

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI (TCMB) PARA POLİTİKASI UYGULAMALARININ GELİŞİMİ

Müzeyyen Özlem ÇETİN*

Öz

Küreselleşmenin finansal alandaki etkileri, ulusal ekonomi politikalarında yeni düzenlemeler yapılmasını zorunlu hale getirmiştir. Türkiye’de uygulanan para politikalarında da bu gelişmelere paralel olarak önemli düzenlemeler yapılmıştır. Türkiye’de 2001 yılında yaşanan krizin ardından para politikalarında yapılan düzenlemeler ile finansal sistem sağlıklı bir yapıya kavuşmuştur. Ayrıca, TCMB’nin öncelikli hedefinin fiyat istikrarını sağlamak olduğu belirtilmiş ve TCMB’nin bağımsızlığı konusuna vurgu yapılmıştır. Küresel finans krizinin ardından 2010 yılında TCMB, fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da dikkate almaya başlamıştır. Bunun sonucunda, TCMB, faiz koridoru ve rezerv opsiyon mekanizması (ROM) adlı iki yeni politika aracını geliştirmiştir. ROM uygulaması, 2011 sonundan itibaren uygulanmaya başlanmıştır. TCMB, küresel ekonomik gelişmelere uyumlu olarak ROM’u etkin bir biçimde kullanmış olup, rezervlerini makul seviyelerde tutmuştur. TCMB’nin geliştirdiği yeni politika araçları sayesinde para politikasının esnekliği artırılmaktadır. Böylece ekonominin küresel finansal şoklara karşı kırılğanlığı da azaltılmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), para politikası, fiyat istikrarı, finansal istikrar, rezerv opsiyon mekanizması (ROM), rezerv opsiyon katsayısı (ROK).

Jel Kodları: E50; E52; E58

DEVELOPMENT OF MONETARY POLICY IMPLEMENTATIONS OF THE CENTRAL BANK OF THE REPUBLIC OF TURKEY (CBRT)

Abstract

The effects of globalization in the financial field, has required new arrangements on national economic policies. Parallel to this development has made important adjustments in monetary policy implemented in Turkey. Turkey, has reached a healthy financial system structure with the arrangements made in monetary policy after the crisis in 2001. In addition, the CBRT has been stated that the primary objective to maintain price stability. On the other hand, CBRT’s independence has been emphasized. After the global financial

* Öğr. Gör. Dr., Marmara Üniversitesi, Adalet Meslek Yüksek Okulu, muzeyyen.ozlem@marmara.edu.tr

crisis in 2010, for the CBRT, financial stability has also been to other important aim besides price stability. As a result, the CBRT, the interest rate corridor and reserve option mechanism (ROM) had developed two new policy instrument named. ROM application has been implemented since the end of 2011. The CBRT has used the ROM, paralleled with global economic developments. Thus, the CBRT reserves have been kept at a reasonable level. With the new policy instruments developed by the CBRT, has been increased the flexibility of monetary policy. Thus the fragility of the economy has been reduced against the global financial shocks.

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

Jel Codes: E50; E52; E58

Giriş

Küreselleşme, ulus devletlerin ekonomi içerisindeki rolünün sorgulanması ile birlikte, ulusal ekonomi politikalarının da yeniden düzenlenmesini gerektirmiştir. Özellikle kısa vadeli sermaye girişi çıkışlarının yoğun olduğu ekonomilerde, küreselleşmenin olumsuz etkilerinden mümkün olduğunca kaçınabilmek için ekonomi politikalarında düzenlemelere ihtiyaç duyulmaktadır. Bu düzenlemeler, ağırlıklı olarak para politikasını ilgilendirdiğinden para politikası alanında yapılmaktadır.

Dünyada para politikası amaçları ve araçları iktisadi gelişmelere paralel olarak doğan ihtiyaçlara göre geliştirilmiş ve şekillendirilmiştir. Genel olarak değerlendirildiğinde para politikası amaçları, fiyat istikrarını sağlamak ve korumak, potansiyel büyüme hızının doğal düzeyine yakınlaştırmak, finansal istikrarı gözetmek olarak sayılabilir.

Merkez bankaları ellerindeki para politikası araçlarını kullanarak para politikasını yönetirler. Piyasada sadece paranın bulunduğu bir ortamda merkez bankaları piyasadaki para arzını denetleyerek para politikasını yönetebilmektedir. Ancak ekonomideki gelişmeler, merkez bankalarının nakit para arzını denetlemesi para politikasının etkinliği açısından yetersiz kalmasına neden olmuştur. Merkez bankaları, kredi hacmini denetleyecek araçları da devreye sokmak zorunda kalmıştır. Para politikası araçlarını, dolaysız ve dolaylı araçlar olmak üzere iki grupta toplamak mümkündür. Dolaysız para politikası araçları, fiyat ya da miktara limit koyma gibi doğrudan müdahale yoluyla uygulanan araçlar olup, genel olarak kredi tavanı ve faiz denetimi olarak sınıflandırılabilir. Dolaylı para politikası araçları ise reeskont politikası, açık piyasa işlemleri (API), karşılıklar politikası, faiz politikası, kur politikası ve para basmadır (Eğilmez, 2012, 29 Eylül).

Türkiye’de uygulanan para politikalarının amaçları ve bu amaçlara ulaşmada kullanılan araçlar, zaman içerisinde ekonominin genel yapısına ve küresel ekonomik gelişmelere bağlı olarak değişime uğramıştır. Türkiye’de para politikasının belirleyicisi durumunda bulunan TCMB özellikle 2001 krizinin ardından belirlediği para politikası amaçları ve bu amaçlara ulaşmada kullandığı araçlar açısından önemli ölçüde ilerleme kaydetmiştir. TCMB uyguladığı söz konusu

politikalarla günümüzde dünyanın başarılı merkez bankaları arasında yer almaktadır.

Çalışmada TCMB'nin faaliyete geçmesinden günümüze kadar uygulanan para politikalarına yer verilmektedir. Özellikle 2001 krizi sonrası para politikalarında yapılan düzenlemeler ve sonrasında uygulamaya konulan yeni araçların ekonomi üzerindeki etkileri ortaya konulmaktadır. İlk bölümde 1930 yılından 1980 yılına kadar geçen sürede yapılan düzenlemelere yer verilmektedir. Kuruluş döneminde TCMB'nin para politikası denk bütçe ve sıkı para politikalarına uygun biçimde Şekillendirilmiştir. 1960 ve 1970'lerde TCMB'nin kalkınmanın finansmanına katkıda bulunacak Şekilde para ve kredi politikalarını düzenlemesi sağlanmıştır. TCMB bu dönemde söz konusu amaçlara uygun araçlarla donatılmıştır.

1980-2000 döneminde uygulanan para politikaları da bir sonraki bölümde incelenmiştir. 1980'li yıllar Türkiye ekonomisinde finansal serbestleşmeye geçilen yıllar olduğundan para politikalarında da önemli düzenlemeler yapılmıştır. TCMB'nin para politikasını uygulama ve yönlendirme konusundaki konumu güçlendirilmiştir. TCMB, bu düzenlemeler sonucunda toplam kredi arzını ve rezervleri yönlendirebileceği bir yapıya kavuşmuştur. Bu dönemde kullanılan araçlar, mevduat munzam karşılıkları, APİ ve disponibiliteler olmuştur. 1990'lı yıllarda ise dünyada, parasal programlamaya dayalı politikalar yerini enflasyon hedeflemesine yönelik politikalara bırakmaya başlamıştır. TCMB'nin para politikaları da bu yönde değişim göstermiştir.

Çalışmanın nc bölümünde 2000'li yıllardan 2011 yılına kadar uygulanan para politikaları incelenmektedir. Türkiye ekonomisinde para politikasında yapılan radikal değişiklikler, 2000'li yıllarda kendisini göstermektedir. Türkiye ekonomisinde para otoritesi, klasik araçlarını kullanarak para politikasına yn vermekten, 2000'li yılların başında meydana gelen gelişmeler, para politikası otoritesini yeni arayışlara itmiştir. 2000 yılında IMF ile yapılan Stand-By düzenlemesi ile önerilen yapısal reformların gerçekleştirilememesi sonucunda bankacılık sektörü kırılgan bir yapıya bürünmüş, döviz kurları aşırı değerlenmiş, TCMB'nin dış varlıklarında önemli ölçüde gerilemeler kaydedilmiştir. Bu gelişmeler sonucunda Türkiye ekonomisi yeni bir krize sürüklenmiştir. Şubat 2001 krizi sonucunda, yurtdışına önemli ölçüde sermaye kaçışı gerçekleşmiş, ekonomik rasyolarda ciddi bozulmalar gerçekleşmiştir. Kurlar ve faiz oranları yükselmiştir. Bu gelişmeler TCMB Kanunu'nda ciddi düzenlemeler yapılmasını, para politikasının ekonomideki rolünün yeniden tanımlanmasını gerektirmiştir.

Dördüncü bölümde, para politikalarında fiyat istikrarının yanında finansal istikrarın da önem kazanmaya başladığının altı çizilerek Türkiye'de de buna uygun olarak geliştirilen para politikası araçları ele alınmaktadır. TCMB, 2010 yılında uygulamaya koyduğu faiz koridoru aracı ve 2011 yılı sonundan itibaren uygulamaya ROM aracı ile para politikasına müdahale etmektedir. Türkiye ekonomisi için olduğa yeni olan söz konusu iki araç, konjonktürdeki kısa dönemli değişimler için, hızlı ve olumlu hamleler yapılmasına olanak tanımaktadır. Özellikle ROM'un TCMB'nin para politikasına müdahalelerine esneklik kazandırdığı ve TCMB'nin döviz rezervlerini güçlendirdiği bu bölümde kronolojik olarak yapılan inceleme sonucunda ortaya konulmaktadır.

Söz konusu bölümde, 2013 ve 2015 yılları arasında TCMB'nin ROM uygulaması ile birlikte faiz koridorunu da kullanarak gerçekleştirdiği para politikası uygulamaları ve bu uygulamalar

sonucunda TCMB brüt döviz rezervlerinin gelişimi incelenmekte; TCMB'nin 2016 yılı para politikası hedeflerine de yer verilmektedir.

TCMB'nin 25 Nisan 2001 tarihli 4651 sayılı (1211 sayılı Merkez Bankası Kanununun bazı maddelerini değiştiren) Kanun ile belirlediği yeni para politikası amaçları ve bu amaçlara ulaşmada kullanacağı araçlar ile faiz koridoru uygulaması ve ROM uygulamasının sonuçları çalışmanın konusunu oluşturmaktadır.

Çalışma kuruluşundan günümüze TCMB'nin para politikası uygulamalarını kronolojik olarak incelemek, ağırlıklı olarak 2001 yılında 4651 sayılı Kanun ve 2011 yılında geliştirilen yeni para politikalarının etkilerini ortaya koymak için oluşturulmuştur. Çalışmanın, özellikle 2011 yılında uygulamaya konulan ROM ve sonuçları ile faiz koridoru uygulamaları konusunda literatüre katkı yapacağı düşünülmektedir.

I. Türkiye'de Para Politikalarının Gelişimi (1930-1980 Dönemi)

Türkiye'de para politikası TCMB tarafından belirlenmekte ve yönetilmektedir. Para politikası, ülke ekonomisindeki konjonktürel gelişmelere ve küreselleşme ile birlikte dünya ekonomisindeki gelişmelere göre şekillendirilmektedir. TCMB'nin amaçları ve bu amaçlara ulaşmada kullanacağı araçlar zaman içerisinde ekonomik koşullara göre değişim göstermiştir.

11 Haziran 1930 tarihli ve 1715 sayılı Merkez Bankası Kanunu'nun kabul edilmesiyle TCMB'nin kuruluşundaki ilk adımlar atılmıştır. TCMB, devletin iç ve dış ödemelerini, kambiyo ve hazine işlemlerini üstlenmiş, 3 Ekim 1931 tarihinde faaliyete başlamıştır. 1930 yılındaki kanunda TCMB'nin "memleketin iktisadi inkişafına yardım" için kurulduğu belirtilmiştir. Bu doğrultuda, 1930'larda TCMB'nin para idaresi, ortodoks iktisat düşüncesinin ilkelerine (denk bütçe/sağlam para) uygun şekilde biçimlendirilmiştir. Zorunlu karşılık ayrılması bu dönemde, kamunun finansmanını ve tasarruf mevduatlarını korumanın bir aracı olarak kullanılmıştır. Bu eğilim 1950'li yıllarda da devam etmiştir (Bakır, 2007, 19, 29, 30).

1960'lı yıllar Türkiye ekonomisinde planlı dönem olup, TCMB'nin politikaları da genel ekonomiye uygun olarak belirlenmiştir. 1961 yılında uygulanan para politikasının kısa vadeli amacı ekonomik durgunluğu aşmak olmuş, kamu ve özel kesim harcamaları para ve kredi tedbirleriyle artırılmaya çalışılmıştır. 1967 yılına gelindiğinde TCMB'nin kalkınmanın finansmanında etkin bir biçimde rol almaya devam ettiği görülmektedir. Bu dönemde kalkınmanın finansmanı için gerekli krediler sağlanırken, artan likiditenin olumsuz etkilerini giderme yönünde tedbirler de alınmaktadır. Bu tedbirler, mevduat munzam karşılıkları¹ gibi zorunlu tedbirler ile bazı

1 Mevduat munzam karşılıkları: Bankaların kabul ettikleri mevduatlardan Merkez Bankasına yatırmaya zorunlu oldukları miktarlardır.
Disponibilite: Merkez Bankasının, bankaların kabul ettikleri mevduata karşılık kendi kasalarında tutulmasını zorunlu kıldığı karşılıklardır.
Zorunlu karşılıklar: Mevduat kabul eden bankaların bu mevduatlara karşılık olarak Merkez Bankasında bulundurmaları zorunlu oldukları mevduatların oranıdır.
Önceki uygulamalarda disponibilite ve munzam karşılık birlikte uygulanırken, günümüzde bu iki uygulama yerini zorunlu karşılık uygulamasına bırakmıştır (Eğilmez, 2012, 23 Kasım).

teknik tedbirlerden oluşmaktadır. 1960-1970 döneminde, ekonomik konjonktüre uygun olarak genişlemeci para politikaları izlenmiştir. Bu dönemde dışa açılma sürecinin yavaşlamış olması ve kalkınmanın planlı modele uygun olarak gerçekleştirilmesi nedeniyle kısa vadeli para politikalarına duyulan gereksinim azalmıştır. Bu dönemde maliye politikalarının daha etkin olduğu gözlemlenmektedir (Kazgan, ztrk ve Koraltürk, 2000, 155-172).

1970'lere kadar 1715 sayılı TCMB Kanunu'nda çeşitli değişiklikler yapılmış olup, 1960'larda başlayan planlı kalkınma süreci ile TCMB'nin görev ve işlevlerinin yeniden tanımlanması ihtiyacı doğmuştur. Bu doğrultuda hazırlanan yeni Kanun (1211 sayılı Kanun) Ocak 1970 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Bu Kanunla birlikte para ve kredi politikalarının kalkınma plan ve programlarına uygun bir biçimde yürütülmesi düzenlenmiş, para ve kredi kontrol yetki ve amaçları geliştirilmiş ve Banka Kredilerini Tanzim Komitesi²'nin görev ve yetkileri TCMB'ye devredilmiştir. 1970-1980 döneminde parasal genişleme kontrol edilemediğinden enflasyon sürekli olarak kazanılmıştır. 1976 yılında Türk lirası aşırı değerli hale geldiğinden, ihracatta düşüşler başlamış ve TCMB dış varlıkları düşüş göstermiştir. Bu dönemde faiz ve kurlar üzerinde düzenlemeler yapılabilecekken, sabit kur uygulaması ve genişletici para politikaları uygulanmaya devam edilmiştir. Bu önlemlerin yanında bazı malların ithalatının azaltılması, bazı malların ithalatının teşvik edilmesi ve btgede harcamaları azaltıcı tedbirlerin alınması sonucunda fiyat artışlarının azaldığı gözlemlenmiştir (Kazgan, ztrk ve Koraltürk, 2000, 187-192).

Ocak 1970 tarihinde, kabul edilen 1211 sayılı yasa ile TCMB'nin ekonomideki işlevleri ve bu işlevleri yerine getirme konusundaki amaçları ve araçları belirlenmiştir. Hazine'nin TCMB'deki payının artırılması ile banka yönetiminde egemen hale gelmesi de yasanın olumsuz yönü olarak değerlendirilmektedir. TCMB'nin temel görevi bu dönemde kalkınma planları ile uyumlu bir biçimde, hkmetlerin belirlediği para ve kredi politikalarını yürütmek olarak belirlenmiştir. TCMB bu dönemde reel sektöre doğrudan kredi sağlamak, mevduat munzam karşılıklarını tutmak gibi görevler üstlenmiştir. TCMB, 1970'li yıllardan itibaren de bt açıklarının finansmanına ek olarak zaman zaman Hazine'nin dış borç demelerine destek olmuştur (Bakır, 2007, 30-31).

1980'li yıllara gelindiğinde, finansal ve ekonomik küreselleşmenin hız kazanması ile uluslararası finansal kapitalin temsil ettiği değerler ve tercih ettiği makroekonomik politikalar ile kurumlar ön plana çıkmaya başlamıştır. Bu ortamda merkez bankacılığı olgusu yeniden tanımlanmaya başlanmıştır. TCMB ise, 1980'lerin sonlarına kadar ekonomik kalkınmanın finansmanı için kredi politikasını kullanmayı sürdürmüştür. TCMB'nin bu görevi, 1989 yılında sona ermiştir. Bu tarihte TCMB'nin idari bir kararıyla orta ve uzun vadeli kredi verme politikasına son verilmiştir. Bankanın hükümetin sanayileşme politikasına bir kalkınma bankası gibi destek vermesine imkan veren işlevleri Türk Eximbank ile Türkiye Kalkınma Bankası A.ř.'ye devredilmiştir (Bakır, 2007, 32-33).

2 Banka Kredilerini Tanzim Komitesi: Ülkedeki ekonomik faaliyetlerin gereklerine uygun olarak, genel kredi hacmi ile genel kredi hacmi içindeki çeşitli kredi türlerinin sektörler itibarıyla dağılımını ayarlamaya yönelik kararlar almak, bankacılık kanununun uygulanması ile bankacılık ve kredi ile ilgili konularda hkmete verilecek kararlarda görüş bildirmek gibi görevleri yerine getirmek üzere kurulmuştur (Taşcıoğlu, 1998, 72).

Faiz oranları, sanayileşmede ithal ikameci ve korumacı politikaların izlendiği 1960'lı ve 1970'li yıllarda da TCMB kanalıyla hükümet tarafından belirleniyordu. TCMB, para ve kredi politikalarını hükümetin ekonomi politikalarıyla uyumlu yönetebilmek için gerekli politika araçlarıyla donatılmıştır. Bunlardan disponibilitate ve munzam karşılık oranlarına uygulanacak faiz oranları TCMB tarafından belirlenmeye başlanmıştır. Söz konusu faiz oranları, daha önce Banka Kredilerini Tanzim Komitesi'nce belirlenmekte ve buradaki hesaba yatırılmaktaydı. TCMB bu sayede, hem ticari bankaların uygulayacakları faiz oranlarını hem de kullandıracakları kredi miktarını belirlemekteydi. Faiz oranları her ne kadar TCMB tarafından belirlense de, Yüksek Planlama Kurulu'nun uygun görüşü ve bakanlar kurulu kararı ile yürürlüğe girmektedir. Bu dönemde kamu yatırımlarını teşvik etmek ve kamu borçlanma maliyetini azaltmak amacıyla reel faiz oranları negatif olarak belirlenmiştir. Temmuz 1980 döneminde vadeli mevduat ve kredi faizlerine getirilen serbestinin ardından bankaların dışındaki finansal kurumlar arasında başlayan ve devlet tarafından düzenlenip denetlenmeyen faiz yarışının 1982 yılında banker krizleriyle sonuçlanmasının ardından Ocak 1983'te mevduat faiz oranlarının belirlenmesi tekrar TCMB'ye devredilmiştir. Ancak TCMB'nin faiz oranlarını belirlemedeki yetkisi hükümetin iznine bağlıdır. Temmuz 1987'de faizler serbest bırakılmış, Ekim 1988'de ise piyasada belirlenmeye başlanmıştır. Günümüzde, TCMB uygulayacağı faiz oranlarını belirlemede tam yetkili durumdadır. Banka faizleriyle ilgili alacağı kararlarda enflasyon beklentilerini, uluslararası sermaye hareketlerini ve enflasyonun orta vadede izleyeceği seyri göz önünde bulundurmaktadır (Bakır, 2007, 33-34).

2. 1980 Sonrası TCMB'nin Kullandığı Para Politikası Araçları ve Uygulama Sonuçları

24 Ocak 1980 tarihinde "İstikrar Tedbirleri" açıklanmıştır. İstikrar tedbirleri çerçevesinde kamu fiyatları artırılmış, faizler yükseltilmiştir. 1981 yılında kurların günlük ayarlamasına geçilirken faizlerin rekabetçi ortamda belirlenmesine izin verilmiştir. Güvence ve denetim mekanizmaları yeterince hazırlanmadan finansal aracılığın yaygınlaşması, "Banker Olayı"³ olarak bilinen gelişmelerin yaşanmasına neden olmuştur. 1970'li yılların ortalarında hissedilmeye başlanan ve sonuna kadar devam eden döviz sorununun çözümü ve yüksek oranlı kronik enflasyon karşısında döviz bulma ve para arzını sağlama faaliyetine ağırlık veren TCMB 1980'li yıllarda ekonomideki yapısal düzenlemeleri uygulayan bir aktör haline gelmiştir. 1980 yılı sonrası dışa açık ekonomik

3 Banker Olayı: 24 Ocak 1980 kararları faizlerin yükselmesi sonucunda tasarrufların kredi kurumlarına kanalize olmasına ve tüketimin azalmasına neden olmuştur. Bunun sonucunda mali yapıları güçlü olmayan pek çok işletme maliyetleri oldukça yüksek olan kredilerin kullanımına yönelmiştir. Bankalar yasal zorunluluklar nedeniyle ancak kredileri ödeyebilecek durumda olan işletmelere kredi açtıklarından, bankalardan kredi alamayacak durumda olan işletmelerin çoğu daha yüksek faiz oranlarına karşılık banker kredisi kullanmak zorunda kalmışlardır. 24 Ocak Kararları ile uygulanan deflasyonist politikaların sonucunda, önemli bir bölümü küçük bankerlerin müşterisi olan birçok işletmenin iflas etmesi, bu işletmelerin faizlerini ve anapara ödemelerini aksatmalarına yol açmıştır. 23 Aralık 1981 tarihli tebliğ ile 3 Ekim 1981 tarihli Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Yasası'nda değişiklik yapılmıştır. Buna göre, bankerlik için asgari sermaye ve yedek akçe toplamının 200 milyon lira olması öngörülmektedir. Bu gelişmeler, birçok bankeri etkilemiş ve tasfiye süreci başlamıştır (Kazgan, Öztürk ve Koraltürk, 2000, 236-237).

modelin benimsenmesi sonucunda kontrollü dalgalı dvız kuru sistemine geçilmiştir (Kazgan, ztrk ve Koraltürk, 2000, 231-238).

1980’li yıllarda finansal serbestleşmenin etkileriyle, para politikalarında da önemli değişikler yapılmıştır. 1980’li yıllarda, kamu finansmanının TCMB kaynaklarının dışından sağlanabileceği yeni kurumsal düzenlemeler yapılmıştır. Para piyasalarında, Hazine’nin 1985 yılında haftalık bono ihaleleri ile i borçlanmaya başlaması bu düzenlemelere bir örnektir. Bu yapısal reformlar, 1989 yılında tam konvertibiliteye geçişle birlikte kamu açıklarının bir kısmının kısa vadeli portföy yatırımları ile karşılanması için gerekli kurumsal alt yapıyı oluşturmuştur. Bunun yanında TCMB’nin para politikasının belirlenmesi ve uygulanmasındaki konumunu gclendiren diğer bazı önemli değişiklikler de yapılmıştır. İhaleli bono ve tahvil satışına başlanmış, mevduat munzam karşılık ve umumi disonibilite uygulamalarında değişiklik yapılmıştır. 1980’lerin ikinci yarısında TCMB’nin para politikasını uygulamakta kullanacağı yeni piyasa araçları geliştirilmiştir. Bunlar bankalararası para piyasası işlemleri, dvız ve efektif piyasası işlemleridir. Ayrıca APİ aracına da işlerlik kazandırılmıştır. Bankalararası para piyasasının 2 Nisan 1986 tarihinde kurulmasıyla TCMB bankalararası likidite ihtiyaçlarının karşılanmasında tek kaynak olmaktan çıkmıştır. Dvız piyasasının kurulması ise, dvız kurlarının piyasada belirlenmesine aracılık ederek bankaların dvız rezervlerini düzenlemelerine imkan vermiştir. Bu düzenlemeler sonucunda, TCMB toplam para ve kredi arzının toplam rezervleri kontrol ederek yönlendirebileceği bir para politikası uygulamaya başlamıştır (Bakır, 2007, 35-36).

1980’lerin sonlarında para politikasını yönlendirmek üzere kullanılan araçlar mevduat munzam karşılıkları, APİ ve disonibilite mekanizmaları olmuştur. Mevduat munzam karşılık oranları, özellikle sermaye piyasalarının gelişmemiş olduğu ekonomilerde yoğun bir biçimde kullanılmıştır. Türk mali sisteminde de çok sık kullanılan bu araca, finansal sektörün karlarının korunması amacıyla başvurulmuş olup, çok sık değiştirilmemiştir. Oranın belirlenmesi 1970’lere kadar Banka Kredilerini Tanzim Komitesi tarafından gerçekleştirilirken, bu tarihten sonra (1211 sayılı Kanun’la) TCMB’ye bırakılmıştır. TCMB bu yetkisini 22 Kasım 1972 tarihine kadar kullanmamıştır. 1970’lerde kalkınmanın finansmanında etkili olarak kullanılan bu araçla ilgili faiz oranları düşük düzeylerde tutulmuştur. 1987 yılında hızla genişleyen emisyon hacmini daraltmak üzere, munzam karşılık ve disonibilite oranları artırılmıştır. 1995 yılının Ocak ayında enflasyon oranında görülen artışa bağlı olarak, dvız kurları ve faiz oranlarının yükselmesi sonucunda zorunlu karşılık oranlarının yükseldiği görülmektedir (Akçay, 1997, 113-120).

APİ, merkez bankalarının kısa vadeli senet, tahvil alıp satması olarak tanımlanmaktadır. APİ, özellikle gelişmiş sermaye piyasasına sahip ekonomilerde yaygın olarak kullanılmaktadır. 1211 sayılı Kanun’da APİ’ye ilişkin düzenlemeler yapılmış olup, söz konusu araca ancak 1986 yılında işlerlik kazandırılmıştır. APİ, para arzını ve ekonominin likiditesini düzenlemek amacıyla TCMB’nin piyasadaki mevcut devlet iç borçlanma senetlerini alıp satması yoluyla gerçekleştirilmektedir. APİ faiz oranlarının belirlenmesinde DİBS (Devlet İç Borçlanma Senetleri) ihale faizleri, interbank faizleri ve dvız piyasasındaki hareketler rol oynamaktadır (Akçay, 1997, 121-125).

Disponibilite, bankaların taahhütlerine karşı bulunduracakları nakit ya da nakit benzeri kıymetlere ilişkin olup, bankaların aktif yapısını düzenlemeye yarayan zorunlu bir araçtır. Mevduat munzam karşılıkları uygulamasından farklı olarak, disponibilite uygulamasında disponibil değerlerin bir kısmına faiz tahakkuk edilmektedir. Ocak 1994 tarihinde yapılan düzenleme ile yabancı para yükümlülükleri disponibilite kapsamına alınmıştır. Bankaların yüksek açık pozisyonlarına bağlı olarak yaşadıkları panik nedeniyle, döviz hesapları karşılığında disponibil değer bulundurma yükümlülükleri 10 Şubat 1994 tarihinde kaldırılmıştır. 5 Nisan 1994 kararlarıyla mevduat dışı yabancı para yükümlülükleri disponibilite yükümlülüğü getirilmiştir. 1996 yılında disponibiliteyle ilgili önemli değişiklikler yapılmış, disponibiliteye tabi taahhütlerde sabit ve artan kısım ayrımı kaldırılmış, bankaların açık pozisyon oluşturmalarını engellemek amacıyla döviz pozisyon açıkları disponibilite kapsamına alınmıştır. Ayrıca, kıyı bankacılığı yapan bankalar hariç serbest bölgelerde faaliyet gösteren bankalar disponibilite kapsamına alınmıştır. Bu düzenlemeler sonucunda, bankaların mevduat ve mevduat dışı TL ve yabancı para yükümlülükleri üzerindeki yasal yükümlülükler birbirlerine yaklaştırılmış olup görece maliyet avantajları ortadan kaldırılmıştır (Akçay, 1997, 126-129).

1980'lerde dünyada finansal piyasalarda başlayan yenilikler, 1990'larda hız kazanmış ve buna paralel olarak önceden bir politika belirlemeye temel olabilecek bir parasal ilişkiyi tahmin edebilmek zorlaşmıştır. Bu bağlamda, parasal programlamaya dayalı politikaların etkileri azalmaya başlamış, mali ve teknik yeniliklere uygun olarak, döviz kuru ve kısa vadeli faiz politikaları ön plana çıkmıştır. Bunun nedeni para arzının dışsal olduğu varsayımına dayanan monetarist yaklaşımın, teknolojik ve finansal gelişmelerle önemini kaybetmesidir. Bu gelişmelerin sonucunda 1990'larda dünyada para arzı hedeflemesinden çok enflasyon hedeflemesi ön plana çıkmıştır. Yeni Zelanda, İngiltere, Kanada, İsveç, Finlandiya, Avustralya, İspanya gibi ülkeler enflasyon hedeflemesi uygulamaya başlamış ve dolayısıyla fiyat istikrarından sorumlu tutulan merkez bankalarının bağımsızlığı tartışılmaya başlanmıştır (Günel, 2001, 50-51).

24 Ocak 1980 tarihinde yürürlüğe konulmasına Bakanlar Kurulu'nca karar verilen 25 sayılı "Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında Karar" ile Türk lirası ile yabancı paralar arasındaki paritenin belirlenmesi yetkisi, TCMB'nin görüşü alınmak suretiyle Maliye Bakanlığı'na verilmiştir. 1984 yılında Türk Parası Kıymetini Koruma mevzuatında yapılan yeni düzenlemelerle döviz alma, satma, bulundurma ve kullanmanın önündeki kısıtlamaların kaldırılması sonucunda bir anlamda konvertibiliteye geçilmiştir. 1985 yılında, ekonominin dışa açılmasına paralel olarak, kambiyo rejiminde köklü değişiklikler getiren Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 30 sayılı Karar kabul edilmiştir. 1989 yılında 32 sayılı Kararla Türk Parası Kıymetini Koruma Kanunu'nda yapılan değişiklikler ile giderek dövizle işlemlere izin verilmeye başlanmıştır. Türk lirası göreceli esnek dalgalanmaya bırakılmış ve bu rejimde de TCMB piyasalara müdahale etmeyi sürdürmüştür. 1990'ların başında kamu açıklarının sebep olduğu enflasyon ve ödemeler dengesi sorunları nedeniyle 1994 yılında bir kriz ortaya çıkmıştır. Türk lirası 1994 yılının ilk dört ayı sonunda yüzde 130'lara varan oranda devalüe edilmiştir (Kazgan, Öztürk ve Koraltürk, 2000, 238-239).

1994 yılında yaşanan ekonomik krizin nedenleri kamu açıklarının kapatılması için iç

borçlanmaya başvurulması, bu nedenle faizlerin yükselmesi, sermaye hareketlerinin de serbest bırakılması nedeniyle faiz-kur arasındaki makasın açılmasıdır. Türkiye'ye kısa vadeli sermaye girişlerinin artması, bankaların açık pozisyonlarını bytmeye yönelmeleri sonucunda 1994 yılı başında ciddi bir ekonomik kriz yaşanmıştır (Gnal, 2001, 62).

şubat 1995 tarihinde IMF ile yapılan Stand-By düzenlemesi ile bağımlı hareketli kur sistemine geçilmiştir. Bu sistemde dolar-mark sepetine bağlı olarak döviz kurlarının enflasyon oranında artırılması ve önceden tespit edilen ay içindeki ve sonundaki kurlara ulaşılması hedeflenmiştir. Ancak enflasyonun hedeflerin üzerinde gerçekleşmesi nedeniyle bu uygulama başarılı olamamıştır (Kazgan, ztrk, Koraltürk, 2000, 238- 239).

1990 yılında TCMB ilk kez parasal hedeflemeye dayalı bir program uygulamaya başlamıştır. Bu programda M1 (vadesiz mevduatlar ve dolaşımdaki para), M2 (M1+vadeli mevduat), M2Y (M2+Türkiye'de yerleşik olanların bankalardaki döviz tevdiat hesapları) gibi parasal büyüklükler yerine toplam bilanço büyüklüğü, i ykmllkler, iç varlıklar ve merkez bankası parası ile ilgili bazı hedefler belirlenmiştir. TCMB bu programla, i kredilerinin genişlemesini denetleyerek enflasyonu kontrol altında tutmayı hedeflemiştir. Program başlangıçta olumlu sonuçlar vermiş olmakla birlikte, 1990 yılında Irak'ın Kuveyt'i işgalinin ortaya çıkardığı olumsuz ekonomik ve politik ortam ve Ekim 1991 yılında yapılan erken genel seçimler nedeniyle uygulanan gevşek para ve maliye politikaları sonucunda kesintiye uğramıştır. 1992 yılındaki ikinci parasal hedefleme girişimi de, hızla artan kamu harcamalarının önemli lde TCMB tarafından açılan kısa vadeli avanslar ile finansmanı nedeniyle başarılı olamamıştır. 1998 yılında başka bir program uygulamaya konulmuştur. Bu programla, rezerv para artışlarının kontrol edilmesi amaçlanmıştır. Programın başarılı olması için, TCMB ve Hazine arasında ortak bir protokol yapılmıştır. Bu protokolda parasal hedeflerin üçer aylık olarak ilan edileceği ve TCMB'nin Hazine'ye kısa vadeli avans verme işlemine son verileceği belirtilmiştir. Ancak 1998 yılında çıkan Rusya krizinin etkisiyle artan faiz oranları ve para talebi, program hedeflerinin tutturulamamasında etkili olmuştur (Bakır, 2007, 36-37).

1980'lerin sonunda, faizlerin serbest bırakılmasına ilişkin ilk deneme yapılmıştır. 1987 yılındaki ilk uygulamaların başarısız olmasından sonra, 12 Ekim 1989 tarihinde tüm mevduat ve kredi faizleri serbestleştirilmiştir. Bu dönemde para arzı ile bankacılık sisteminin rezervlerinin kontrol altında tutulması gerekmektedir. 1990'lı yılların sonunda para politikası uygulamasında para arzı büyüklükleri yerine bilanço büyümesinin denetim altına alınması yaklaşımı benimsenmiştir. Bu dönemde TCMB'nin mali sistem içerisindeki ağırlığının azaltılması anlayışı hakim olmuştur. Bunun için özellikle kamu kesimine açılan krediler olmak üzere TCMB'nin kredileri sınırlandırılmış, TCMB'nin para arzını sınırlayıcı önlemler alınmıştır. 1990'lı yılların sonlarında gerek Rusya'da yaşanan ekonomik kriz gerekse ülkemizde ardı ardına yaşanan iki büyük deprem ekonomiyi olumsuz yönde etkilemiştir. TCMB, 1999 yılı başında bir parasal program açıklamıştır. Programın 1999'un ilk yarısı için belirlenen hedefi uluslararası rezervlerin var olan seviyesini korumak ve enflasyonu düşürmek için sürdürülen programı devam ettirmek olarak belirlenmiştir. şubat ayında IMF ile yapılan Yakın İzleme Anlaşması çerçevesinde net i varlıklar hedef değişken olarak belirlenmiştir. Mart ve Nisan ayları için net i varlıklar alt limiti tespit

edilmiş, Ocak-Haziran döneminde iç kredilerin daralması ve TCMB'nin API'yi azaltmasına bağlı olarak uluslararası rezervler artarken net iç varlıklar azalış göstermiştir. Haziran ayında TCMB gecelik faizleri düşürmüş, bu gelişmeler piyasada olumlu karşılanmış ve Temmuz ayından itibaren faiz oranları düşmeye başlamıştır. Bu gelişmeler sonucunda IMF ile yapılan görüşmelerle birlikte IMF tarafından desteklenen yeni bir program üzerinde anlaşma sağlanmıştır. Bu programa göre, belirli makroekonomik hedefler ve ekonomin yeniden inşasına ilişkin bazı özel hedefler üzerinde anlaşmaya varılmıştır. Daha sonra niyet mektubu haline getirilecek bu anlaşmaya göre 2000 yılı para politikası belirlenmiştir (Kazgan, Öztürk, Koraltürk, 2000, 243-245, 269-272).

IMF ile gerçekleştirilen Stand-By anlaşması çerçevesinde 2000-2002 yıllarını kapsayacak programın amaçları, maliye, para, kur ve gelirler politikalarının eş güdümlü olarak uygulanması sonucunda enflasyonun kontrol altına alınması, reel faiz oranlarının makul seviyeye indirilmesi, ekonomin büyüme potansiyelinin artırılması, ekonomideki kaynakların daha etkin ve adil dağılımının sağlanmasıdır (Kazgan, Öztürk, Koraltürk, 2000, 279-280).

2000-2002 programına göre, enflasyon hedefi ile uyumlu olarak 2000 yılı kur artış oranı yüzde 20 olacaktır. İlk 18 aylık dönem için günlük kur açıklanacaktır. Programın ikinci yarısı olan Temmuz 2001-Aralık 2002 döneminde ise "band" uygulamasına geçilecektir. Band uygulamasındaki aralığın toplam genişliğinin kademeli olarak artırılmasına karar verilmiş olup, 1 Temmuz 2001-31 Aralık 2001 arasında yüzde 7,5, 30 Haziran 2002'ye kadar yüzde 15, 31 Aralık 2002'ye kadar yüzde 22,5 olarak belirlenmesi öngörülmüştür. Bu uygulamada, kurun band içindeki hareketlerine TCMB müdahale etmeyecektir. TCMB'nin bu çerçevede uygulayacağı para politikası için üç parasal büyüklük hedef alınmıştır. Söz konusu hedefler, Net İç Varlıklar, Net Dış Varlıklar, Uluslararası Rezervlerdir. Ekim 2000 tarihinde bazı bankaların TMSF (Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu)'ye devredilmesiyle başlayan tartışmalar sonucunda program sorgulanmaya başlanmıştır. TMSF'ye devredilen banka sayısındaki artışla programa olan güven sarsılmıştır. Bu durum Kasım 2000 tarihinde mali krizin yaşanmasına sebep olmuştur (Günel, 2001, 75-76).

3. Kasım 2000-Şubat 2001 Krizleri ve 25 Nisan 2001 Tarihli TCMB Kanunu

2000 yılında uygulamaya konulan istikrar programında önerilen uygulamaların gereğince yerine getirilememesi sonucunda ekonomideki kötü gidiş önlenememiş ve Şubat 2001'de Türkiye ekonomisi ciddi bir ekonomik krizle karşı karşıya kalmıştır. 2000 yılında uygulamaya konulan istikrar programında yapılan hatalar, krizi kaçınılmaz hale getirmiştir. İstikrar programında öngörülen yapısal reformların tamamlanamaması programa duyulan güvenin zayıflamasına yol açmıştır. Nominal çığaya dayalı istikrar programlarında asıl amaç, makroekonomik dengesizlikleri ortadan kaldırmak için enflasyonu sabit döviz kuru ile aşağı çekmek ve ekonominin kısmen rahatlamış olmasından yararlanarak reformları yapmaktır. Öngörülen süre içerisinde gerekli reformların yapılamamış olması krizi beraberinde getirmiştir (Kepenek ve Yentürk, 2010, 591).

Programın başında, zaten aşırı değerli olan TL'nin düzeltici devalüasyona tabi tutulması

gerekli olduğu halde, böyle bir müdahale yapılmamıştır. Tüketim eğiliminin yüksek olduğu ekonomilerde, değerli döviz kuru ve düşük faiz uygulaması programın uygulanmasının önündeki önemli engeller olarak görülmektedir. Türkiye’de de tüketimin hızla artmasına ilişkin hiçbir önlem alınmamıştır. Programda para politikası, parasal tabandaki genişlemeyi net dış varlıklara dayandırmaktadır. Parasal tabanın tümüyle yabancı para giriş çıkışlarına bırakılması kısa vadeli spekulatif para giriş çıkışlarına zemin hazırlamıştır. Bu hareketlerin nlenmesine yönelik girişimlerin yapılmaması programı olumsuz yönde etkilemiştir. Likiditenin tamamıyla dış varlıklara dayandırıldığı ekonomilerde, bankacılık sisteminin yapısı çok büyük önem kazanmaktadır. Bilanolarında devlet kağıtlarının oranının yüksek olduğu, faiz riski taşıyan, döviz fazlasına sahip olmayan bir bankacılık sektörüne sahip bir ekonomide herhangi bir nedenle sermaye çıkışı yaşanması durumunda ekonominin likidite riski ve döviz atağı ile karşılaşması kaçınılmaz olmuştur. Ayrıca Türk bankacılık sektöründe de programın gerektirdiği düzenlemeler yapılamamıştır (Kepenek ve Yentürk, 2010, 591-592).

2000 yılında uygulanmaya başlanan programda önerilen yapısal reformların programın başlamasından 11 ay sonra uygulamaya konulması, IMF ve uluslararası yatırımcılar tarafından siyasal iktidarın programın arkasında olmadığına ilişkin fikirlerin oluşmasına neden olmuştur. Yapısal reformların dışında, programa ilişkin öneriler yerine getirilmiştir. Örneğin kamu gelirlerinin deprem vergisi ve dolaylı vergiler yoluyla artırılması faiz dışı harcamaların daralması sonucunda konsolide bütçede faiz dışı fazla hedefine ulaşılmıştır. TCMB kriz öncesine kadar, programda önerildiği gibi net i varlık artışı yapmamıştır. Başlangıçta düzeltici devalüasyonun yapılmamış olması sonucunda programda belirlenenin çok üzerinde bir cari açık oluşmuştur. Bankacılık sektöründeki gerekli reformların yapılamamış olması, yüksek cari açık ve tüketim düzeyi, siyasal iktidarın reformları yapmakta geç kalması, Kasım 2000 tarihinde programın yürütülemeyeceği inancının yaygınlaşmasına yol açmıştır. Bu dönemde, kısa dönemli borçların uluslararası rezervlere oranı artmıştır, Kasım ayının ikinci yarısında yaşanan sermaye çıkışlarıyla birlikte TCMB’nin dış varlıkları 4 katrilyon civarında gerilemiştir. 22 Kasım’dan itibaren bankacılık kesiminde bir likidite talebi ortaya çıkmıştır. TCMB Kasım 2000 programına bağlı kalarak piyasaya likid sürmemiştir. Bunun sonucunda faiz oranları yüzde 2000 seviyesine yükselmiş bu da devalüasyon beklentisini beraberinde getirmiştir. Bu gelişmelerden sonra TCMB, piyasaya likid vermek için net i varlıklarını yükseltmek zorunda kalmıştır, programın net i varlık sınırlaması terk edilmiştir. Ekonomide likidite sıkıntısının reel sektörde daralma ile sonuçlanması ve spekulatif çalkantıların öngörülememiş olması ve dolayısıyla bu durumlara karşı alınacak acil önlemlerin planlanmamış olması, programın önemli bir eksiği olmuştur. IMF, bu gelişmeler zerine 4 Aralık 2000 tarihinde hükümete programdan vazgeçilmesi için talepte bulunmuştur. Bunun nedeni, döviz atağından dolayı rezervlerin tükenmesinden duyulan kaygıdır. Dönemin hkmeti programdan vazgeçmemiştir. 19 şubat 2001 tarihinde Başbakan ile Cumhurbaşkanı arasındaki siyasal gerginliğin ardından ikinci bir kriz yaşanmış ve ekonomide çok miktarda sermaye yurtdışına çıkmıştır. Bankaların açık pozisyonlarını kapatma isteği sonucunda döviz talebi artmış ve likidite sıklıkliğı baş göstermiştir. Bu gelişmelerin hemen adından faiz oranları tekrar çok yükselmiştir. Ciddi oranda rezerv kaybıyla karşılaşmamak için TCMB döviz satmama

kararı almıştır. 22 Şubat 2001 tarihinde alınan karar ile kurlar dalgalanmaya bırakılmıştır (Kepenek ve Yentürk, 2010, 593).

IMF'nin önerdiği yapısal programda önerilen yapısal düzenlemeler; sosyal güvenlik, tarım, vergi politikası ve idaresi, mali yönetim ve saydamlık, özelleştirme ve sermaye piyasası, bankacılık sektörü reformlarıdır. Özellikle mali yönetim ve saydamlık, özelleştirme ve sermaye piyasası, bankacılık sektörü reformları konusunda yeterli düzeyde ilerleme kaydedilememiştir. Bankacılık sektöründeki sorunlar ve yapılamayan reformlar ekonomik krizlerin başlıca nedeni olarak gösterilmiştir. 2000-2002 programı uygulanmaya başlanmadan hemen önce Aralık 1999 sonuna doğru beş banka TMSF kontrolüne alınmıştır. Ancak bu önlemler, sistemdeki bütün sorunlu bankaların ayıklanması için yeterli olmamıştır. Daha sonraki dönemde de bankacılık sektöründe olumsuz gelişmeler yaşanmaya devam etmiştir. Bu gelişmeler, bankacılık sektöründe önemli sorunlar bulunduğu dair inancı kuvvetlendirmiştir. Kendine ancak gecelik fonlarla kaynak oluşturabilen bazı özel bankalarla, görev zararlarının bilançolarında oluşturduğu ağır tahribatla mücadele etmek zorunda kalan kamu bankaları zor durumda kalmışlardır. Ortaya çıkan kaos ortamında fon fazlası olan bankalar, fon açığı olan bankalara kredi açmaktan kaçınmışlardır. Kasımdaki ilk atakta faiz haddi yükselmiş, TCMB döviz hücumu önlemek için döviz satmış, döviz rezervleri azalmıştır. IMF'nin ek desteği ile program bir süre daha devam etmiştir (Özatay, 2011, 542).

Şubat ayında yaşanan hızlı sermaye çıkışları sonucunda hem döviz fiyatları hem de faizler tırmanışa geçmiştir. Dalgalı kur rejimine geçilmiş olması da kur artışlarını önemli ölçüde tetiklemiştir. Bu durum TCMB döviz rezervlerinin de kritik noktaya gelmesine neden olmuştur. TCMB rezervleri, 2001 yılbaşında 24,8 milyar dolar seviyesindeyken, Mart ayına gelindiğinde 18,5 milyar dolar seviyesine gerilemiştir. TCMB rezervlerinin bu seviyeye gerilemesi döviz piyasasına müdahale gücünü sınırlamaktadır. Bankalar ve şirketlerin açık döviz pozisyonlarını kapatmak amacıyla döviz taleplerini artırmaları da döviz fiyatlarındaki artışı sürekli hale getirmiştir. Öte yandan, yabancı bankaların spekülasyonları nedeniyle artan TL talebi de faiz artışına neden olmaktadır. Söz konusu dönemde, kamu kesimine ilişkin göstergeler de bozulmuş, enflasyon yüzde 88,6 seviyesine yükselmiştir. GSYİH, işsizlik oranları gibi makroekonomik değişkenlerle ilgili olarak da önemli bozulmalar gerçekleşmiştir. Bütün bu gelişmelerin ardından 14 Nisan ve 15 Mayıs 2001 tarihlerinde iki bölüm olarak açıklanan "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" devreye sokulmuştur. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı, kamuda şeffaflık ve hesap verilebilirlik, bankaların yeniden yapılanması, reel sektörde sağlıklı ilişkiler kurulması, kamunun finansal dengeye ulaşması, mali kesimin yeniden yapılandırılması gibi konulara değinmektedir (Kazgan, 2006, 452-455, 457-463).

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile şeffaflık ve hesap verilebilirliğin sağlanması adına maliye ve para politikalarında yeni düzenlemelere gidilmesi önerilmektedir. Para politikası alanında bankacılık sektöründe yeniden yapılandırılmanın sağlanması, bankaların mali krizlerden etkilenme potansiyelinin düşürülmesi adına ciddi adımlar atılması istenmiştir. Para politikasının yapıcısı konumunda bulunan TCMB'nin de reforma ihtiyacı olduğu düşünüldüğünden TCMB Kanunu üzerinde değişiklik yapılması da kaçınılmaz olmuştur.

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri, TCMB yasal reformu s¼recini hızlandırmıştır. Yeni TCMB Yasası'nın içeriğinin ve zamanlamasının belirlenmesinde i ve dış etmenler belirleyici olmuştur. T¼rkiye ekonomisinde yaşanan krizler i etmenleri oluştururken, s¼z konusu i etmenler, IMF, D¼nya Bankası ve AB gibi dış etmenlerin de TCMB reformuyla ilgili siyasi karar alma s¼relerine etkili bir biçimde n¼fuz etmesini kolaylaştırmıştır. Örneğin, IMF ve D¼nya Bankası T¼rkiye'ye sağlayacakları kredilerin serbest bırakılmasının ön koşulu olarak TCMB'nin yasal bağımsızlığının g¼vence altına alınmasını ve bankacılık sekt¼r¼n¼n yeniden yapılandırılmasını talep etmiştir. Bu erevede, Kasım 2000 tarihinde yaşanan likidite krizinin ardından h¼k¼met ile IMF arasında imzalanan Aralık 2000 tarihli D¼rd¼nc¼ Niyet Mektubu'nda TCMB'nin d¼viz kuru hedeflemesinden enflasyon hedeflemesine geçeceği belirtilmiş; Banka'nın fiyat istikrarı amacına ulaşmak ve s¼rd¼rmek için uygulayacağı araçları bağımsız olarak belirleyeceği ve bunlarla ilgili yasal d¼zenlemeleri de içeren yeni bir Merkez Bankası Yasası'nın Nisan 2001 tarihinde çıkarılacağı h¼k¼met tarafından taahh¼t edilmiştir. TCMB Yasası'nın içeriğini belirleyen diğer kurumsal akt¼r, T¼rkiye'nin AB'ye tam üyelik s¼reci dikkate alındığında AB'dir. AB 2000 İlerleme Raporu'nda yaptığı tespitlerde T¼rkiye'nin merkez bankacılığı konusunda gereken ilerlemeyi kaydedemediğini belirtmiştir. Buna g¼re fiyat istikrarının TCMB'nin tek amacı olması gerektiği, h¼k¼mete ve kamuya kaynak aktarılmaması ve bankanın yasal bağımsızlığının sağlanmasını da içeren bazı uyarılarda bulunulmuştur. Bu uyarılar, AB'ye sunulan 2001 yılı Ulusal Programı'nda karşılık bulmuştur (Bakır, 2007, 74-75).

T¼rkiye ekonomisinin içerisinde bulunduğu bu zorlu s¼rete TCMB Yasası'nda da bazı değişikliklere gidilmesi kaçınılmaz olmuştur. Para politikasında uzun zamandır yaşanan sorunlar ve son d¼nemde derinleşen krizler sonucunda 4651 sayılı (1211 sayılı Merkez Bankası Kanununun bazı maddelerini değiştiren) Kanun 25 Nisan 2001 tarihinde TBMM Genel Kurulu'nda kabul edilmiştir.

TCMB yasa taslağında aşağıdaki d¼rt ana konu ¼zerinde durulmaktadır:

1. TCMB Yasası'nın Avrupa Birliği normlarıyla uyumlu hale getirilmesi,
2. TCMB'nin Őeffaflılıđının ve hesap verilebilirliğinin artırılması,
3. Fiyat istikrarının TCMB'nin tek amacı olarak tanımlanması ve h¼k¼metle birlikte belirlenecek enflasyon hedefine ulaşmada ve faiz politikasını belirlemede tam bağımsızlığın sağlanması,
4. TCMB'nin g¼revini yerine getirirken hiçbir makamdan emir almaması (Bakır, 2007, 84).

Yasa taslağında, yukarıda belirtilen d¼rt ana konudan sadece "TCMB hiçbir makamdan emir alamaz" Őeklindeki t¼mce TBMM Plan ve B¼te Komisyonu'nda tasarıdan çıkarılmıştır. Bu değişikliğin TCMB'nin bağımsızlığını olumsuz etkilememesi için "Banka, bu kanun ile kendisine verilen g¼rev ve yetkileri, kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak yerine getirir ve kullanır" Őeklinde bir madde eklenmiştir. Bu değişiklik, TCMB'nin hiçbir kuruluş ve organdan talimat alamayacağını ifade ettiğinden Maastricht Antlaşması'nın para politikası ile ilgili maddesi ile tam uyum g¼stermektedir. 4651 sayılı Kanun'un 4. maddesinde TCMB'nin ekonomik bağımsızlığı

ile ilgili önemli bir değişiklik TCMB'nin tek ve öncelikli amacının "fiyat istikrarını sağlamak" olduğunun açık olarak belirtilmesi olmuştur. Böylece TCMB Yasası Maastricht Antlaşması'nın "Avrupa Birliği Merkez Bankaları Statüsü'nün temel amacını fiyat istikrarını korumak" olarak tanımlayan maddesi ile uyumlu hale getirilmiştir. TCMB'nin ekonomik bağımsızlığı tahvil karşılığı avansın Hazine'ye verilen kısa vadeli avansın ve kamu kurumlarına açılan kredinin kaldırılmasıyla güçlendirilmiştir. 4651 Sayılı Kanun ile önceki Kanun'un kısa vadeli avansın ve kamu kurumlarına açılan kredinin kaldırılmasıyla TCMB'nin ekonomik bağımsızlığı güçlendirilmiştir. 4651 Sayılı Kanun ile önceki Kanun'un kısa vadeli avans ve tahvil karşılığı avans ile ilgili maddeleri kaldırılmıştır. Yapılan değişiklik (md. 56) TCMB'nin Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarına kaynak aktarmayacağı ve bunların ihraç ettiği borçlanma araçlarını birinci el piyasadan satın alamayacağı hükmü getirilmiştir. Söz konusu uluslararası merkez bankacılığı normlarının kabul edilmesi sonucunda, TCMB'nin hükümetin bütçe açıkları ve kamunun görev zararlarını finanse etmesine yol açan uygulamaların yasal dayanağı ortadan kaldırılmış ve piyasaya bu yolla para sürülmesinin önüne geçilmiştir (Bakır, 2007, 84-85).

TCMB'nin bağımsızlığı konusuna 4651 Sayılı Kanun ile fiyat istikrarı hedefinin gerçekleştirilmesinde ve para politikasının belirlenmesinde tek sorumlu olması ile vurgu yapılmaktadır. TCMB, kendisine verilen görev ve yetkileri kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak yerine getirecektir. Hazine'ye ve kamu sektörüne avans ve kredi verilmesi uygulamasının kaldırılması ile de TCMB'nin bağımsızlığı konusunun altı çizilmektedir. Başkan yardımcılarının atanması, görev sürelerinin belirlenmesi, görevden alınamamaları gibi konular ile şeffaflık ve hesap verilebilirlik de bağımsızlık başlığı altında yapılan değişikliklere ilişkin konulardır (<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/kanunacic.html>, 27.02.2013).

TCMB'nin hükümetle uyum içerisinde çalışması da önemle üzerinde durulan bir konu olmuştur. Enflasyon hedefinin, kur rejiminin hükümet ile birlikte belirlenmesi, fiyat istikrarı için dünyadaki uygulamalar göz önünde bulundurularak TCMB bünyesinde danışma fonksiyonunu ifa etmek üzere Para Politikası Kurulu (PPK) oluşturulmuştur. Kurul'un bir üyesinin müşterek kararlar atanması öngörülerek hükümet politikaları ile bağlantı sağlanmıştır. TCMB'ye ayrıca finansal sistemle ilgili gerekli gördüğü istatistik bilgileri toplama, mali sistemin alt yapısını güçlendirme, makroekonomik dengenin sağlanması için etkili ve güvenilir bir ödeme sistemi kurmak ve sürdürmek görevleri verilmiştir (<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/kanunacic.html>, 27.02.2013).

3.1. 2001 Krizi Sonrasında Uygulanan Para Politikaları

Şubat 2001 tarihinde yaşanan ekonomik krizin ardından döviz kuru çapısının terk edilmesiyle birlikte, yeni para politikası rejimlerine yönelik bir arayış başlamıştır. 4651 Sayılı Kanun ile fiyat istikrarı olgusunun altı çizilirken, enflasyon hedeflemesine geçişi kolaylaştıracak yasal düzenlemeler de yapılmıştır.

Yeni Kanun ile TCMB'nin başlıca görevinin fiyat istikrarı olduğunun belirtilmesi, *enflasyon hedeflemesi rejimine* geçilmesinde önemli bir adım olmuştur. Enflasyon hedeflemesi rejimi, merkez bankasına fiyat istikrarını sağlama görevi verilmesi olarak açıklanmaktadır.

Hükümetle birlikte, hükümet tarafından ya da sadece merkez bankası tarafından kısa ve orta vadeli enflasyon hedeflerinin belirlenmesi ve kamuoyuna açıklanması sistemin işleyişini oluşturmaktadır. Saptanan enflasyon hedefi ile ileriye yönelik enflasyon tahminleri arasındaki farka göre, merkez bankası temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranları belirlenmektedir. Faiz kararları genellikle PPK tarafından önceden belirlenmektedir. İstedığı para politikası araçlarını kullanmakta serbest bırakılan merkez bankaları uygulama sonuçları ile ilgili olarak hükümete ve parlamentoya hesap vermektedirler. Ayrıca enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi için kamu borcunun sürdürülebilirliğine dair şüphelerin bulunmaması, finansal sektörün sağlam olması, enflasyon hedeflemesi uygulayacak bir merkez bankası araç bağımsızlığına sahip olunması gibi ön koşullar bulunmaktadır. Enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankalarının şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkeleri ile sıkı sıkıya bağlı bulunması gerekmektedir. Enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları genellikle üç aylık periyotlarla enflasyon raporu yayınlamaktadırlar. Bu raporla mevcut ekonomik durum analiz edilerek geleceğe yönelik tahminler yapılmakta, özellikle farklı faiz tepkisi altında enflasyonun ileride izleyeceği yollar tartışılmaktadır (Özatat, 2011, 385-386, 399).

Türkiye’de enflasyon hedeflemesi uygulamasına henüz hazır olunmaması, enflasyon hedeflemesi uygulamasına ilişkin ön koşulların henüz tamamlanmamış olması nedeniyle tam olarak geçiş yapılamamış, ilk dönemde örtük enflasyon hedeflemesi tercih edilmiştir. 2002-2005 yılları arasında örtük enflasyon hedeflemesi uygulanmıştır. Bankacılık sektöründeki sorunların henüz tam anlamıyla çözümlenememiş olması, geçmiş enflasyon oranlarına dayalı bir fiyatlama alışkanlığının bulunması, döviz kurlarındaki hareketlerin enflasyonu belirlemede etkili olması, mali baskınlığın⁴ etkili olması nedeniyle enflasyon hedeflemesine geçiş için erken olduğu düşünülmekteydi. Bu nedenle örtük enflasyon hedeflemesi tercih edilmiştir. Uygulamaya konulan yeni rejim, fiyat istikrarının TCMB’nin temel amacı olması, enflasyon hedefinin yılbaşında kamuoyu ile paylaşılması, TCMB’nin temel politika aracı olan gecelik faiz oranının TCMB’nin yaptığı enflasyon tahminleri ile hedeflerin arasındaki farka göre değiştirilmesi, TCMB’nin politika faizi ile ilgili aldığı kararları kamuoyu ile paylaşması, Bakanlar Kurulu ve TBMM’ye yılda iki kez sunum yaparak hesap vermesi yönleriyle enflasyon hedeflemesiydi. Öte yandan yeni rejim, PPK’nın faiz kararı almaması, ileriye yönelik enflasyon tahminleri ve TCMB’nin olası politika tepkileri hakkında bilgi verilen üç aylık enflasyon raporunun yayınlanmıyor olması nedeniyle örtük enflasyon hedeflemesi olarak adlandırılmıştır. 2002-2004 döneminde küresel anlamda yaşanan olumsuzluklara (Irak savaşı, FED’in beklenenden önce ve agresif bir biçimde faiz artırımına gidebileceği yönündeki beklentiler) rağmen, politika faizinin değiştirilmemiş olması nedeniyle program başarılı sonuçlar vermiştir. Enflasyon gelişmelerinin ve öngörülerinin hedeflere uygun olması sonucunda TCMB ardı ardına faiz indirimine gitmiştir. Enflasyon beklentisi ve hedefi arasındaki farkın giderek kapanması, örtük enflasyon hedeflemesinin ve

4 Mali baskınlık: Para politikasının, kamu kesiminin finansman gereksinimi doğrultusunda yönetilmesi durumunu ifade etmektedir. Mali baskınlıkla mücadelenin yolu, maliye politikasının disipline edilmesinden geçmektedir. Mali baskınlık, yüksek düzeydeki kamu borcunun merkez bankası tarafından belirlenen kısa vadeli faizlerle piyasa faizleri arasındaki ilişkiyi zayıflatarak aktarım mekanizmasının istenildiği gibi çalışmasını engellemektedir. Böylece para politikasının etkinliği azalmaktadır.

arkasındaki güçlü maliye politikasının başarısını göstermektedir (Özaty, 2011, 406-411).

Örtük enflasyon hedeflemesinin başarılı sonuçlar almasının ardından, uluslararası piyasalarda Türkiye'nin kredi riskinin tarihsel olarak düşük bir düzeye gelmesi, kamu kesimi borçlanma gereğinin ortadan kalkması ve kamu borcunun önemli ölçüde düşmüş olması, bankacılık sektörünün sağlıklı bir yapıya kavuşturulmasının sonucunda, 2005 yılı sonlarında enflasyon hedeflemesi rejimine geçilebileceği düşüncesi oluşmuştur. Örtük enflasyon hedeflemesi rejiminden enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesine karar verilmesinde, PPK'nın artık faiz kararlarının merkezinde yer alması, TCMB'nin üç ayda bir enflasyon raporu çıkaracak olması da etkili olmuştur. TCMB bir nokta hedef belirleyerek, bu hedefin etrafında bir aralık açıklamaya karar vermiştir. 2006 Mayıs ayında küresel mali piyasalarda risk alma iştahının azalması sonucunda Türkiye'nin kredi riski artmış ve enflasyon oranları hedeften sapma göstermeye başlamıştır. TCMB bu gelişmelere faiz artırarak tepki vermiştir. Küresel mali piyasalardaki risk algılamasının azalması sonucunda piyasalardaki gerginlik yatışmışken, 2007 yılında Türkiye'de Cumhurbaşkanlığı seçimi ve erken seçim nedeniyle siyasi gerginlik artmıştır. Maliye politikasında da gevşeme eğilimleri görülmüştür. Dünyadaki enerji ve gıda fiyatlarında görülen artış da Türkiye ekonomisini olumsuz yönde etkilemiştir. 2008 yılında ise, ABD'de başlayan küresel mali kriz, belirsizlikleri daha da artırmıştır. Döviz kuru, faiz oranları, Türkiye'nin kredi riskinde oynaklıklar baş göstermiştir. Ekim ayından itibaren enerji ve emtia fiyatları küresel talebe paralel olarak düşüş göstermiştir. Bu ortam, hem enflasyon oranlarında hem de öngörülerinde önemli dalgalanmalara yol açmıştır. 2006-2008 döneminde politika faizi dalgalı bir seyir izlerken, ekonominin daralmaya doğru gitmesi sonucunda, TCMB Kasım 2008'den itibaren politika faiz oranını düşürmeye başlamıştır. Ekonomideki küçülme 2009 yılının ilk dokuz ayında da devam edince TCMB politika faizini düşürmeye devam etmiştir. En son indirim Kasım 2009 tarihinde yapılmış olup, bu dönemde TCMB politika faiz oranını yüzde 16,75'ten yüzde 6,5'e kadar düşürmüştür. 2006-2008 döneminde enflasyon oranı hedefin üzerinde kalmıştır. Hedeften büyük oranda sapsmaların olması, beklentilere de yansımıştır. 2007 yılsonuna ilişkin enflasyon beklentileri de yukarılara çekilmiştir. 2009 yılında ise, enflasyon hedeflemesinin açık biçimde uygulanmasından bu yana ilk kez, enflasyon hedefin altında kalmıştır. Bu çerçevede 2009 ve 2010 yılsonu hedefleri sırasıyla yüzde 7,5 ve yüzde 6,5 olarak güncellenmiştir. Bu iki hedef daha önce yüzde 4 olarak açıklanmıştır (Özaty, 2011, 412-416).

3.2. Enflasyon Hedeflemesi Politikasının Uygulama Sonuçları

TCMB enflasyon hedeflemesi politikasını başarı ile uygulamış ve 2008 yılının dördüncü çeyreğinden itibaren derinleşerek küresel sistemin tamamına yayılan etkileri 2009 yılı boyunca hissedilen kriz döneminde, söz konusu politikanın başarısını test etme imkanı bulmuştur.

Gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları krizin ilk dönemlerinde finansal istikrarı bozmamak adına temkinli bir duruş sergilemişlerdir. Ancak daha sonra küresel faaliyetlerdeki gerileme ve emtia fiyatlarındaki düşüş sonucunda küresel enflasyonun hızla düşüş göstermesi ile finansal piyasaları görece daha istikrarlı seyreden ve risk primindeki bozulmanın daha sınırlı olduğu gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları yüksek miktarda faiz indirimine gitmiştir.

TCMB bu süreçte hızlı hareket edebilmiş; Türkiye’de finansal sistemin sağlam olması, risk primlerindeki bozulmanın göreli olarak sınırlı kalması sonucunda para politikasının hareket alanı genişlemiştir. TCMB, 2008 yılının Kasım ayında parasal genişleme sürecine geçmiştir. 2009 yılında enflasyonun hedefin altında kalma ihtimalinin arttığını gören TCMB, nden yüklemeli bir strateji izleyerek Aralık 2008-Nisan 2009 döneminde politika faiz oranlarında indirimde gitmiştir. 2009 yılının ikinci yarısında iktisadi faaliyetlerde toparlanma işaretlerine rağmen TCMB bunun zaman alacağını düşünerek faiz indirimine devam etmiştir. TCMB, bu dönemde enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları arasında en fazla faiz indirimi uygulayan merkez bankası olmuştur (TCMB, 2009, 2-3).

TCMB’nin başarısı para politikasının finansal değişkenler ve beklentiler üzerindeki etkinliğini artırmıştır. Türkiye’ye yönelik risk algılamasının değişmesi, Türk lirası’nın dayanıklılığını artırmıştır. Piyasa faizlerinin aşağı yönlü eğimi, reel faizleri de düşürmüştür. Bu gelişmelere paralel olarak, 2009 yılının ikinci yarısında kredi faizleri de dşmştr. 2009 yılında enflasyon gelişmeleri, hedeflere uyumlu olarak seyretmiş, yılsonunda belirsizlik aralığı içerisinde yer alarak hedefin altında kalmıştır. Enflasyon hedeflemesi rejimi, iktisadi şoklara zamanında tepki verilebilmesine olanak sağlamaktadır. TCMB, fiyat istikrarı hedefi ile çelişmemek kaydıyla gerektiğinde büyüme ve istihdamda dışsal faktörlerden kaynaklanan ani zayıflamalara da odaklanabilmektedir. Türkiye’de para politikası, sağlam bankacılık ve basiretli maliye politikası ile daha dayanıklı hale gelmiştir. Maliye politikası tarafında Orta Vadeli Program ve AB’ye uyum sürecinde gerekenlerin yapılması ile para politikasının daha da güçlü hale geleceği düşünülmektedir. TCMB, orta vadede para politikası stratejilerini belirlerken kamu maliyesindeki gelişmeleri de izlemek zorundadır. Bütün gelişmeler ve değerlendirmeler ışığında enflasyon hedefi 2010, 2011, 2012 yıllarında sırasıyla yüzde 6,5, yüzde 5,5, yüzde 5 olarak belirlenmiştir (TCMB, 2009, 4, 11).

2010 yılında küresel krizin, finansal piyasalar üzerindeki etkisinin zayıflamasıyla birlikte TCMB 14 Nisan 2010 tarihinde kriz sırasında alınan likidite önlemlerinin geri alınmasını ve para politikasının operasyonel çerçevesinde normalleşmeyi içeren çıkış stratejisini açıklamıştır. Bu doğrultuda TCMB kriz döneminde devreye sokulan geçici likidite desteklerini geri çekmiştir. Bu kapsamda, piyasaya ihtiyaından fazla sağlanan likiditeyi kademeli olarak azaltırken zorunlu karşılık oranlarını artırmıştır. TCMB, para politikası çıkış stratejisinin yanı sıra finansal istikrara katkı yapmak amacıyla rezerv birikimini hızlandırırken sermaye akımlarının değişkenliğine uyum sağlayabilmek için döviz alım ihalelerinde daha esnek bir yöntem tasarlamış ve Ekim 2010 tarihinden itibaren bu yöntemi uygulamaya koymuştur (TCMB, 2010, 2-3).

Bu çerçevede, bir haftalık repo ihale faiz oranları politika faizi olarak belirlenirken, gecelik borç verme ve borç alma faizlerinden oluşan faiz koridoru sistemi muhafaza edilmiştir. Bu sayede, gecelik piyasadaki faiz oynaklığının kontrollü bir şekilde dalgalanmasının ve dolayısıyla faiz koridorunun daha aktif bir politika aracı olarak kullanılmasının n açılmıştır. 2010 yılının son çeyreği güçlü sermaye girişleri ile birlikte cari dengedeki bozulma ve kredi genişlemesindeki hızlanma önlem gereğini beraberinde getirmiştir. Mevcut konjonktürde sermaye girişleri hızlı olduğundan, hızlı kredi genişlemesine faiz artırarak cevap vermek doğru olmayacaktır. Bu durum alternatif seçeneklerin üretilmesini gündeme getirmiştir. TCMB, bir yandan kısa vadeli

faizleri düşük tutarak sermaye girişlerini caydırmayı amaçlayan diğer yandan zorunlu karşılık oranlarını artırarak kredi artış hızını yavaşlatmayı hedefleyen bir strateji ortaya koymuştur. Politika bileşiminin ilk ayağı, kısa vadeli spekülâtif sermaye girişlerini caydırarak faizlerin indirilmesi olarak belirlenmiştir. Politika bileşiminin ikinci ayağı ise, kredi genişlemesini sınırlamayı hedeflemektedir. Bu amaçla, piyasadaki Türk lirasının likiditesini ve kredi arzını kontrol etmek amacıyla zorunlu karşılık oranlarında kademeli artırımlara gidilmiştir. Bu amaca yönelik olarak zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulanmasına son verilmiş, zorunlu karşılıklara tabi yükümlülüklerin kapsamı genişletilmiştir. Ayrıca bankacılık sisteminin yükümlülük vadesi uzatılarak, finansal istikrarın güçlendirilmesi amacıyla zorunlu karşılık oranlarının kısa vade için daha yüksek olacak şekilde vadelere göre farklılaştırılması yoluna gidilmiştir. Küresel kriz sonrasında Türkiye ekonomisinin bu süreçten zarar görmemesi için uygulanan düşük politika faiz oranı, yüksek zorunlu karşılık oranı, geniş faiz koridoru politikası bileşimi uygulanmış ve başarılı sonuçlar alınmıştır (Başçı ve Kara, 2011, 4-6, 17).

Kriz sonrası süreçte, para ve kredi piyasasında oluşan faizlerin temel belirleyicisi TCMB politika faizi olmuştur. Faiz düşüşü 2010 yılında da sürmüştür. Ekonomideki olumlu gelişmeler sonucunda kredi derecelendirme kuruluşları 2010 yılında Türkiye'nin kredi notunu yükseltmişlerdir. Krizin etkilerinin geçmesi sonucunda iç ve dış talebin büyüme hızlarındaki ayrışma ve hızlı kredi genişlemesi cari açığı artırmıştır. Avrupa ve ABD'deki gelişmeler ve alınan kararlar da küresel ölçekte genişlemeye yol açarak cari açığın 2011-2013 dönemi için hazırlanan Orta Vadeli Program'da yer alan öngörülerini aşma ihtimalini beraberinde getirmiştir. TCMB'nin fiyat istikrarı amacının yanında finansal istikrar amacının da bulunması yeni konjonktüre uyum sağlayacak politikaları uygulama gereğini gündeme getirmiştir. Yeni konjonktürde temel politika aracı kısa vadeli faizlerle (bir hafta vadeli repo ihale faizi) birlikte likidite yönetimi ve zorunlu karşılıklar gibi alternatif araçların da kullanılmasını gerektirmektedir. Finansal istikrarın korunmasına yönelik olarak atılacak adım, bankacılık sektörünün yükümlülüklerinin vadesini uzatmak olmuştur. Alınacak tedbirlerle hem mevduatın hem de yabancı sermaye girişlerinin daha uzun vadeye yayılması amaçlanmaktadır. Zorunlu karşılıkların vadelere göre farklılaştırılması ve daha önce zorunlu karşılığa tabi olmayan bazı yükümlülük kalemlerinin zorunlu karşılık kapsamına alınması bu kapsamda değerlendirilebilir. Cari açığa ilişkin risklerin sınırlandırılması için kamu tasarruflarının artırılması, mali disiplinin sürdürülmesi de önem taşımaktadır. Özellikle Avrupadaki çevre ülkelerin kamu borç dinamiklerindeki bozulmanın temel riskler arasında yer alması kamu borç göstergelerinin öneminin giderek artmasına yol açmıştır. Enflasyon hedefi ise, 2011, 2012, 2013 yılları için sırasıyla yüzde 5,5, yüzde 5, yüzde 5 olarak belirlenmiştir (TCMB, 2010, 3-8).

4. Para Politikasında Yeni Araçlar

2010 yılında yaşanan küresel finans krizi sonrasında birçok ülkede para politikasına ilişkin düzenlemelerde fiyat istikrarının yanında finansal istikrar da dikkate alınmaya başlanmıştır. Bu doğrultuda, 2011 yılında gelişmiş ülkeler bilanço sorunlarını çözmeye odaklanmış, gelişmekte

olan ülkeler sermaye akımlarını ve bununla ilgili makro finansal riskleri yönetmeye yönelik politikalara ağırlık vermişlerdir. Türkiye’de ise 2001 yılında TCMB Kanunu yeniden düzenlenerek fiyat istikrarının yanında, finansal sistemin istikrarını sağlamaya yönelik tedbirlerin alınması da TCMB’nin görevlerinden sayılmıştır. Yaşanan küresel finans krizinin sonrasında TCMB gerekli müdahaleleri yapabilmek adına ihtiyaç duyduğu politika kararlarını uygulamaya koymuştur. Bu bağlamda, küresel dengesizliklerin bir sonucu olan makro finansal riskleri kontrol altına alabilmek amacıyla TCMB, 2010 yılında enflasyon hedeflemesi rejimini geliştirerek yeni bir para politikası stratejisi oluşturmuştur. Bu çerçevede uygulamada hem fiyat istikrarı hem finansal istikrar önem kazanmıştır. Yeni para politikası uygulamasında birden fazla amaca yönelik olarak araç çeşitliliğinin de sağlanması gerekmiştir. Bu noktada, politika faizinin yanı sıra gecelik borç alma ve borç verme faizleri arasında oluşan faiz koridorunun ve zorunlu karşılıkların bir arada kullanıldığı bir politika bileşimi tasarlanmıştır (TCMB, 2011, 2).

Küresel finans krizinin etkilerini minimuma indirmek üzere, gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarının uyguladığı parasal genişleme sonucunda kısa vadeli yurtdışı finansman olanaklarının bol ve ucuz olması nedeniyle hızlı kredi genişlemesi ve TL’nin giderek değerlenmesi söz konusu olmuştur. TCMB 2010 yılının son çeyreğinden itibaren geleneksel politika aracı olarak zorunlu karşılıklar, faiz koridoru ve diğer likidite politikalarını aktif olarak uygulamaya başlamıştır. TCMB, bu yeni politikaya uygun olarak, Kasım 2010’dan Avrupa ekonomisinde belirsizliklerin yoğunlaştığı Ağustos 2011’e kadar geçen dönemde, bir yandan kısa vadeli sermaye akımlarının sınırlandırılmasını ve döviz kurlarındaki aşırı değerlenmenin önlenmesini hedeflemiş, diğer yandan da yurtiçinde krediler ve talebin daha kontrollü büyümesinin sağlanması konularına odaklanmıştır. Bu dönemde risk iştahının güçlü olması ve sermaye akımlarının kısa vadede yoğunlaşması nedeniyle TCMB, faiz koridorunu aşağı yönde genişletmiştir. Böylece gecelik piyasada oluşan faiz oranlarının politika faiz oranlarından daha düşük seviyede oluşmasına izin verilerek, gecelik faizlerde aşağı yönlü oynaklığın artırılması ve çok kısa vadeli sermaye girişlerinin azaltılmasına sebep olmuştur. Bunun yanında, aşırı kredi genişlemesini engellemek için talebi kontrol altında tutabilmek amacıyla zorunlu karşılık oranlarında güçlü bir artışa gidilmiştir. Ayrıca, bu dönemde açılan döviz alım ihaleleriyle kısa vadeli sermaye akımlarının mümkün olduğunca TCMB rezervlerinin güçlendirilmesi amacıyla kullanılması hedeflenmiş, TL’nin aşırı değerlenmesi nlenmiştir. Başta BDDK olmak üzere, diğer kuruluşlarca alınan tedbirlerle kredilerde 2011 yılının ortasından itibaren belirgin bir yavaşlama gözlenmiştir (TCMB, 2011, 2-4).

2011 yılının ikinci yarısında küresel büyüme ve bazı Avrupa lkelerindeki kamu borcu sorunlarına ilişkin endişelerin derinleşmesi sonucunda küresel ölçekte riskten kaçınma eğiliminin arttığı ve risk iştahındaki oynaklığın tarihsel olarak en yüksek seviyede belirlediği gözlenmiştir. Gelişmekte olan ülkelerden sermaye çıkışlarının hızlandığı dönemde, TCMB politika araçlarını sermaye girişlerinin hızlı olduğu dönemin tersi yönde kullanmıştır. Gecelik borç alma faizleri yükselmiş, faiz koridoru daraltılmış, bankacılık sisteminin ihtiyacı olan likidite ihtiyacını karşılamak üzere TL zorunlu karşılıklarında bazı düzenlemeler yapılmıştır. Durgunluk riskini düşürmek için politika faizinde lcl bir indirimde gidilmiştir. TL’de Ağustos ayından itibaren küresel risk iştahının bozulmasıyla ortaya çıkan aşırı değer kaybı ve yılın son çeyreğinde

kısa vadede enflasyondaki yükselişin öngörülenden hızlı olacağına inanılması üzerine, TCMB bir dizi yeni önlem almıştır. TCMB, bu durumun orta vadeli enflasyon beklentilerini ve görünümünü etkilemesini engellemek amacıyla Ekim ayında borç verme faizlerini önemli ölçüde artırarak faiz koridorunu yukarı doğru genişletmiştir. Bu çerçevede TCMB piyasaya yapılan fonlamayı ayarlayarak, para piyasasındaki gecelik faiz oranlarının politika faizinden daha yüksekte oluşmasına izin vermiştir. Gecelik faiz oranlarının yükselmesinin likidite sıkışıklığına yol açmaması için zorunlu karşılık oranları düşürülmüştür (TCMB, 2011, 5-6).

Küresel ekonomilerdeki yüksek seviyedeki belirsizlikler ve risk iştahındaki aşırı oynaklık para politikasında esnek bir yapıyı gerektirmektedir. Faiz koridoru sistemi, bu koşullarda çok etkili olmaktadır. Bunun yanı sıra haftalık repo ihaleleri, zorunlu karşılıklar ve diğer likidite araçlarının da fiyat istikrarı ve finansal istikrara yönelik riskleri dengelemek amacıyla kullanılmaya devam edileceği belirtilmiştir (TCMB, 2011, 8-9).

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

Küresel kriz sonrasında risk iştahının artması ve kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklığın yükselmesi nedeniyle finansal istikrara yönelik farkındalığın artması merkez bankalarını yeni politika arayışlarına yönlendirmiştir. TCMB, bu çerçevede 2006 yılından itibaren uyguladığı enflasyon hedeflemesi rejimini, fiyat istikrarından ödün vermeden finansal istikrarı da içerecek şekilde düzenleyerek 2010 yılının sonlarından itibaren aşamalı olarak yeni bir para politikası tasarımına gitmiştir. Eski para politikası yaklaşımında amaç sadece fiyat istikrarı iken, yeni para politikasında fiyat istikrarı ve finansal istikrar amaç olarak kabul edilmiştir. Eski para politikasında politika aracı politika faizi iken, yeni para politikası uygulamasında yapısal araçlar (politika faizi, likidite yönetimi, faiz koridoru) kullanılmaktadır (TCMB, 2012, 1-2).

Türkiye gibi dışa açık, gelişmekte olan ekonomilerde finansal risklerin daha çok küresel gelişmelerden kaynaklandığı görülmektedir. Özellikle son yıllarda kırılgan küresel iktisadi görünüme bağlı olarak süregelen genişleyici para politikaları, risk algılarındaki ani değişimler ve aşırı oynak sermaye hareketleri makro riskleri besleyen temel unsurlar olmuştur. Bu nedenle TCMB, sermaye akımlarındaki oynaklığın yurtiçi piyasalar üzerindeki olumsuz etkilerini azaltıcı politikaları gündemine almıştır. Sermaye akımlarının oynaklığının etkileri ülkemizde en çok krediler ve döviz kurlarındaki dalgalanmalarda kendisini hissettirmektedir. Türkiye gibi ülkelerde yerli para biriminin hızla değer kazanması ile bundan olumlu yönde etkilenen firma bilançoları bankaları aşırı hızlı kredi büyümesine yönlendirebilmektedir. Bu bağlamda, krediler ve döviz kurlarının kontrol edilmesi önem kazanmaktadır. Hızlı kredi büyümesi ve döviz kurunun aşırı değerlenmesi ekonomide kaynak dağılımını bozmakta ve iç talebin toplam gelirden daha hızlı büyümesine yol açarak makroekonomik istikrarı olumsuz yönde etkilemektedir. Sermaye akımlarındaki oynaklığın etkilerinin yumuşatılması için kredilerin makul oranlarda büyümesi ve döviz kurundaki gelişmelerin iktisadi temellerle uyumlu olması önem taşımaktadır. TCMB, bu gelişmelerin ardından finansal istikrarı da gözetilen yeni bir araç kümesi oluşturmuştur. Yeni politika hedefine hizmet edecek yeni politika araçları “Faiz Koridoru” ve “Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)”dır (TCMB, 2012, 3-4).

4.1.1. Faiz Koridoru

TCMB, para politikası uygulamalarında piyasa faizlerini ve likiditesini etkilemek için çeşitli araçlar kullanmaktadır. Bu araçlarla piyasada ihtiyacı olan bankalara kısa vadeli (günlük, haftalık veya aylık vadelerde) likidite sağlanmakta; fon fazlası olan bankalardan gecelik vadede borç alınabilmektedir. TCMB'nin gecelik borç verme ve borç alma faizinin arasında kalan alan "faiz koridoru" olarak tanımlanmaktadır. Piyasa faizleri, faiz koridorunun içerisinde oluşmaktadır. Mevcut yapıda, TCMB fonlamayı esas olarak bir haftalık repo aracılığıyla yaptığından, bir hafta vadeli repo fonlama faizi "politika faizi" (bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı) olarak adlandırılmaktadır. Politika faizi oranı ve faiz koridoru her ay PPK toplantılarında gözden geçirilerek kamuoyuna ilan edilmektedir. Geleneksel enflasyon hedeflemesinde faiz koridoru genelde başlı başına bir araç olmaksızın, piyasa faizlerinin politika faizinden belirgin bir biçimde sapmasını engellemek amacıyla kullanılmaktadır. Bu uygulamada, faiz koridoru politika faizi etrafında simetrik ve genelde değişmeyen dar bir bant olarak tanımlanmakta, pasif bir rol üstlenmektedir. TCMB'nin mevcut sisteminde ise, faiz koridoru aktif bir araç olarak kullanılmaktadır. TCMB gerekli gördüğünde faiz koridorunun genişliğini ayarlayabilmekte, bunu yaparken de koridoru politika faizi etrafında asimetrik bir şekilde oluşturabilmektedir. Bu yapıda faiz koridoru hem kısa vadeli sermaye hareketlerindeki oynaklığa karşı daha hızlı ve esnek tepki verilebilmesini sağlamakta hem de gerekli görüldüğünde kredi büyümesi üzerinde etkili bir araç olarak kullanılabilir (TCMB, 2012, 4-5).

4.1.2. Rezerv Opsiyon Mekanizması (ROM)

ROM, bankaların Türk lirası zorunlu karşılıklarının belirli bir yüzdesinin döviz ve altın cinsinden tesis edebilmelerine imkan tanıyan bir uygulamadır. Bu imkanın hangi ölçüde kullanılabileceği, rezerv opsiyon oranı ile belirlenmektedir. Birim Türk lirası zorunlu karşılık başına tesis edilebilecek döviz veya altını belirleyen katsayılar Rezerv Opsiyon Katsayısı (ROK) olarak tanımlanmıştır. ROM'un bir örnekle açıklanması sistemin anlaşılması açısından faydalı olacaktır. Bankaların TL yükümlülükleri için tesis etmeleri gereken zorunlu karşılık tutarı 100 TL, yabancı para için Rezerv Opsiyon Oranının yüzde 90 olduğu ve ROK'un 1 olduğu ve ABD doları/TL kurunun 1,80 olduğu kabul edildiğinde, 90 TL'lik imkanın tamamını kullanmak isteyen bankalar buna karşılık gelen tutarda yani $90/1,8 = 50$ ABD doları zorunlu karşılık tutmak zorunda olacaklardır. Bu örnekte, ROK'un 1 yerine 2 olması durumunda ise bankalar bu imkandan yararlanmak istemeleri durumunda her 1 TL için 2 TL karşılığı döviz tutmak zorunda kalacaktır. Böyle bir durumda bankalar, TCMB hesaplarında tutmakla yükümlü oldukları 90 TL zorunlu karşılık için 180 TL değerinde ABD doları ($180/1,8=100$ ABD doları) tutacaklardır. ROK bu örnekte Rezerv Opsiyon Oranına göre değişmemekte, sabit kalmaktadır. Rezerv opsiyon oranına göre artan ROK uygulamasında, ROK'un rezerv opsiyon oranına göre doğrusal olarak artışı söz konusu olmaktadır. Türkiye'deki mevcut uygulamada ise, ROK rezerv kullanım imkanına göre artan bir yapı göstermektedir (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012, 2- 3).

Sermaye girişlerinin hızlı olduğu bir dönemde, bankaların yabancı para kaynaklara daha rahat ulaşabilmeleri ve yabancı para kaynakların maliyetinin düşük olması nedeniyle, bankalar ROM'u

daha fazla kullanmak eğiliminde olacaklardır. Bu şekilde, sermaye akımlarının yol açabileceği TL'de aşırı değerlenme baskısı ve hızlı kredi büyümesi, özellikle yabancı para kredilerde engellenebilecektir. İmkanın daha fazla kullanılmasıyla, bankalar Türk lirası cinsinden likidite elde edeceklerdir. İmkanın tamamıyla kullanıldığı durumda TCMB piyasadan daha fazla döviz likiditesi çekmek için mevcut katsayıları artıracak ya da ROM'a yeni bir dilim ekleyebilecektir (Küçüksaraç ve Özel, 2012, 3).

Sermaye çıkışlarının hızlı olduğu bir dönemde, bankaların yabancı para fon maliyetlerinin artması veya bankaların yabancı para kaynaklara ulaşmalarında sorun yaşanması durumunda bankaların bu imkanı daha az kullanması beklenecektir. Bu durumda bankalar TCMB bünyesinde biriktirdikleri rezervleri çekmek suretiyle döviz likiditesi sağlayabileceklerdir. Dikkat edilmesi gereken nokta, bu durumda bankaların Türk lirası likidite ihtiyaçlarının artacağıdır. Bununla beraber, ROM sayesinde piyasaya daha fazla döviz likiditesi sağlanmaktadır. Piyasadaki döviz likiditesi ihtiyacının çok yükselmesi durumunda TCMB, ROK'u düşürerek veya mevcut bir dilimi sonlandırarak piyasaya daha fazla döviz likiditesi sağlayabilir. Mekanizmanın, piyasadaki döviz likiditesini etkilemek suretiyle kur oynaklığını azaltması beklenmektedir (Küçüksaraç ve Özel, 2012, 3-4).

Sermaye çıkışlarının hızlı olduğu dönemlerde bankalar açısından yabancı fon bulma maliyeti artacağından, imkanın son dilimlerini kullanmak etkin olmayacaktır. Bu durumda son dilimler için ROK'ların indirilmesi bankalar açısından bu imkanı kullanmayı optimal hale getirebilecektir. Ancak bu durumda da piyasaya verilecek döviz likiditesi azalacağından, hızlı sermaye çıkışlarının olduğu dönemlerde ilk dilimlerdeki ROK'ların indirilmesi daha uygun bir müdahale olacaktır (Küçüksaraç ve Özel, 2012, 4).

ROK, sadece TCMB'nin brüt döviz rezervleri üzerinde etkili olmaktadır. ROM kapsamında tutulan döviz ve altın TCMB tarafından satın alınmadığından ve bankalara ait olduğundan dolayı bu imkan TCMB'nin net döviz pozisyonunu etkilememekte, sadece brüt döviz rezervini artırmaktadır (Küçüksaraç ve Özel, 2012, 5).

4.2. TCMB'nin 2010 Yılı Sonrası Para Politikası Uygulamaları

TCMB, bankaların TL olarak yatırmak zorunda oldukları zorunlu karşılıkların bir bölümünü (güncel olarak yüzde 60'ına kadarki bölümünü) döviz ya da altın cinsinden yatırmalarına izin vermektedir. Bu bankalar için zorunluluk değil, bir alternatiftir. Bu uygulama ile bankalar açısından TL likiditesi artırılmaktadır. Günlük işlemlerini ağırlıklı olarak TL ile yapan bankalar açısından TL fonlama maliyeti de düşmektedir. Bu uygulamanın TCMB açısından, döviz rezervlerinin artırılması ve bankaların getirdiği dövizlerin TCMB'de toplanması sonucunda para ikamesi etkisinin düşürülmesi gibi yararları bulunmaktadır (Eğilmez, 2012, 23 Kasım).

TCMB, ROM uygulamasına Eylül 2011'de başlamış olup, Rezerv Opsiyon oranı (yabancı para ve altın için)⁵ yüzde 10 olarak belirlenmiştir. 5 Ekim 2011'de alınan kararla yabancı para cinsinden yükümlükler için oran yüzde 20'ye, 27 Ekim 2011'de alınan kararla yüzde 40'a

5 12 Eylül 2011 tarihli ve 2011-55 sayılı Zorunlu Karşılık ve Reeskont Kredisi Uygulamaları ile Döviz Satım İhaleleri Hakkında Basın Duyurusu

yükseltilmiştir. ROM kullanımında katsayıların farklılaştırılmasına 2012 Haziran'da yüzde 40'lık rezerv opsiyonuna yüzde 5'lik dilimin eklenip, söz konusu dilim için ROK'un 1,4 olarak ilan edilmesiyle başlanmışır (Alper, Kara ve Yörükoğlu, 2012, 6-7).

27 Mart 2012 tarihli kararla TCMB'nin altın rezervlerinin güçlendirilmesi ve bankacılık sisteminin maliyet ve likidite kanallarının olumlu etkilenmesi için Türk lirası zorunlu karşılıklar için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların altın olarak tesis edilebilecek kısmı yüzde 10'dan yüzde 20'ye yükseltilmiştir. Bunun yanında kıymetli maden hariç yabancı para yükümlölükler için zorunlu karşılıkların altın olarak tesis edilebilecek kısmı yüzde 10'dan yüzde 0'a indirilmiştir (TCMB, 2012, 27 Mart).

29 Mayıs 2012 tarihli kararla Türk lirası zorunlu karşılıklar için tesis edilmesi gereken zorunlu karşılıkların yabancı para cinsinden tutulmasına ilişkin imkanın üst sınırı yüzde 45'e yükseltilmiştir. İlk yüzde 40'lık dilime ilişkin ROK önceden olduğu gibi 1 puan, yüzde 5'lik ikinci dilime gelen ROK 1,4 olarak belirlenmiştir (TCMB, 2012, 29 Mayıs).

21 Haziran 2012 tarihli kararla, söz konusu imkanın üst sınırı yüzde 50'ye yükseltilmiş olup, yüzde 5'lik ilave dilime denk gelen ROK 1,7 olarak belirlenmiştir. Aynı tarihli kararla, zorunlu karşılıkların altın olarak tutulabilmesine ilişkin üst sınır, yüzde 25'e yükseltilmiş olup, ilk yüzde 20'lik dilim için ROK önceden olduğu gibi 1 olarak belirlenmiş, ilave yüzde 5'lik dilim için 1,5 olarak belirlenmiştir (TCMB, 2012, 21 Haziran).

19 Temmuz 2012 tarihinde alınan kararla, Türk lirası zorunlu karşılıkların yabancı para cinsinden tutulabilmesine ilişkin oran yüzde 55'e yükseltilmiştir. İlave yüzde 5'lik dilim için ROK 1,9 olarak belirlenmiştir (TCMB, 2012, 19 Temmuz).

16 Ağustos 2012 tarihinde alınan kararla, Türk lirası zorunlu karşılıkların döviz olarak tutulabilmesine ilişkin oran yüzde 60'a yükseltilmiştir. İlave yüzde 5'lik dilim için ROK 2 olarak belirlenmiştir. Bu kararla ilk yüzde 40'lık dilime denk gelen tutarın 1,1'e yükseltilmesi kararlaştırılmıştır. Aynı tarihli kararla zorunlu karşılıkların altın olarak tutulabilmesine ilişkin oran yüzde 25'ten yüzde 30'a yükseltilmiştir. İlave yüzde 5'lik dilime denk gelen tutar için ROK 2 olarak belirlenmiştir (TCMB, 2012, 16 Ağustos).

11 Eylül 2012 tarihli kararla, ABD doları zorunlu karşılık yükümlölükleri için sadece ABD doları cinsinden zorunlu karşılık tesis edilmesine karar verilmiştir. Euro ve döviz cinsinden yükümlölükler ile kıymetli maden cinsinden yükümlölükler için mevcut durumda olduğu gibi bankaların tercihlerine bağlı olarak ABD doları ve Euro cinsinden, kıymetli maden hesapları depo hesapları için altın cinsinden karşılık ayrılmasına devam edilecektir (TCMB, 2012, 11 Eylül).

18 Eylül 2012 tarihinde, küresel piyasalardaki son gelişmeler dikkate alınarak finansal istikrarı desteklemek amacıyla bütün dilimlere ilişkin ROK'lar 0,2 puan artırılmıştır (TCMB, 2012, 18 Eylül).

18 Ekim 2012 tarihli kararla küresel piyasalardaki son gelişmeler dikkate alınarak finansal istikrarı desteklemek amacıyla bütün dilimlere ilişkin ROK'lar 0,1 puan artırılmıştır (TCMB, 2012, 18 Ekim).

20 Kasım 2012 tarihinde alınan kararla küresel piyasalardaki son gelişmeler dikkate alınarak finansal istikrarı desteklemek amacıyla ROK Türk lirası yükümlölüklerin döviz olarak tutulabileceği yüzde 40'lık dilimden sonra gelen dilimlerde 0,1 puan; altın olarak tutulabileceği

bütün dilimlerde 0,2 puan artırılmıştır (TCMB, 2012, 20 Kasım).

Daha sonraki dönemlerde ROK'ta küresel piyasalardaki gelişmelere paralel olarak muhtelif artışlar gerçekleştirilmiştir. TCMB'nin 18 Aralık 2012 tarihli ve 22 Ocak 2013 tarihli Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurularında TL zorunlu karşılıkların altın cinsinden tesisine ilişkin ROK'un, tüm dilimler için 0,1 puan yükseltildiği belirtilmiştir.

TCMB'nin 26 Mart 2013 tarihli Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusuna göre, küresel piyasalardaki son gelişmeler dikkate alınarak finansal istikrarı desteklemek amacıyla, TL zorunlu karşılıkların döviz ve altın cinsinden tesis edilmesi imkan uygulamasında imkan üst limiti değişmeden dilim sayısına bir basamak ilave edilmiş ve ilk dilim hariç diğer dilimlerde ROK 0,1 puan artırılmıştır. 16 Nisan 2013 tarihli Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusunda ise, TL zorunlu karşılıkların döviz cinsinden tesis edilmesine ilişkin ROK'un, ilk dilimden sonra gelen dilimlerde 0,2 puan artırıldığı açıklanmıştır.

TCMB'nin 16 Mayıs 2013 tarihli Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusunda TL zorunlu karşılıkların döviz cinsinden tesis edilmesi imkanı uygulamasında imkan üst limiti değişmeden dilim sayısına bir basamak ilave edilmiş ve ilk dilim hariç diğer dilimlerde ROK 0,1 puan yükseltmiştir.

TCMB'nin 4 Ekim 2013 tarihli Finansman Şirketlerinin Zorunlu Karşılık Kapsamına Alınmasına İlişkin Basın Duyurusunda, finansman şirketlerince kullanılan kredilerde gözlemlenen artış dikkate alınarak, haksız rekabetin önlenmesi ve bankacılık sektörü dışındaki kredi kanallarının takibinin finansal istikrar açısından taşıdığı önem nedeniyle finansman şirketlerinin de zorunlu karşılık uygulaması kapsamına alındığı belirtilmiştir.

2013 yılının ikinci yarısından itibaren sermaye akımlarının gücünün zayıflaması nedeniyle, 24 Aralık 2013 tarihli Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusunda, ROK ile ilgili yeni düzenlemeler yapılmıştır. Bu gelişmeler ışığında ROK'un otomatik bir dengeleyici olarak çalışması ve finansal istikrarın sağlanması için TL zorunlu karşılıkların döviz cinsinden tesis edilmesi uygulamasında ROK Tablo 1'deki gibi, %40'tan sonraki dilimlerde 0,4 puan artırılarak değiştirilmiştir.

Tablo 1. Rezerv Opsiyon Katsayıları
(TL Zorunlu Karşılıkların Döviz Cinsinden Tesis Edilmesi Uygulaması) (24 Aralık 2013)

Döviz Tesis İmkânı Dilimleri (%)	Mevcut ROK	Yeni ROK
0-30	1,4	1,4
30-35	1,5	1,5
35-40	1,8	1,8
40-45	2,2	2,6
45-50	2,5	2,9
50-55	2,7	3,1
55-60	2,8	3,2

Kaynak: TCMB (2013, 24 Aralık). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. S. 2013-85.

TCMB'nin 24 Temmuz 2014 tarihli Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusunda, küresel piyasalardaki gelişmeler dikkate alınarak Türk lirası zorunlu karşılık yükümlölükleri için TCMB nezdinde tesis edilebilecek döviz cinsinin ABD doları ile sınırlandırıldığı belirtilmiştir.

TCMB'nin 3 Ocak 2015 tarihli Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusunda, küresel piyasalardaki son gelişmeler (düşen petrol ve emtia fiyatları) ve sıkı para politikası duruşunun enflasyon üzerindeki olumlu etkileri dikkate alınarak yabancı para cinsinden yükümlölüklerin zorunlu karşılıkları ile ilgili yeni bir düzenlemeye gidildiği açıklanmıştır. Buna göre, zorunlu karşılık oranları yabancı para mevduat ve katılım fonu dışı yükümlölüklerde vadelerin uzamasını teşvik edecek şekilde değiştirilmiştir. ROM'da da buna uygun düzenlemeler yapılarak, imkan üst limiti değişmeden dilim sayısı artırılarak, rezerv opsiyon dilimlerinde ve katsayılarında döviz likiditesini karşılayacak şekilde Tablo 2'deki düzenlemeler yapılmıştır.

Tablo 2. Rezerv Opsiyon Katsayıları
(TL Zorunlu Karşılıkların Döviz Cinsinden Tesis Edilmesi Uygulaması) (3 Ocak 2015)

Döviz Tesis İmkânı Dilimleri (%)	Mevcut ROK	Yeni ROK
0-30	1,4	1,2
30-35	1,5	1,5
35-40	1,8	1,9
40-45	2,6	2,3
45-50	2,9	2,7
50-55	3,1	3,1
55-56		3,3
56-57		3,5
57-58	3,2	3,7
58-59		3,9
59-60		4,1

Kaynak: TCMB (2015, 3 Ocak). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. S. 2015-01.

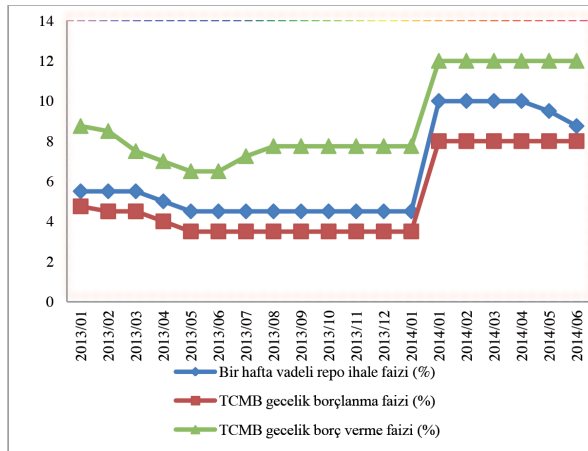
TCMB'nin 10 Mart 2015 tarihli Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusunda, uzun vadeli dış borçlanmayı teşvik etmek üzere iki yıla kadar (iki yıl dahil) yükümlölüklerin zorunlu karşılık oranlarını artırdığını açıklanmıştır. Bu düzenleme ile, halihazırda yüzde 12,7 olan yabancı para efektif zorunlu karşılık oranı yüzde 13,1 seviyesinde gerçekleşecektir. Zorunlu karşılık ile ilgili düzenlemenin sonucunda oluşacak geçici döviz likiditesi ihtiyacını karşılamak üzere, ROK'larda değişiklik yapılmıştır. Bu çerçeve, katsayılar ilk dilimde ve son beş dilimde Tablo 3'teki şekilde değiştirilmiştir. Bankalar ve finansman şirketleri ROM imkanından değişikliğin yapılmasından önceki dönemde yüzde 91 düzeyinde yararlanmaktadır. Söz konusu dönemde bu imkan dahilinde, TL zorunlu karşılıklar için 32,4 milyar ABD doları tutulmaktadır.

Tablo 3. Rezerv Opsiyon Katsayıları
(TL Zorunlu Karşılıkların Döviz Cinsinden Tesis Edilmesi Uygulaması) (10 Mart 2015)

Döviz Tesis İmkânı Dilimleri (%)	Mevcut ROK	Yeni ROK
0-30	1,2	1,0
30-35	1,5	1,5
35-40	1,9	1,9
40-45	2,3	2,3
45-50	2,7	2,7
50-55	3,1	3,1
55-56	3,3	3,9
56-57	3,5	4,1
57-58	3,7	4,3
58-59	3,9	4,5
59-60	4,1	4,7

Kaynak: TCMB (2015, 10 Mart). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. S. 2015-19.

TCMB, ROM yanında faiz oranlarını da araç olarak kullanarak para politikasına yön vermektedir. 2013 yılının ilk çeyreğinde küresel ekonomik gelişmeler de göz önünde bulundurularak TCMB tarafından peş peşe faiz indirimleri yapılmıştır. Bu dönemde ekonomik aktivitenin artmasıyla ithalat artmış, ihracat hala düşük olduğundan cari açık büyümüştür. FED'in tahvil alımlarını kademeli olarak kısıtlayacağını açıklamasının ardından, 2013 yılının ikinci yarısında gelişmekte olan ülke piyasaları başta olmak üzere, piyasalarda endişe havası hakim olmaya başlamıştır. Bu gelişmeler sonucunda TL'nin USD karşısında değer kaybetmeye başlamasının da etkisiyle TCMB faiz oranlarını kısmen yükseltme kararı almış ve finansman koşulları sıkılaştırılmıştır (www.imf.org/external/long/turkish/pubs/ft/survey/so/2013/CAR122013At.pdf,10.07.2014,1-2).



Grafik I. TCMB Faiz Oranları (2013/01-2014/06)

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

İlgili donemlere ait faiz oranları, TCMB Para Politikası Kurulu Kararlarından derlenerek tarafımızca çizilmiştir.

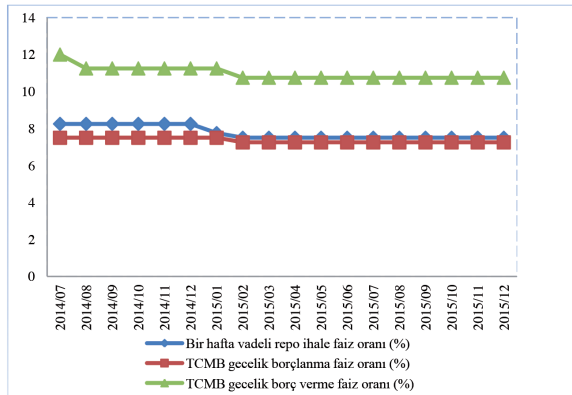
2013 yılının ilk çeyreğinde sermaye girişlerinin hızlı olması, yurtiçi talebin genel olarak ılımlı yonde seyretmesi nedeniyle faiz oranlarının duşuk duzeyde tutulmasının ve makro ihtiyati tedbirlerin uygulanmasına devam edilmesi yonundeki para politikası yaklaşımının surdurulmesi kararı alınmıştır. 2013/Mart doneminde, iç talepte bir miktar canlanma ve cari işlemler açığında bir miktar artış tespit edilmiştir. Sermaye akımlarında tespit edilen oynaklığa karşılık PPK, ROM'un etkinliğini kademeli olarak artırmaya karar vermiştir. ROM'un otomatik dengeleyici ozelliği nedeniyle geniş faiz koridoruna olan ihtiyaç buyuk olude azalmıştır. Bu nedenle gecelik borç verme faizleri yuzde 8,50'den yuzde 7,50'ye indirilerek (bkz. Grafik 1) faiz koridoru daha simetrik hale gelmiştir. 2013/Nisan doneminde sermaye girişlerinin tekrar canlanması ve kredi artış oranlarının referans değerlerin uzerinde seyretmesi nedeniyle doviz rezervlerini artırmaya ve faiz oranlarını duşuk tutmaya yonelik politikalar surdurulmuştur. Bu doğrultuda gecelik borç verme ve borçlanma faizleri indirilmiş, ROK'ların artırılmasına devam edilmiştir. 2013/Mays doneminde de ekonomik koşullar değişmediğinden bir hafta vadeli repo ihale faizi, gecelik borçlanma ve gecelik borç verme faizlerinde 0,5 puanlık indirimle gidilmiştir. Bir hafta vadeli repo ihale faizi yuzde 4,5, gecelik borçlanma faizi yuzde 3,5, gecelik borç verme faizi yuzde 6,5 olarak belirlenmiştir (bkz. Grafik 1) (www.tcmb.gov.tr, 03.01.2014).

2013 yılının ikinci yarısının başlangıcında yurtiçi talep toparlanma eğilimine girmiş olup, kuresel piyasalardaki para politikalarına ilişkin belirsizlik nedeniyle sermaye akımlarında zayıflama baş goştermiştir. Kredi artış oranlarının referans değerin uzerinde seyretmeye devam etmesi uzerine PPK para politikası duruşunun sıkılaştırılmasının finansal istikrarı destekleyeceği yonunde değerlendirmede bulunmuştur. İşlenmemiş gıda fiyatları ve petrol fiyatlarında gorulen artış, doviz kurunda gorulen oynaklık kısa vadede enflasyonu olumsuz yonde etkileyeceğinden PPK, olulu bir sıkılaştırmaya gidilmesinin gerekli olduğunu belirtmiştir. Fiyat istikrarının sağlanması ve finansal istikrarın desteklenmesi amacıyla faiz koridorunun ust sınırının (gecelik borç verme faizi) yuzde 6,5'ten yuzde 7,25'e yukseltilmesine karar verilmiştir (bkz. Grafik 1). 2013/Ağustos doneminde Mays ayından bu yana kuresel duzeyde para politikalarında artan belirsizlik nedeniyle sermaye akımlarında gozlenen zayıflama surmektedir. PPK boyle bir ortamda kredi buyume hızlarının kontrol altına alınmasının gereği ve enflasyon oranını ongorulenin uzerinde olması nedeniyle para politikasındaki temkinli duruşunu surdurme kararı almıştır. Enflasyon gorunumu orta vadeli hedeflerle uyumlu hale gelene kadar para politikasının temkinli duruşu korunacak, gerekli gorulurse ek parasal sıkılaştırmaya gidilebilecektir. Ek parasal sıkılaştırmanın etkinliğini artırabilmek için gecelik borç verme faizleri yuzde 7,25'ten yuzde 7,75'e yukseltilmiştir (bkz. Grafik 1). 2013 yılının son çeyreğinde de, doviz kurundaki oynaklık, zayıf sermaye akımları nedeniyle, ayrıca kredi buyume hızlarının kontrol altında tutulması ve enflasyonun beklentilerin uzerinde oluşması nedeniyle sıkı para politikalarının surduruleceği belirtilmiştir. 2013 yılının son çeyreğinde ayrıca doviz kuru oynaklığı nedeniyle enflasyon goştergeleri bir sure daha hedefin uzerinde seyredeceğinden PPK, bu durumun fiyatlamada davranışları uzerindeki etkilerini sınırlandırmak için temkinli duruşun gulendirilmesine ve para piyasalarındaki faiz oranlarındaki oynaklığın azaltılmasına karar vermiştir. Bu amaçla 2013 Kasım ayından itibaren bir ay vadeli repo ihalelerine son verilmiştir. Boylelikle bankalararası para piyasasındaki gecelik faiz oranının yuzde 7,75'e yakın seviyelerde oluşması sağlanacaktır (www.tcmb.gov.tr, 03.01.2014).

2014 yılının başında temkinli para politikası duruşu, alınan makro ihtiyati onlemler ve zayıf seyreden sermaye akımlarının etkisiyle kredi buyume hızları kademeli bir yavaşlama eğilime girmiştir. 28 Ocak 2014 tarihinde toplanan

PPK, iç ve dış piyasalarda risk algılamasını olumsuz etkileyen gelişmeleri değerlendirmiştir. Bu süreçte, Türk lirasında belirgin bir değer kaybı ve risk priminde kayda değer bir artış gözlenmiştir. TCMB, bu gelişmelerin enflasyon ve makroekonomik istikrar üzerindeki olumsuz yansımalarını sınırlamak için gerekli tedbirleri alacağını belirtmiştir. PPK, bu çerçevede fiyat istikrarını sağlamak amacıyla güçlü bir parasal sıkılaştırma yapmaya ve operasyonel çerçeveyi sadeleştirmeye karar vermiştir. Bu doğrultuda, bir hafta vadeli repo faiz oranı yüzde 4,5'ten yüzde 10'a yükseltilmiş; önümüzdeki dönemde TCMB fonlaması temel olarak marjinal fonlama oranı yerine bir hafta vadeli repo faiz oranından sağlanacağı belirtilmiştir. Aynı dönemde gecelik borçlanma faizi yüzde 3,5'tan yüzde 8'e, gecelik borç verme faizi yüzde 7,75'ten yüzde 12'ye yükseltilmiştir (bkz. Grafik 1). Enflasyon görünümünde belirgin bir düzenleme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşun sürdürüleceği belirtilmiştir. 2014 yılının ilk çeyreğinde, sürdürülen sıkı para politikası, makro ihtiyati tedbirler sonucunda zayıf seyreden sermaye akımlarının da etkisiyle kredi büyüme hızları yavaşlamaya devam etmiştir. Yurtiçi özel kesim nihai talebindeki gerileme de uygulanan politikalarla uyumlu bir gelişme olarak belirtilmektedir. Net ihracatın ise, dış talepteki toparlanmanın etkisiyle büyümeye olumlu katkı yapması beklenmektedir (www.tcmb.gov.tr, 04.07.2014).

2014 Mayıs döneminde azalan belirsizlikler ve risk primi göstergelerindeki iyileşme sonucunda tüm vadelerde piyasa faizlerinde düşüşler gözlenmiş; bu çerçevede bir hafta vadeli fonlama faizinde 0,5 puanlık indirimle gidilmiştir. 2014 Haziran döneminde yurtiçi talebin ılımlı seyrini sürdürmesi, ihracatın büyümeye yaptığı katkıların enflasyon baskılarını sınırlandıracağı ve cari işlemler açığında belirgin bir iyileşme gözleneceği tahmin edilmektedir. Geçtiğimiz yılın ortalarından itibaren gerçekleşen birikimli döviz kuru gelişmelerinin yıllık enflasyon üzerindeki olumsuz yansımalarının kademeli olarak azalacağı belirtilmektedir. Bu gelişmelere uygun olarak PPK son aylarda küresel likidite koşullarındaki iyileşmeyi de göz önüne alarak, bir haftalık repo faizinde ölçülü bir indirimle gidilerek, yüzde 9,5'ten yüzde 8,75'e indirilmiştir (bkz. Grafik 1). PPK, enflasyon beklentileri, fiyatlama davranışları ve enflasyonu etkileyen diğer unsurların yakından takip edileceğini ve enflasyon görünümünde belirgin bir iyileşme sağlanana kadar para politikasındaki sıkı duruşun sürdürüleceğini açıklamıştır (www.tcmb.gov.tr, 04.07.2014).



Grafik 2. TCMB Faiz Oranları (2014/07-2015/12)

Kaynak: TCMB Para Politikası Kurulu Kararları, www.tcmb.gov.tr, 18.02.2016.

İlgili dönemlere ait faiz oranları, TCMB Para Politikası Kurulu Kararlarından derlenerek tarafımızca çizilmiştir.

2014 yılının ikinci yarısında, gıda fiyatlarındaki yükselme nedeniyle enflasyon oranının yüksek seyretmesi ve jeopolitik risklerin olumsuz etkileri nedeniyle para politikasındaki sıkı duruş sürdürülmüştür. Bu dönemde petrol ve emtia fiyatlarındaki düşüşün enflasyonda öngörülen düşüşü desteklemesinin beklendiği görüşü belirtilmiştir. Enflasyon görünümünde iyileşme sağlanana kadar sıkı para politikasının sürdürüleceğinin altı çizilmiştir. Söz konusu dönemin başlarında küresel likidite koşullarının iyileşmesi dikkate alınarak faizlerinde ılımlı bir indirime gidilmiştir. Dönemin sonlarına doğru ise faiz oranlarında herhangi bir değişikliğe gidilmemiştir (bkz. Grafik 2) (www.tcmb.gov.tr., 11.05.2015).

2015 yılının Ocak ve Şubat aylarında petrol ve emtia fiyatlarındaki düşüşün enflasyonu düşürmesine yönelik beklentiler yüzünden faiz oranlarında indirime gidilmiştir. Gıda ve enerji fiyatlarındaki oynaklık nedeniyle söz konusu faiz indirimlerinin ölçülü bir biçimde yapıldığı belirtilmiştir. 2015 yılının Mart ve Nisan aylarında küresel piyasalardaki belirsizlikler ve gıda fiyatlarındaki artışlar nedeniyle para politikasındaki sıkı duruş sürdürülmüş ve faiz oranlarında herhangi bir değişiklik yapılmamıştır (bkz. Grafik 2) (www.tcmb.gov.tr., 12.05.2015).

2015 Mayıs ayındaki PPK kararında, temkinli para ve maliye politikaları ile makro ihtiyati tedbirlerin çekirdek (enerji ve gıda dışı) enflasyonu olumlu etkilediği belirtilmektedir. Döviz kuru oynaklığı, çekirdek enflasyondaki düzelmeyi sınırladığından ve küresel belirsizlikler ile gıda ve enerji fiyatlarındaki oynaklık nedeniyle para politikalarında temkinli duruşun sürdürüleceği açıklanmıştır. PPK bu dönemde faiz oranlarını sabit tutacağını açıklamıştır (bkz. Grafik 2) (www.tcmb.gov.tr., 21.05.2015).

2015 yılının ikinci yarısındaki PPK kararlarında genel olarak, enerji fiyatlarındaki gelişmelerin enflasyonu olumlu yönde etkilediği belirtilmektedir. Bununla birlikte döviz kuru hareketlerinin çekirdek enflasyon eğilimindeki iyileştirmeyi geciktirdiği ifade edilmektedir. Bu gelişmeler eşliğinde, küresel piyasalardaki belirsizlikler ile enerji ve gıda fiyatlarındaki oynaklıklar da dikkate alındığında para politikasındaki temkinli duruşun süreceğine vurgu yapılmaktadır. Bu yaklaşım çerçevesinde PPK, faiz oranlarının bahse konu dönemde sabit tutulmasına karar vermiştir (bkz. Grafik 2) (www.tcmb.gov.tr., 18.02.2016).

**Tablo 4. TCMB Brüt Döviz Rezervleri
(Milyon Dolar) (2012-2015)**

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

Kaynak: Merkez Bankası Rezervleri, www.tcmb.gov.tr, 19.02.2016.

Yukarıdaki tabloda (bkz. Tablo 4), TCMB'nin ROM aracını etkin olarak kullanmaya başlamasından 2015 yılı sonuna kadar geçen süre zarfında TCMB brüt döviz rezervlerinin gelişimine yer verilmektedir. Buna göre, söz konusu imkanın etkilerinin gözlemlenebildiği 2012 yılında, döviz rezervlerine olumlu katkılarının bulunduğu görülmektedir. 2013 yılında ve 2014 yılının ikinci yarısına kadar TCMB döviz rezervlerindeki artış genel olarak sürmüştür. 2014 yılının ikinci yarısında ise jeopolitik risklerin ortaya çıkması ve küresel belirsizliklerin artması sonucunda TCMB döviz rezervlerinde bir parça düşüş yaşanmıştır. 2015 yılında ise, döviz kuru oynaklığı ve küresel belirsizliklerin sürmesi nedeniyle TCMB döviz rezervlerindeki düşüş devam etmiştir. TCMB'nin ROM uygulaması, döviz rezervlerinin küresel dalgalanmalar ve küresel belirsizliklerden daha az etkilenmesini sağlamak üzere geliştirilmiştir. Uygulamanın yürürlükte olduğu dönem itibarıyla faiz koridoru uygulaması ile birlikte genel itibarıyla yararlı olduğu görülmektedir.

TCMB'nin 2016 yılına ilişkin para ve kur politikası metninde, uygulanan makroihtiyati politikaların sürdürülmesi, ihracat reeskont kredilerinin döviz rezervlerine birikimli katkı verecek olması, mevduat ve katılım fonu dışı yabancı para yükümlülüklerin vade uzatımına dair alınan önlemler sayesinde döviz rezervlerinin daha iyi bir seviyeye getirilmesi konusunda kayda değer bir artış sağlanabileceği belirtilmektedir (TCMB, 2015, 17).

4.3. 2015 Yılı Para Politikası Uygulamaları ve 2016 Hedefleri

2016 yılı Para ve Kur Politikası ile ilgili olarak TCMB'den yapılan açıklamalara göre, Orta Vadeli Program hazırlık sürecinde Hükümet ile varılan mutabakatla uyumlu olarak 2016 ve 2017 yıllarında yüzde 5 olarak belirlenen enflasyon hedefi, 2018 yılı için de yüzde 5 olarak belirlenmiştir. Belirsizlik aralığı, her iki yönde de yüzde 2 olarak korunmuştur. 2015 yılında da fiyat istikrarı odaklı bir para politikası hedeflenmektedir. TCMB fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı da gözetmeye devam edecektir. Önümüzdeki dönemde de fiyat istikrarı ve finansal istikrarı sağlamaya yönelik geleneksel politika araçlarının yanında yeni politika çerçevesinde geliştirilecek araçların kullanımına da devam edilecektir. Ayrıca para politikasının temel iletişim dokümanları (Para Politikası Kurulu Duyuruları, Enflasyon Raporu, Finansal İstikrar Raporu) kullanılacaktır (TCMB, 2015, 2).

TCMB, 18 Ağustos 2015 tarihinde yayınladığı yol haritasında (Küresel Para Politikalarının Normalleşme Sürecinde Yol Haritası) küresel para politikalarının normalleşmeye başlamasından önce ve sonra uygulanabilecek politikaları kamuoyuna açıklamıştır. Bu çerçevede, faiz koridorunun daraltılacağı ve bir hafta vadeli repo ihale faizi etrafında daha simetrik bir hale getirileceği belirtilmektedir (TCMB, 2015, 3).

2016 yılı Para ve Kur Politikası metninde, 2015 yılında uygulanan sıkı para politikası ve makroihtiyati önlemlerin, enflasyondaki yükselişi sınırladığı belirtilmektedir. Ayrıca 2015 yılında başta petrol olmak üzere döviz cinsinde ithalat fiyatlarının da enflasyonu sınırlayıcı yönde etki yaptığı ifade edilmektedir. Ancak gıda fiyatlarındaki yükseliş ve döviz kurundaki değer kaybının gecikmeli etkilerine bağlı olarak yıl boyunca, enflasyonun hedefin belirgin olarak üzerinde seyrettiği vurgulanmaktadır. Sıkı para politikası ve makroihtiyati önlemler sonucunda kredilerdeki yıllık büyüme hızının makul seviyelerde bulunduğu belirtilirken cari işlemler dengesindeki iyileşmenin de sürmesinin beklendiği ifade edilmektedir. Dış talepteki Avrupa Birliği kaynaklı toparlanmanın 2016 yılında cari dengeye olumlu yansıtacağı değerlendirilmektedir (TCMB, 2015, 4-5).

ROM, dvız rezervlerini ve dvız likiditesini etkileyen önemli bir araç olarak 2015 yılında da kullanılmıştır. 2015 yılında ROM'un otomatik dengeleyici yönünün güçlendirilmesi ve yabancı para cinsinden ykmllklere uygulanan zorunlu karşılık oranlarındaki değişlikler sonucunda ihtiyaç duyulan dvız likiditesinin karşılanması amaçlarıyla rezerv opsiyon dilimlerinde ve katsayılarında teknik ayarlamalara devam edildiği belirtilmektedir. Finansal sektörün ROM aracılığıyla TCMB nezdinde sahip olduğu yabancı para rezervlerin yurtdişi finansman imkanlarında yaşanabilecek sorunlara karşı güvence sağladığına vurgu yapılmaktadır. Politika metninde 2001 yılından itibaren uygulanan dalgalı dvız kuru rejimi çerçevesinde doğrudan net dvız alımları, ihracat reeskont kredileri ve ROM gibi araçlar kullanılarak TCMB dvız ve altın rezervlerinde birikimli olarak 97 milyar dolar civarında artış sağlandığına yer verilmektedir (TCMB, 2015, 15-17).

2016 yılı Para ve Kur Politikası metninde, 2016 yılında da dalgalı dvız kuru uygulamasına devam edileceği ifade edilmektedir. Değişen finansal piyasa koşullarına uygun olarak, 5 Mayıs 2015 tarihinden itibaren bankalar ve finansman şirketleri TCMB nezdinde dolar cinsinden tutulan zorunlu karşılıklara, rezerv opsiyonlarına ve serbest hesaplara faiz ödendiği belirtilmektedir (TCMB, 2015, 18-19).

Politika metninde finansal istikrara yönelik düzenlemelere de yer verilmektedir. TCMB, dengeli büyümeyi sürdürmek ve yurtiçi tasarrufları güçlendirmek amaçıyla bankaların ve finansman şirketlerinin Türk lirası olarak tesis ettikleri zorunlu karşılıklara Kasım 2014 tarihinden itibaren faiz ödemeye başlamıştır. Söz konusu uygulamanın, esas alınan faiz oranlarını artırmak suretiyle 2015 yılında da sürdürüldüğü belirtilmektedir. Bunun yanında makrofinansal riskleri sınırlamak üzere dış borçlanma vadelerinin uzamasını teşvik edici yönde bankaların ve finansman şirketlerinin yabancı para cinsinden çekirdek (yabancı para mevduat/katılım fonu) dışı kısa vadeli ykmllkleri için uygulanan zorunlu karşılık oranları artırılmıştır. Bu çerçevede, finansal istikrarı desteklemek amaçıyla yabancı para cinsinden çekirdek dışı kısa vadeli ykmllkler için uygulanan zorunlu karşılık oranları vade uzatımını teşvik edecek şekilde artırılmıştır. Bu düzenlemelerin de katkısıyla 2015 yılında bankaların yurtdişından kısa vadeli borçlanmalarının belirgin bir şekilde azaldığı, orta ve uzun vadeli borçlanmalarının ise arttığı ifade edilmektedir (TCMB, 2015, 20-22).

Sonuç

Ulusal düzeyde ekonomi politikalarına yönelik uygulamalar, küreselleşmenin ulusal ekonomileri birbirleriyle bütünleşmeye zorlaması nedeniyle 2000'li yıllarda tartışılmaya başlanmıştır. Küreselleşme, ekonomi politikalarıyla ilgili düzenlemelerin dünyadaki ekonomik gelişmelere cevap verebilecek şekilde dizayn edilmesini gerektirmektedir. Sermaye hareketlerinin kısa vadede oldukça hızlı hareket edebildiği günümüzde, ulusal ekonomilerde finansal istikrarın sağlanabileceği ve korunabileceği ekonomi politikalarının uygulanabilmesi bir zorunluluk haline gelmiştir. Finansal istikrarın sağlanması ve korunması noktasında para politikası uygulayıcılarına önemli görevler düşmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin kısa vadeli sermaye hareketlerinden önemli ölçüde etkilendiği düşünüldüğünde, para politikasının etkinliği ve güçlü finansal yapıların kurulması bu ülkelerde daha da önemli hale gelmektedir.

Türkiye'de para politikası uygulamaları TCMB tarafından gerçekleştirilmektedir. TCMB'nin birinci görevi fiyat istikrarını sağlamaktır. Bununla birlikte ekonomik küreselleşmenin gerçekleşmesine bağlı

olarak finansal istikrarı sağlama görevini de üstlenmiştir. TCMB, 1931 yılında faaliyetlerine başlamış olup, kuruluş nedeni, ülkenin iktisadi gelişmesine katkıda bulunmak olarak belirlenmiştir. 1960'larda TCMB'ye ekonominin canlandırılması için likiditeyi artırmaya yönelik tedbirleri alması görevi verilmiştir. Bu dönemde, likiditenin olumsuz etkilerini giderebilmek için mevduat münzam karşılıkları aracı kullanılmıştır. 1970 yılında kabul edilen 1211 sayılı Kanun ile TCMB'nin ekonomideki işlevleri ve bu işlevleri yerine getirirken kullanacağı araçlar yeniden tanımlanmıştır. TCMB'nin görevleri, kalkınma planlarıyla uyumlu bir biçimde hükümetin belirlediği para ve kredi politikalarını yürütmek üzere belirlenmiştir. 1970-1980 döneminde fiyat artışlarının kontrol altına alınmasına yönelik tedbirler alınmış ve bu tedbirlere ilgili olarak reeskont aracı kullanılmıştır. 1980'li yıllar, finansal ve ekonomik küreselleşmenin hız kazandığı yıllar olup, uluslararası finans kapitalinin temsil ettiği değerler ve kurumlar ön plana çıkmıştır. Merkez bankacılığı olgusu yeniden tanımlanmaya başlanmıştır. TCMB'nin orta ve uzun vadeli kredi verme politikasına son verilmiştir. 1980 sonrası, kontrollü dalgalı döviz kuru sistemine geçilmiş, kamu finansmanının TCMB kaynaklarının dışından sağlanabileceği yeni kurumsal düzenlemeler yapılmıştır. 1989 yılında tam konvertibiliteye geçiş gerçekleştirilmiş, TCMB'nin para politikası uygulayıcısı konumu güçlendirilmiştir. Bu dönemde, bankalararası para piyasası işlemleri, döviz ve efektif piyasası işlemleri uygulamaları geliştirilmiş, APİ'ye işlerlik kazandırılmıştır. 1980'lerin sonlarında kullanılan araçlar, mevduat münzam karşılıkları, APİ ve disponibiliteler olmuştur. Yaşanan finansal gelişmeler sonucunda, dünyada para arzı hedeflemesinden çok enflasyon hedeflemesi ön plana çıkmıştır. Bu dönemde fiyat istikrarından sorumlu kurum olan merkez bankalarının bağımsızlığı tartışılmaya başlanmıştır.

1990'lı yıllarda parasal hedeflemeye dayalı program uygulamaları önem kazanmıştır. 2000 yılında IMF ile yapılan görüşmeler sonucunda bir istikrar programı uygulamaya konulmuş, ancak yapısal düzenlemelerin tamamlanamamasından dolayı başarı sağlanamamıştır. Sabit döviz kuruna dayalı programda, enflasyonu aşağı çekerek gerekli makroekonomik reformların yapılması hedeflenmiş, ancak başarılı olunamamıştır. Bankacılık sektörünün de yeterince güçlü olmaması finansal krize zemin hazırlamış ve 2001 yılı başında yaşanan kriz sonucunda kurlar dalgalanmaya bırakılmıştır. TCMB bu dönemden sonra enflasyon hedeflemesine geçileceğini belirtmiş ve TCMB Kanunu'nda düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemelerle fiyat istikrarının TCMB'nin tek amacı olmasının, enflasyon hedefine ulaşmada ve faiz politikasının belirlenmesinde tam bağımsızlığın sağlanmasının altı çizilmiştir. TCMB'ye ayrıca gerekli gördüğü istatistikleri toplama, mali sistemin alt yapısını güçlendirme, makro denge için etkili ve güvenilir bir alt yapı kurma görevleri verilmiştir. 2002-2005 döneminde örtük enflasyon hedeflemesine, 2005 yılında enflasyon hedeflemesine geçilmiştir. TCMB yeni düzenlemelerle ve geliştirilen araçlarıyla birlikte konjonktürel gelişmelere daha hızlı ve daha etkili bir biçimde yanıt verebilmeye başlamıştır. 2006 yılı ortalarında dünyada risk alma ihtiyacının azalması sonucunda faiz artırımına gidilmiş, 2008 yılında dünyada emtia enerji fiyatlarının yükselmesi ve ABD kaynaklı krizin etkileri sonucunda ekonomideki küçülmeyi kontrol altında tutabilmek adına faiz indirimi yapılmıştır. Zamanında yapılan müdahaleler sonucunda Türkiye, krizi hafif atlatan gelişmekte olan ülkelerden birisi olmuştur.

TCMB, 2010 yılında küresel krizin etkilerinin zayıflamasıyla piyasadaki fazla likiditeyi azaltarak, zorunlu karşılık oranlarını yükseltmiştir. 2010 yılında güçlü sermaye girişleri yaşanmıştır. Bunun yanında hızlı kredi genişlemesi de bulunmaktadır. Hızlı kredi genişlemesine faiz artırarak cevap vermek doğru olmayacağından zorunlu karşılık oranları artırılarak kredi artış hızı yavaşlatılmıştır. 2010 yılı sonlarında yeni tasarım

para politikalarında fiyat istikrarının yanında finansal istikrar da önem kazanmıştır. TCMB, dünyadaki konjonktürel gelişmelere paralel olarak, önceki araçlarıyla birlikte yeni araçlarını devreye sokmuştur. Bu dönemde kullanılan araçlar, zorunlu karşılıklar, politika faizi, likidite yönetimi, faiz koridoru ve ROM gibi alternatif araçlardır. Bankacılık sisteminin sağlamlaştırılmasına yönelik önlemler ve kamuda mali disiplinin sağlanmasına yönelik çalışmalar da TCMB'nin politika bileşiminin başarıya ulaşmasına yardımcı olmuştur. Yeni para politikası araçları faiz koridoru ve ROM kısa vadeli sermaye hareketlerine daha hızlı ve esnek bir biçimde cevap verilmesini kolaylaştırmıştır. Ayrıca bu araçlar sayesinde piyasadaki döviz likiditesini etkileyerek kur oynaklığını azaltmak mümkün olmuştur.

Günümüzde para politikalarının küresel ekonomik gelişmelerden bağımsız olarak uygulanması mümkün değildir. Bununla birlikte ülke ekonomisinin iç dinamikleri de göz arđ edilmemelidir. TCMB, özellikle 2001 yılından itibaren zamanın gereklerine uygun olarak yeni para politikası araçları geliştirmiş ve bunları uygulamaya koymuştur. Uygun politika bileşenleri ve uygun politika araçları ile dizayn edilmiş bir para politikası uygulaması, para politikasından beklenen hamlelerin zamanında ve etkili bir biçimde yapılabilmesini sağlamaktadır.

Genel olarak değerlendirildiğinde TCMB'nin 2011 sonlarından itibaren uygulamaya koyduğu yeni politika karmasının yabancı para rezervleri üzerinde olumlu etkisinin bulunduğu görülmektedir. Yabancı para cinsinden rezervlerin istenilen seviyede bulunması, ülke ekonomisinin dış şoklara karşı kırılganlığını azaltmaktadır. 2014 yılının ortalarından itibaren ekonomide görülen jeopolitik riskler, küresel belirsizlikler ve kurdaki dalgalanmalar nedeniyle TCMB yabancı para rezervleri bir parça düşüş göstermiştir. Söz konusu belirsizliklerin devam etmesi ve kurdaki dalgalanmanın sürmesine bağlı olarak TCMB yabancı para rezervlerindeki düşüş eğilimi 2015 yılı sonuna kadar devam etmiştir. 2015 yılı Aralık ayı sonlarında yabancı para brüt rezervlerin (dolar ve altın) 113 milyar dolar olduğu TCMB tarafından açıklanmıştır. Dünyadaki gelişmelere uygun yeni politika araçlarının uygulanması, ülke ekonomisinin dünyadaki konjonktürel gelişmelere uygun olarak şekillenmesine olanak tanımaktadır. Bununla birlikte ülke ekonomisinin, diğer gelişmekte olan ülke ekonomileri gibi küresel dalgalanmalardan etkilenme riskinin gelişmiş ülke ekonomilerine göre daha fazla olduğu gerçeği de unutulmamalıdır. Bu nedenle TCMB, dünya ekonomisi ve ülke ekonomisindeki gelişmelerin yakından takip edildiğini ve önümüzdeki dönemde de sıkı para politikası duruşunun sürdürüleceğini belirtmektedir.

Kaynaklar

- AKÇAY, Memduh Aslan (1997). Para Politikası Araçları Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar. (Uzmanlık Tezi), DPT, Ekim, Ankara.
- ALPER, Koray. Hakan Kara. Mehmet Yörükoğlu (2012). TCMB Ekonomi Notları (Rezerv Opsiyon Mekanizması). S. 2012/28. Ekim. Ankara.
- BAKIR, Caner (2007). Merkezdeki Banka, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ve Uluslararası Bir Karşılaştırma. İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayını. İstanbul.
- BAŞÇI, Erdem. Hakan KARA (Mayıs 2011). Finansal İstikrar ve Para Politikası. TCMB Çalışma Tebliği No: 11/08.
- EĞİLMEZ, Mahfi. (2012, 29 Eylül). "Güncellenmiş Para Politikası Uygulamaları". Kendime Yazılar. <http://www.mahfiegilmez.com/2012/09/guncel-para-politikas.html>, 04.07.2014.
- EĞİLMEZ, Mahfi (2012, 23 Kasım). "Karşılıklar Politikası ve Rezerv Opsiyon Katsayısı". Kendime Yazılar. <http://www.mahfiegilmez.com/2012/11/karsiliklar-politikasi-ve-rezerv-opsiyon.html>, 04.07.2014.
- GÜNAL, Mehmet (2001). Merkez Bankasının Değişen Rolü ve Para Politikası Uygulamaları. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları. Ankara.
- KAZGAN, Gülten (2006). Tanzimat'tan 21. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi. 3.Baskı. İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları. İstanbul.
- KAZGAN, Haydar. Murat ÖZTÜRK, Murat KORALTÜRK (2000). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. Creative Yayıncılık. İstanbul.
- KEPENEK, Yakup. Nurhan YENTÜRK (2010). Türkiye Ekonomisi. 23. Basım. Remzi Kitabevi. İstanbul.
- KÜÇÜKSARAÇ, Doruk. Özgür ÖZEL (2012). Rezerv Opsiyon Mekanizması ve Optimum Rezerv Opsiyonu Katsayılarının Hesaplanması. TCMB Çalışma Tebliği, No: 12/32, Kasım 2012. Kasım. Ankara.
- ÖZATAY, Fatih (2011). Parasal İktisat Kuram ve Politika. 2. Baskı. Efil Yayınevi. Ankara.
- TAŞCIOĞLU, Abdullah (Haz.) (1998). Cumhuriyet Dönemi Bankalar Kanunları ve İlgili Yasal Düzenlemeler. Türkiye Bankalar Birliği. İstanbul.
- TCMB (2009). 2010 Yılında Para ve Kur Politikası. Ankara.
- TCMB (2010). 2011 Yılında Para ve Kur Politikası. Ankara.
- TCMB (2011). 2012 Yılında Para ve Kur Politikası. Ankara.
- TCMB (2012). 2013 Yılı Para ve Kur Politikası. Ankara.
- TCMB (2015). 2016 Yılı Para ve Kur Politikası. Ankara.
- TCMB (2011, 12 Eylül). Zorunlu Karşılık ve Reeskont Kredisi Uygulamaları ile Döviz Satım İhaleleri Hakkında Basın Duyurusu. S. 2011-55.
- TCMB (2012, 27 Mart). Zorunlu Karşılıkların Altın Olarak Tutulabilmesine İlişkin Basın Duyurusu. S. 2012-25.
- TCMB (2012, 29 Mayıs). Zorunlu Karşılıkların Döviz Olarak Tutulabilmesine İlişkin Basın Duyurusu. S. 2012-37.
- TCMB (2012, 21 Haziran). Zorunlu Karşılıkların Döviz Cinsinden Tutulabilmesine İlişkin Basın Duyurusu. S. 2012-44.
- TCMB (2012, 19 Temmuz). Zorunlu Karşılıkların Döviz ve Altın Cinsinden Tutulabilmesine İlişkin Basın Duyurusu. S. 2012-54.
- TCMB (2012, 16 Ağustos). Zorunlu Karşılıkların Döviz ve Altın Cinsinden Tutulabilmesine İlişkin Basın Duyurusu. S. 2012-59.

- TCMB (2012, 11 Eylöl). Yabancı Para Zorunlu Karşılıkların Tesisine İlişkin Basın Duyurusu. S. 2012-62.
- TCMB (2012, 18 Eylöl). Rezerv Opsiyon Katsayılarının Artırılmasına İlişkin Basın Duyurusu. S. 2012-67.
- TCMB (2012, 18 Ekim). Rezerv Opsiyon Katsayılarının Artırılmasına İlişkin Basın Duyurusu. S. 2012-75.
- TCMB (2012, 20 Kasım). Rezerv Opsiyon Katsayılarının Artırılmasına İlişkin Basın Duyurusu. S. 2012-80.
- TCMB (2012, 18 Aralık). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. S. 2012-87.
- TCMB (2013, 22 Ocak). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. S. 2013-02.
- TCMB (2013, 26 Mart). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. S. 2013-17.
- TCMB (2013, 16 Nisan). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. S. 2013-26
- TCMB (2013, 16 Mayıs). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. S. 2013-32.
- TCMB (2013, 4 Ekim). Finansman şirketlerinin Zorunlu Karşılık Kapsamına Alınmasına İlişkin Basın Duyurusu. S. 2013-71.
- TCMB (2013, 24 Aralık). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. S. 2013-85.
- TCMB (2014, 24 Temmuz). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. S. 2014-56.
- TCMB (2015, 3 Ocak). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. S. 2015-01.
- TCMB (2015, 10 Mart). Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu. S. 2015-19.

İnternet Kaynakları

- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu'nda Değişiklik Yapılmasına Dair 25.04.2001 Tarihli ve 4651 Sayılı Kanunla Getirilen Yenilikler, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/kanunacic.html>, (27.02.2013).
- TCMB Para Politikası Kararları, www.tcmb.gov.tr, (03.01.2014).
- TCMB Para Politikası Kararları, www.tcmb.gov.tr, (04.07.2014).
- IMF Araştırması: Türkiye, Kırılganlıklarının Azaltılması İçin Tasarrufun Artırılması, (20 Aralık 2013), www.imf.org/external/long/turkish/pubs/ft/survey/so/2013/CAR122013At.pdf, (10.07.2014).
- TCMB Para Politikası Kararları, www.tcmb.gov.tr, (11.05.2015).
- TCMB Para Politikası Kararları, www.tcmb.gov.tr, (12.05.2015).
- TCMB Para Politikası Kararları, www.tcmb.gov.tr, (21.05.2015).
- TCMB Para Politikası Kararları, www.tcmb.gov.tr, (18.02.2016).
- Merkez Bankası Rezervleri, www.tcmb.gov.tr, (19.02.2016).

