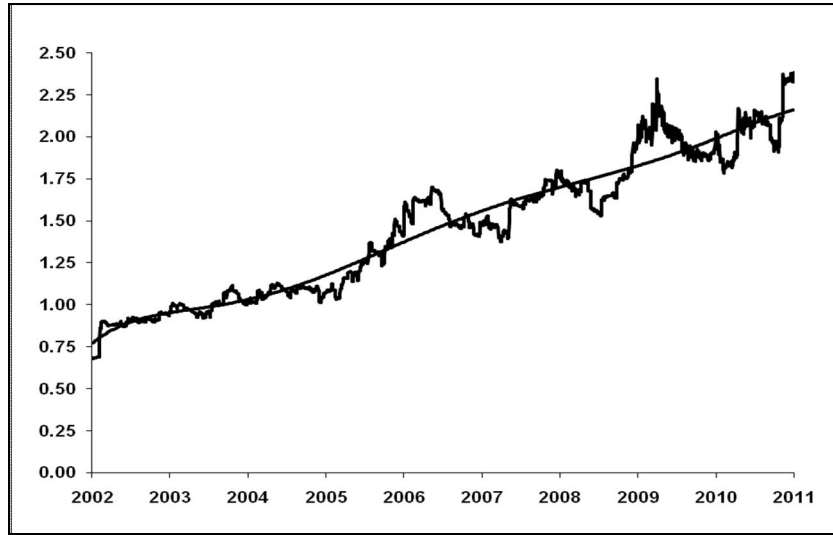


**Kaynak:** TCMB, Merkez Bankası Analitik Bilanço Verileri (İşgünü, Bin YTL), <http://evds.tcmb.gov.tr>, (24/01/2011)

### 5.3. Merkez Bankası'nın Kur Riski Oranı

Kur riski oranı, Merkez Bankası Analitik Bilançosu'ndaki dış varlıkların toplam döviz yükümlülüklerine oranını göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelerde sağlıklı bir bilanço yapısına sahip merkez bankalarının dış varlıklarının dış yükümlülüklerinden fazla olması; yani yüksek kur riski oranına sahip olmaları beklenmektedir. Bunun temel sebebi ödemeler dengesinde sıkıntı yaşandığında, yüksek tutarlı döviz rezervi olan bir merkez bankasının bu sıkıntıyı rahat bir şekilde atlatacağı düşüncesidir. Bu sebeple gelişmekte olan bir merkez bankasının kur riski oranının 1'den büyük olması beklenmelidir (TCMB 2006, 51).

**Grafik 12: Merkez Bankası'nın Kur Riski Oranının Gelişimi: 2002-2010**



**Kaynak:** TCMB, Merkez Bankası Analitik Bilanço Verileri (İşgünü, Bin YTL) , <http://evds.tcmb.gov.tr>, (25/01/2011)

1999 yılına kadar özellikle zorunlu döviz devirleri ve uygulanan politikalar sonucu Türkiye'ye döviz girişleri hızlanmış, döviz yükümlülüklerinin görece olarak azalmasının etkisiyle döviz rezervleri artmış, bunun neticesinde kur riski oranı 1,3'e kadar çıkmıştır. 2000 yılı Kasım ayında yaşanan kriz sonrası artan döviz talebinin Merkez

Bankası tarafından karşılanması ve 2001 Şubat krizini takip eden dönemde, bankaların döviz mevduatlarında görülen artışa bağlı olarak döviz rezervleri düşme eğilimine girmiştir. 2001 yılının ilk yarısında bu oran 0,7'ye kadar gerilemiştir. 2001 yılı Mayıs ayında uygulanmaya konulan yeni istikrar programı çerçevesinde 2001 yılının sonuna doğru dış varlıklardaki düşüşün ve bankaların döviz mevduatlarındaki artışın yavaşlamasıyla rezervler tekrar yükselme eğilimine girmiştir (TCMB 2006, 52). 2002 yılının ilk yarısında ise IMF kredilerinin geri ödenmesi Merkez Bankası döviz yükümlülüklerini azaltmış, ters para ikamesi sürecinin başlamasının etkisiyle de kur riski oranı artmıştır. 2003 yılı Mayıs ayında başlayan ve 2004 yılında da devam eden döviz alım ihaleleri ve döviz müdahaleleri yoluyla dış varlıklardaki artış devam etmiş olup, 2003 yılının ortalarında kur riski oranı tekrar 1'in üzerine çıkmıştır. 2007 yılına kadar geçen sürede, 2006 Mayıs ayında uluslararası piyasalardaki çalkantıyla dış varlıklarda yaşanan görece azalma ile bir miktar azalma gösterdiyse de (2006 Mayıs ayında 1,68 olan oran, 2007 Mart ayında 1,37'ye düşmüştür) 2007 Nisan ayından itibaren tekrar artış göstermiş ve 2008 Ocak ayı itibarıyla 1,79'a çıkmıştır. Bu tarihten itibaren tekrar düşüşe geçen kur riski oranı 2008 Temmuz ayının ortasında 1,53'e düşmüştür. 2008 Ağustos ayından itibaren tekrar yükselişe geçen kur riski oranı 2009 Mart ayı sonu itibarıyla 2,34'e yükselerek en yüksek noktasına çıkmış, bu tarihten sonra tekrar azalarak 1,80'lere inen kur riski oranı 2009 yılsonu itibarıyla 1,92 olmuş, 2010 yılında %2,4 olarak gerçekleşmiştir (Grafik 12). Sonuç olarak Merkez Bankası'nın kur riski oranında aralıklı olarak düşüşler yaşanmış olsa da, istikrarlı bir artışın olduğu gözlemlenmektedir. Bu durum Merkez Bankası'nın döviz varlıklarının düzenli bir şekilde arttırdığını ve olası bir ödemeler dengesi krizinde dövize rahatlıkla müdahale edebilecek döviz rezervine sahip olduğunu göstermektedir.

## 6. Sonuç

2002-2010 döneminde Merkez Bankası'nın uyguladığı dalgalı kur rejiminde döviz kuru ne bir hedef, ne de bir politika aracı durumunda olmuştur. Merkez Bankası; döviz kuru, büyüme ya da cari açık gibi bir değişkeni hedeflememiştir. Uygulanmakta olan dalgalı

döviz kuru rejiminde döviz kurları piyasadaki arz ve talep koşulları tarafından belirlenmiş ve Merkez Bankası'nın herhangi bir kur hedefi olmamıştır. Merkez Bankası, döviz arzının döviz talebine kıyasla giderek arttığı dönemlerde rezerv biriktirme amaçlı döviz alım ihaleleri gerçekleştirmiştir. Piyasalardaki oynaklık Merkez Bankası tarafından takip edilmiş ve kurlarda her iki yönde (yukarı ve aşağı yönlü) oluşabilecek aşırı oynaklık durumunda piyasaya doğrudan müdahale edilmiştir. Merkez Bankası'nın kur müdahaleleri özellikle 2003 yılının ikinci yarısında etkili görünmektedir. Merkez Bankası'nın doğrudan döviz alımları ise döviz piyasasındaki oynaklığı göreceli olarak azaltmıştır. Ancak Merkez Bankası'nın bu yedi yıllık dönemde piyasadan net 65 milyar dolar almış olmasına rağmen, piyasada dolar kuruna orta ve uzun vadeli bir istikrar getirilememiştir.

2000'li yıllarda uluslararası likiditenin yüksek oranda artması, Türkiye'ye gelen kısa vadeli yabancı sermayenin artmasına neden olmuş, bu durum Merkez Bankası'nın döviz rezervlerini yüksek miktarda arttırmıştır. 2002-2010 döneminde Merkez Bankası'nın dış varlıkları 25 milyar dolardan 75 milyar dolara çıkmıştır. Bu artış sonucunda dış varlıklar Merkez Bankası'nın toplam bilanço büyüklüğünün (aktif tarafının) tamamını oluşturur hale gelmiş, brüt döviz rezervleri ise 19 milyar dolardan 81 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır.

Merkez Bankası'nın uyguladığı dalgalı kur rejiminin en önemli etkisi döviz rezervlerinin yüksek miktarda artmasıdır. Artan döviz rezervleri ve azalan döviz yükümlülükleri neticesinde 1990'lı yıllarda 1'in altında olan Merkez Bankası kur riski oranı 2'ye yaklaşmıştır. Kur riski oranının ikiye katlanmış olması Türkiye'nin artan cari açığının finansmanı açısından önemlidir. Merkez Bankası'nın döviz yükümlülükleri ise 2002 sonrası göreceli olarak azalmış ve bilanço büyüklüğü içindeki payı 2002 yılında %84'ten 2009 yılsonunda %54'e inmiştir.

Sonuç olarak Türkiye'de 2002-2010 döneminde artan uluslararası likidite ve risk iştahının etkisiyle dolar arzı artmış, Merkez Bankası da yaşanan döviz bolluğundan faydalanarak rezervlerini arttırmış, döviz yükümlülüklerini azaltmıştır.

## KAYNAKÇA

- Caramazza, Francesco and Aziz, Jahangir. 1998. Fixed or Flexible: Getting the Exchange Rate Right in the 1990s. Economic Issues 13, International Monetary Fund Publication, IMF, Washington D.C., (April), <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues13/issue13.pdf> (giriş tarihi: 27/03/2009).
- Çaşkurlu Tolga, Pınar Mustafa, Salih Aslıhan ve Selman Ferah. 2008. "Can Central Bank Interventions Affects the Exchange Rate Volatility? Multivariate GARCH Approach Using Constrained Nonlinear Programming?", Central Bank of Turkey Research and Monetary Policy Department Working Paper, no:08/06,Ulus, Ankara, (August), <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/WP0517.pdf> (giriş tarihi: 17/09/2008).
- Handa, Jagdish. 2000. "Monetary Economics". First Publishing, Routledge. Taylor&Francis Group, London, UK.
- IMF. 2002. Exchange Arrangements and Foreign Exchange Markets: Developments and Issues, SM/02/233, s. 2.
- Kasapoğlu, Özgür. 2007. "Parasal Aktarım Mekanizmaları: Türkiye İçin Uygulama", Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara, (Şubat), <http://www.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/ozgurkasapoglu.pdf> (giriş tarihi: 08/07/2007).
- Özatay, Fatih. 2009. "Türkiye'de 2000-2008 Döneminde Para Politikası", İktisat ve İşletme ve Finans Dergisi, Cilt 24, Sayı 275, (Şubat), S. 37-65
- TCMB. 2001. Basın Duyurusu, (22 Şubat), <http://www.tcmb.gov.tr>, (giriş tarihi: 23/02/2001).
- TCMB. 2005. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nda Döviz Rezervi Yönetimi. (Ağustos) <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2005/rezyon0805.pdf> (giriş tarihi: 21/11/2010).
- TCMB. 2006. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosu, Açıklamalar, Rasyolar ve Para Politikası Yansımaları, Ankara, (Şubat), <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/tcmbbilancokitabi.pdf> (giriş tarihi:07/04/2007).
- TCMB. 2007. Enflasyon Raporu, 2007-IV, (Ekim), **Error! Hyperlink reference not valid.** (giriş tarihi: 09/11/2007).
- TCMB. 2008. 2009 Yılında Para ve Kur Politikası, Basın Duyurusu, (16 Aralık), [http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2008/Baskan\\_ParaPol09.pdf](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2008/Baskan_ParaPol09.pdf), (giriş tarihi: 05/02/2009).



- TCMB. 2009. 2010 Yılında Para ve Kur Politikası, Basın Duyurusu, (10 Aralık), [http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2009/Baskan\\_ParaPol10.pdf](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2009/Baskan_ParaPol10.pdf), (giriş tarihi: 05/01/2010).
- TCMB. 2010. 2011 Yılında Para ve Kur Politikası, Basın Duyurusu, (21 Aralık), [http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2010/Baskan\\_ParaPol11.pdf](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2010/Baskan_ParaPol11.pdf), (giriş tarihi: 05/01/2011).
- Yılmaz, Durmuş. 2007. Para Politikaları, Sunum, Erzurum Ticaret ve Sanayi Odası, (6 Eylül), TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>, (giriş tarihi: 20/09/2007).
- Yılmaz, Durmuş. 2008. "Global Challenges and Local Response-Monetary Policy in Turkey", BIS Review 82/2008, <http://www.bis.org/review/r080627c.pdf> (giriş tarihi: 07/02/2008).