

**T.C.
PAMUKKALE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
GENEL İŞLETME BİLİM DALI**

**TÜRKİYE'DEKİ FİNANSAL PİYASALAR
VE
TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI'NIN
FİNANSAL PİYASALAR ÜZERİNDEKİ ETKİNLİĞİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan

Tülay GÜLERYÜZ

Danışman

YRD. DOÇ. DR. Hafize MEDER ÇAKIR

DENİZLİ, 2005

T.C.
PAMUKKALE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
GENEL İŞLETME BİLİM DALI

TÜRKİYE'DEKİ FİNANSAL PİYASALAR
VE
TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI'NIN
FİNANSAL PİYASALAR ÜZERİNDEKİ ETKİNLİĞİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan

Tülay GÜLERYÜZ

Danışman

Yrd. Doç. Dr. Hafize MEDER ÇAKIR

DENİZLİ, 2005

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ'NE

Bu çalışma, İşletme Anabilim Dalı, Genel İşletme Bilim Dalı'nda jürimiz tarafından Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Jüri Başkanı
Prof. Dr. Selim Bekçioğlu

Jüri (Danışman) Jüri
Yrd. Doç. Dr. Hafize MEDER ÇAKIR Yrd. Doç. Dr. Hakan AYGÖREN

Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun tarih ve sayılı kararı ile onaylanmıştır.

Prof. Dr. Nazım Kadri EKİNCİ
Enstitü Müdürü

ÖZET

Cumhuriyetin kuruluşundan 1980’li yıllara kadar oldukça pasif bir yapıda bulunan Türk mali kesimi, 1980 sonrasında alınan siyasi kararlar ve uygulanan ekonomik programlar sayesinde gelişmeye başlamıştır.

Bu süreçte, 1986 yılında Bankalararası Para Piyasası, 1987’de Açık Piyasa ve 1988’de Döviz ve Efektif Piyasalarının faaliyete geçmesi ile finansal piyasalarda canlanma görülmüş, 2002 yılında yapılan düzenlemeler ile derinliğinin sağlanması yönünde önemli adımlar atılmış ve günümüze kadar gelen yoğun bir gelişme sürecine girilmiştir.

2001 yılına kadar 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) Kanunu gereğince uygulayacağı para politikalarında hükümetin kararlarına doğrudan bağımlı kalan TCMB, finansal piyasalarda etkin rol oynayamamıştır. 2001 yılı Nisan ayında 1211 sayılı Kanunda reform niteliğinde değişiklikler öngören 4651 sayılı Kanun yürürlüğe girmiştir. Banka, ancak bu tarihten sonra temel amacı olan “fiyat istikrarını korumak” çerçevesinde para politikası araçlarını serbestçe belirleyerek piyasalara yön verebilmiştir.

Para politikasının uygulanmasında Türkiye’de tek otorite olan Merkez Bankası’nın finansal piyasalar üzerindeki etkinliğinin izlenebileceği en iyi kaynak ise TCMB Bilançosu olarak kabul edilmektedir.

Bu çerçevede, tezin ilk bölümlerinde Türkiye’deki finansal piyasalar genel hatlarıyla açıklanarak, TCMB’nin bu piyasalar üzerinde etkinlik sağlayarak ekonomik dengeleri korumak için uyguladığı para politikasının Merkez Bankası Bilançosundan izlenebilmesi için gerekli olan bilgiler verilmiştir.

Tez, T.C. Merkez Bankası’nın finansal piyasalardaki etkinliğini sağlayan temel araç olan para politikası uygulamalarının 2001 yılından günümüze kadar olan süreçte TCMB Bilançosundan analizi yapılmak suretiyle tamamlanmıştır.

ANAHTAR KELİMELER: Merkez Bankası, Para Politikaları, Analiz, Finansal Piyasalar.

ABSTRACT

Turkish financial markets, which had a passive structure until 1980's, started to develop thanks to political decisions and economic programs that were carried out at 1980's.

At this period, Interbank Money Market, Open Market and Foreign Exchange Markets were constructed respectively in 1986, 1987 and 1988 and the financial markets become therefore more active in the economy. In 2002 some very important steps were taken in improving the depth of the financial markets and markets were driven to an intensive improvement process till today.

Central Bank of Turkish Republic (CBRT) was acting dependent on the decisions of the government till 2001 according to the CBRT Law No: 1211. Therefore, the Bank could not play an active role in the financial markets till 2001.

In April 2001, Law no:4651 which made reformist changes in the Law no:1211 came into force and CBRT started to give direction to the markets by determining the monetary policy instruments independently in respect of its primary goal "price stability".

The CBRT Balance Sheet is accepted as the best source for following the activity of the CBRT in the financial markets, which is the only authority that was assigned the task of carrying out the monetary policy in Turkey.

In this respect, the financial markets in Turkey are explained with their general properties in the first chapters of the thesis. Afterwards, the theme about how the monetary policy can be observed from the CBRT balance sheet is studied thoroughly.

Thesis is finished with the analysis of the monetary policy which is the main instrument of CBRT for providing activity in the financial markets. This analysis comprises the year 2001 and on.

KEY WORDS: Central Bank, Monetary Policies, Analysis, Financial Markets.

İÇİNDEKİLER

ÖZET	i
ABSTRACT	ii
İÇİNDEKİLER	iii
ŞEKİLLER VE TABLOLAR LİSTESİ	vi
GRAFİKLER LİSTESİ	vii
ÖNSÖZ	viii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL PİYASALAR

1.1. Finansal Piyasaların Tanımı	4
1.2. Finansal Piyasaların Sınıflandırması	5
1.3. Türkiye’deki Finansal Piyasalar	7
1.3.1. Organize piyasalar	8
1.3.1.1. T.C.Merkez Bankası piyasaları	9
1.3.1.1.1. Açık Piyasa	9
1.3.1.1.2. Bankalararası Para Piyasası	12
1.3.1.1.3. Döviz ve Efektif Piyasaları	14
1.3.1.2. İMKB piyasaları	16
1.3.1.2.1. Tahvil ve Bono Piyasası	16
1.3.1.2.2. Hisse Senetleri Piyasası	18
1.3.1.2.3. Uluslararası Pazar	22
1.3.1.3. İstanbul Altın Borsası	24
1.3.1.3.1. Altın Piyasası	24
1.3.1.3.2. Vadeli İşlemler Piyasası	25
1.3.1.4. Takasbank Borsa Para Piyasası	26
1.3.1.5. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası	26
1.3.2. Tezgahüstü piyasalar (Organize olmayan piyasalar)	28
1.3.2.1. Bankalararası piyasalar	28

1.3.2.2. Serbest piyasalar.....	29
1.4. Finansal Piyasaları Etkileyen Temel Faktörler	30

İKİNCİ BÖLÜM

T.C. MERKEZ BANKASI'NIN FİNANSAL PİYASALAR ÜZERİNDEKİ ETKİNLİĞİNİN BİLANÇOYA YANSIMASI

2.1. T.C. Merkez Bankası'nın Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkinliği.....	36
2.2. T.C. Merkez Bankası Bilançosu	39
2.3. T.C. Merkez Bankası Bilançosunu Etkileyen İşlemler	40
2.3.1. Altın ve kambiyo işlemleri.....	41
2.3.2. Kredi işlemleri.....	42
2.3.3. Açık Piyasa işlemleri.....	43
2.3.4. Bankalararası Para Piyasası işlemleri	45
2.3.5. Diğer Merkez Bankası işlemleri	46
2.4. T.C. Merkez Bankası Analitik Bilançosu	46
2.4.1. Analitik Bilanço kalemlerinin Bilanço karşılıkları.....	46
2.4.2. Analitik Bilanço analizinde kullanılan oranlar.....	47

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

2001-2005 T.C. MERKEZ BANKASI BİLANÇO GELİŞMELERİ VE ANALİTİK BİLANÇO ANALİZİ

3.1. 2001 Yılı Genel Ekonomik Gelişmeleri ve Para Politikası Uygulamaları.....	55
3.1.1. Genel ekonomik gelişmeler.....	55
3.1.2. Para politikası uygulamaları.....	57
3.1.2.1. Para politikası genel çerçevesi	57
3.1.2.2. Merkez Bankası Bilançosundaki etkileri	59
3.2. 2002 Yılı Genel Ekonomik Gelişmeleri ve Para Politikası Uygulamaları.....	66
3.2.1. Genel ekonomik gelişmeler.....	66
3.2.2. Para politikası uygulamaları.....	69
3.2.2.1. Para politikası genel çerçevesi	69

3.2.2.2. Merkez Bankası Bilançosundaki etkileri	69
3.3 2003 Yılı Genel Ekonomik Gelişmeleri ve Para Politikası Uygulamaları.....	76
3.3.1. Genel ekonomik gelişmeleri	76
3.3.2. Para politikası uygulamaları.....	77
3.3.2.1. Para politikası genel çerçevesi	78
3.3.2.2. Merkez Bankası Bilançosundaki etkileri	80
3.4 2004 Yılı Genel Ekonomik Gelişmeleri ve Para Politikası Uygulamaları.....	86
3.4.1. Genel ekonomik gelişmeler.....	86
3.4.2. Para politikası uygulamaları.....	87
3.4.2.1. Para politikası genel çerçevesi	87
3.4.2.2. Merkez Bankası Bilançosundaki etkileri	89
3.5. 2005 Yılı Para Politikası	96
3.6. Para Politikası Açısından TCMB Analitik Bilançosunun Analizi	97
3.6.1. 2001-2005 dönemi Analitik Bilanço gelişmeleri.....	98
3.6.1.1. Analitik Bilançonun aktifindeki gelişmeler	100
3.6.1.2. Analitik Bilançonun pasifindeki gelişmeler	111
3.6.1.3. Genel değerlendirme.....	116
SONUÇ VE ÖNERİLER	122
KAYNAKLAR	130
ÖZGEÇMİŞ	134

ŞEKİLLER VE TABLOLAR LİSTESİ

Şekil 1.1: Finansal Piyasaların Yapısı	4
Şekil 1.2: Türkiye'deki Finansal Piyasalar	8
Tablo 1.1: Açık Piyasada Merkez Bankası İşlemleri (Trilyon TL)	11
Tablo 1.2: Bankalararası Para Piyasasında Merkez Bankası İşlemleri (Trilyon TL)	14
Tablo 1.3: Döviz ve Efektif Piyasaları İşlem Hacimleri (Milyon ABD Doları)	15
Tablo 1.4: Finansal Piyasaları Etkileyen Temel Faktörler ve Beklenen Etkileri	33
Tablo 2.1: T.C. Merkez Bankası Bilançosu ve Alt Kalemleri	40
Tablo 2.2: TCMB Analitik Bilanço Kalemlerinin Bilanço Karşılıkları	47
Tablo 3.1: 2001 Yılı Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri	60
Tablo 3.2: 2002 Yılı Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri	70
Tablo 3.3: 2003 Yılı Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri	80
Tablo 3.4: 2004 Yılı Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri	89
Tablo 3.5: 2005 Yılı Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri	96
Tablo3.6: 2001-2005 Analitik Bilanço Verileri (Milyar TL)	99

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 3.1: 2001 Yılı Net İç Varlıklar Gelişmeleri (Trilyon TL)	61
Grafik 3.2: 2001 Yılı Açık Piyasa İşlemleri (Trilyon TL)	62
Grafik 3.3: 2001 Yılı Para Tabanı Gelişmeleri (Trilyon TL)	63
Grafik 3.4: 2001 Yılı Para Tabanı ve Alt Kalemleri (Trilyon TL)	64
Grafik3.5: 2001 Yılı Net Uluslararası Rezervler Gelişmeleri (Milyon ABD Doları)	65
Grafik 3.6: 2002 Yılı Net İç Varlıklar Gelişmeleri (Trilyon TL)	70
Grafik 3.7: 2002 Yılı Açık Piyasa İşlemleri (Trilyon TL)	72
Grafik 3.8: 2002 Yılı Para Tabanı Gelişmeleri (Trilyon TL)	73
Grafik 3.9: 2002 Yılı Para Tabanı ve Alt Kalemleri (Trilyon TL)	73
Grafik3.10: 2002 Yılı Net Uluslararası Rezervler Gelişmeleri (Milyon ABD Doları)	75
Grafik 3.11: 2003 Yılı Para Tabanı ve Alt Kalemleri (Trilyon TL)	81
Grafik 3.12: 2003 Yılı Para Tabanı Gelişmeleri (Trilyon TL)	81
Grafik 3.13: 2003 Yılı Net İç Varlıklar Gelişmeleri (Trilyon TL)	83
Grafik 3.14: 2003 Yılı Açık Piyasa İşlemleri (Trilyon TL)	84
Grafik3.15: 2003 Yılı Net Uluslararası Rezervler Gelişmeleri (Milyon ABD Doları)	85
Grafik 3.16: 2004 Yılı Para Tabanı Gelişmeleri (Trilyon TL)	90
Grafik 3.17: 2004 Yılı Para Tabanı ve Alt Kalemleri (Trilyon TL)	91
Grafik 3.18: 2004 Yılı Net İç Varlıklar Gelişmeleri (Trilyon TL)	92
Grafik 3.19: 2004 Yılı Açık Piyasa İşlemleri (Trilyon TL)	93
Grafik 3.20: 2004 Yılı Net Uluslararası Rezervler Gelişmeleri (Milyon ABD Doları)	94
Grafik 3.21: İç Varlıklar ve Dış Varlıkların Toplam Varlıklar İçerisindeki Payı	101
Grafik 3.22: Bilanço Büyüklüğündeki Değişim	101
Grafik 3.23: İç Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı	103
Grafik 3.24: Değerleme Hesabının Gelişimi	105
Grafik 3.25: Değerleme Hesabının Toplam Varlıklara Oranı	107
Grafik 3.26: Dış Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı	109
Grafik 3.27: Dış Varlıkların İç Varlıklara Oranı	109
Grafik 3.28: Varlıkların Finansmanı	113
Grafik 3.29: Rezerv Para, Emisyon ve APİ'nin Toplam Yükümlülüklerle Oranı	115
Grafik 3.30: Dış Varlıklar ile İç Varlıkların Gelişimi	117
Grafik 3.31: Kur Riski Oranı-1 (KRO-1)	118
Grafik 3.32: Kur Riski Oranı-2 (KRO-2)	120

ÖNSÖZ

1980’li yıllara kadar varlığından dahi söz edilemeyecek kadar pasif bir yapıda bulunan, ancak bu yıllardan sonra alınan siyasi kararlar ve uygulanan ekonomik programlar ile etkinliği ve derinliği artırılarak gelişmiş ülkeler seviyesine getirilen Türkiye’deki finansal piyasalar, bugün ülkemiz ekonomisinde oldukça önemli bir yerde bulunmaktadır.

Kurulduğu 1930’lu yıllardan bu yana finansal piyasalarda etkinlik sağlayarak, ekonomiyi dengelemeye çalışan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, bu işlevlerini tam ve sağlıklı olarak ancak 2001 yılında yapılan reform niteliğindeki değişiklikler ile yerine getirebilmiştir. Bu tarihten önce politik çıkarlar doğrultusunda şekillenen hükümet kararlarına bağımlı kalarak, daha çok kamu finansmanına odaklanmak zorunda kalan Merkez Bankası, 2001 yılından sonra düzenlenen yeni kanunla araç bağımsızlığına kavuşmuş ve hükümetin kararlarından etkilenmeden, sadece ve sadece nihai amaç olan “fiyat istikrarını” sağlama hedefi doğrultusunda hareket etme serbestisini kazanmıştır.

Finansal piyasalar ve Türkiye’de kullanılan para politikası araçları, bu araçların piyasalar üzerindeki etkileri ile bu etkilerin bilançodan izlenmesi çalışmalarını kapsayan bu tezin şekillenmesindeki yoğun katkılarından dolayı değerli danışmanım Yrd. Doç Dr. Hafize Meder Çakır’a teşekkürlerimi sunarım.

Ayrıca tam oyun çağında olmasına rağmen, annesinin ödevini bitirip kendisiyle oyun oynayacağı vakti büyük bir sabırla bekleyen tatlı kızım Zeynep Eylül’e, eşime ve hakkını hiçbir zaman ödeyemeyeceğim canım anneme gönülden teşekkürü bir borç bilirim.

Bu tezin içerdiği bilgiler ve konuları ele alış tarzı ile, bu konuda ileride yapılacak çalışmalar için kaynak oluşturabilmesi umuduyla...

Tülay GÜLERYÜZ

GİRİŞ

Kıt olan kaynakların tam ve rasyonel olarak kullanılması, istikrarlı ekonomik büyüme sağlanması, paralelinde fiyat istikrarının korunması ve ödemeler dengesinde istikrarın sağlanması gibi temel hedeflere ulaşabilmek için uygulanan ekonomi politikaları, uygulandıkları ekonomik yapı, yönetim şekli ve dönemine göre farklı özellikler taşımakla birlikte, tümünün temel hedefi ekonomik istikrarı sağlamaktır.

Söz konusu ekonomi politikalarının iki ayağı maliye ve para politikalarıdır. Maliye politikaları daha çok hükümetlerin harcama ve vergi gelirlerindeki ayarlamalar ile ilgili iken, para politikaları ekonomideki para arzını değiştirmek suretiyle fiyat istikrarı ve ekonomik büyümeyi dengelemek üzerine kuruludur (Misge, 2000: 8). Bu bağlamda, Merkez Bankaları, ekonomik politikaların para politikası uygulamaları tarafında karşımıza çıkmaktadırlar.

Geçmişte, kamu harcamalarını finanse etmek, hükümete danışmanlık yapmak ve “son kredi merci” olmak gibi işlevlerle ön plana çıkan Merkez Bankalarının bugün, 1980’li yıllarda başlayan, ancak özellikle 1990’lı yıllardan itibaren belirginleşen iki temel işlevi bulunmaktadır. Bunlar, “fiyat istikrarını sağlamak” ve “finansal istikrarı korumak”tır.

Finansal istikrardan kasıt, düşük enflasyon ortamında sağlıklı büyüme ve düşük işsizlik oranı olan bir ekonomiyi oluşturmaktır (Erçel, 1999a: 3). Finansal istikrarın sağlanması ve korunması için ise “fiyat istikrarı” olmazsa olmaz bir koşuldur.

Fiyat istikrarından kasıt ise, insanların yatırım, tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranına ulaşılması ve bu seviyenin korunmasıdır.

Merkez Bankalarının asli fonksiyonunun fiyat istikrarını sağlamak olması gerektiği yönündeki görüşler günümüzde ağırlık kazanmakla birlikte, Merkez Bankalarının amaçlarından birisinin de finansal sistem ile reel ekonomi arasında yakın ve istikrarlı bir ilişkinin korunması olduğu da ilke olarak genel kabul görmüştür (İpeker, 2002:22). Nitekim, finansal sistemde meydana gelebilecek herhangi bir istikrarsızlık ekonominin temel yapısını etkileyebilmekte, benzer şekilde

ekonomideki herhangi bir olumsuzluk da finansal istikrarı bozucu yönde etki yapabilmektedir.

Bu bağlamda, Merkez Bankaları, faiz oranları, döviz kurları ve özellikle para arzındaki genişlemeler üzerindeki etkileri ile ekonomik dengeyi sağlamaya ve korumaya çalışmaktadırlar.

Genellikle, düzenlenmesinde, uygulanmasında ve kontrolünde Merkez Bankalarının sorumlu olduğu para politikalarının ekonomik politikalar içerisindeki ağırlığı gittikçe artarken, Merkez Bankalarının ekonomik politikalar ile ilgili karar süreçlerindeki sorumlulukları ve önemleri de artmaktadır.

Merkez Bankaları, para politikası uygulamalarında belirledikleri nihai hedefe ulaşabilmek için, ülkenin finansal piyasalarının yapısına göre değişik araçlar kullanmakta, bu araçların etkinliği ise ülkenin ekonomik gelişmişliğine ve yapısal özelliklerine bağlı olarak önemli farklılıklar gösterebilmektedir (Gehrig, 2000: 2).

Merkez Bankaları, amaçları doğrultusunda her ne kadar benzer görev, yetki, araç, strateji ve politikalara sahip olsalar da, her ulusun Merkez Bankası gerek politikalarındaki, gerekse uygulamalarındaki değişikliklerle göze çarpmaktadır.

Bu çerçevede, çalışmada ilk olarak Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın finansal piyasalar üzerinde etkinlik sağlayarak ekonomik dengeleri korumak için başvurduğu yolların anlaşılması için bir temel oluşturulmaya çalışılmış, daha sonra ek bilgiler verilerek bu etkilerin Bilançodan analiz edilmesi hedeflenmiştir.

Bu çerçevede, birinci bölümde, öncelikle, finansal piyasaların tanımı yapılarak, değişik sınıflandırma tipleri incelenmiş, sonrasında Türkiye'deki mevcut finansal piyasalar ele alınarak, bu piyasaları etkileyen genel faktörlerin niteliği ve ne yönde etkide buldukları anlatılmaya çalışılmıştır.

İkinci bölümde, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın, kuruluşundan bu yana kullanmayı tercih ettiği para politikası araçları hakkında genel bilgi verilerek; Türkiye'deki finansal piyasaların durumuna dair önemli ipuçları içeren, dolayısıyla ekonomideki karar alma birimlerinin en önemli kaynaklarından biri olma niteliğini taşıyan TCMB Bilançosunu etkileyen piyasa hareketlerinin Bilançoya yansımaları irdelenmiştir. Ayrıca, para politikası uygulamalarının en sağlıklı şekilde

izlenebileceği yer olan Analitik Bilançodan elde edilen ve Bilanço analizinde kullanılan oranlar ele alınmıştır.

Üçüncü bölüm, 2001 sonrası ekonomik gelişmelere paralel olarak uygulanan para politikaları ve para politikaları gereğince belirlenen çeşitli kriter ve hedef değerler ile Analitik Bilanço oranlarının yorumlanması yardımıyla Merkez Bankası Bilançosunun analizi üzerine kurulmuştur.

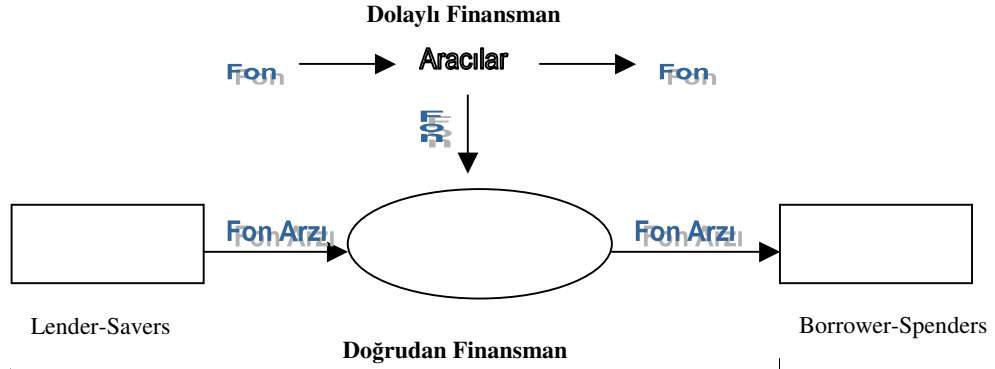
BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL PİYASALAR

1.1. Finansal Piyasaların Tanımı

“Bir ülkede fon kullananlar ile fon arz edenler arasında fon akımlarını düzenleyen kurumlar, akımı sağlayan araç ve gereçler ile bunları düzenleyen hukuki ve idari kurallardan oluşan yapıya mali piyasa adı verilir”(Özdemir, 1997: 495).

Finansal Piyasalar, ihtiyaçlarından fazla geliri olanlar ile ihtiyaçlarından daha az geliri olanların fon arz veya talebinde bulunarak oluşturduğu pazarlardır. Finansal piyasaların temel yapısını oluşturan bu ilişki Şekil 1.1’de bir şema ile belirtilmiştir.



Şekil 1.1: Finansal Piyasaların Yapısı (Mishkin,2004; 24)

Finansal sistemde yer alan ekonomik birimler, faaliyetlerini yürütmek amacıyla gelir ve giderleri arasında bir denge kurmak için kimi zaman fazla pozisyonda, kimi zaman ise açık pozisyonda bulunmaktadır. Finansal literatürde açık pozisyonda olanlara Fazlayı Harcayanlar (Borrower-Spenders), fazla pozisyonda olanlara ise Açıkta Harcayanlar (Lender-Savers) denilmektedir.

Ekonomik faaliyet içerisinde bulunan bu iki grup gelir fazla ve açıklarını finansal piyasalarda fon transferi ile kapatmakta olup, söz konusu fon transferi doğrudan ya da bir aracı üzerinden olmak üzere iki türlü yapılabilmektedir. Literatürde, bir aracı kişi veya kuruluş yardımı olmaksızın yapılan transfer “doğrudan finansman”, aracı kurum/kişi vasıtasıyla gerçekleştirilen fon transferi ise “dolaylı finansman” olarak adlandırılmaktadır.

1.2. Finansal Piyasaların Sınıflandırması

Finansal piyasalar çok çeşitli kriterlere göre sınıflandırılabilen olup, finansal literatürde en çok yapılan sınıflandırmalar aşağıda yer almaktadır (Karan, 2001: 16).

• Para - Sermaye Piyasası

Para ve sermaye piyasaları şeklindeki sınıflandırmada esas olan, fon arz ve talebinin vadesidir.

Para piyasası, kısa vadeli likidite ihtiyacı bulunan finansal kurumlarla, likidite fazlası bulunan finansal kurumların karşılaştığı piyasadır. Bu piyasalarda alım satıma konu olan finansal varlıklar kısa vadeli (bir yıldan az vadeli) olup, finansal riski olmayan veya çok az olan devlet kurumları ile bankalar ve çok büyük şirketler gibi kuruluşlar tarafından ihraç edilmektedirler.

Başlıca para piyasası araçları şunlardır;

➤ Hazine Bonosu; kısa vadeli devlet borçlanma senesidir. İskonto edilerek satılan bu aracın ödenmesi ve likidite riskinin sıfır olduğu kabul edildiğinden, getirisi diğer araçların getirilerine oranla daha düşüktür.

➤ Repo; yeniden satın alma anlaşması anlamına gelen Repurchase Agreement kelimesinin kısaltılmışıdır. Genel olarak günlük ve haftalık bazda yapılan repo işlemlerinde, repo yapan taraf Hazine bonosu veya devlet tahvili gibi bir menkul kıymeti tasarruf sahibine geri alım vaadiyle satmaktadır. Vade sonunda aldığı parayı faiziyle birlikte öderken, satmış olduğu kıymeti geri satın almaktadır.

➤ Varlığa Dayalı Menkul Kıymet; finans kuruluşlarının sahip oldukları alacak senetlerini bir havuzda toplayarak oluşturdukları bir varlığı, teminat göstermek suretiyle ihraç ettikleri yeni menkul kıymettir.

➤ Mevduat Sertifikası; hamiline düzenlenmiş vadeli hesaplara karşılık verilen sertifikalardır.

➤ Finansman Bonosu; büyük şirketlerin kısa vadeli olarak ihraç ettikleri borçlanma senetleridir.

➤ Eurodollar; Avrupa bankalarındaki dolar mevduatına verilen isimdir. Avrupa bankaları sahip oldukları bu dolar mevduatını ABD mevzuatından bağımsız olarak uluslararası finansmanda kullanmakta, vade, faiz ve kredi koşulları tamamen Avrupa piyasasının koşullarına göre oluşturulmaktadır.

Sermaye piyasası, geniş anlamda, kredi, döviz, hisse senedi, tahvil, altın gibi her türlü menkul değerlerin bütün alım satımını içeren, fon arz ve talebinin para piyasasının aksine uzun vadeli (bir yıldan daha uzun) karşılaştığı piyasadır.

Sermaye piyasaları sermaye piyasası araçlarının alınıp satıldığı; örgütlenmiş, birincil ve ikincil piyasalardan oluşur. Birincil piyasada yeni çıkan menkul değerler işlem görmekte iken, ikincil piyasada mevcut (en az 1 kere el değiştirmiş) olan menkul değerler işlem görmektedir.

Başlıca sermaye piyasası araçları şunlardır;

➤ Devlet Tahvili; devlet tarafından ihraç edilen uzun vadeli, düşük faizli ancak risksiz bir finansal araçtır.

➤ Şirket Tahvilleri; özel şirketlerce ihraç edilen, uzun vadeli ve faizleri, şirketlerin derecelendirme sonucunda aldıkları puanlarına göre belirlenen bir finansal araçtır.

➤ Hisse Senedi; anonim şirketlere ortaklık hak ve yetkisi veren ve mülkiyeti temsil eden menkul kıymetlerdir.

• Birincil-İkincil Piyasa

Birincil ve ikincil piyasa sınıflandırması yapılırken esas alınan kriter piyasada işlem gören menkul kıymetlerin durumudur.

Birincil piyasada şirketlerin ilk defa ihraç ettiği menkul kıymetlerin işlem gördüğü piyasa olup, ikincil piyasa daha önce ihraç edilmiş olan menkul kıymetlerin alınıp satıldığı ikinci el piyasadır.

- **Örgütlü-Tezgah Üstü Piyasa**

Örgütlü ve tezgahüstü piyasa sınıflandırmasında esas alınan kriter, piyasanın fiziki durumudur.

Belirli bir fiziksel mekana kurulmuş, belirli işlem kuralları ve üyeleri olan ve yalnız kendisine kote edilmiş menkul kıymetlerin alım ve satımının yapıldığı piyasalar, örgütlü piyasa olarak kabul edilmektedir. Çok sayıda finansal kurumun çeşitli teknolojik iletişim araçları ile birbirlerine dolaylı ya da dolaysız yollarla bilgi aktararak, fiziki bir mekan olmaksızın oluşturduğu piyasalar tezgah üstü piyasalar olarak adlandırılmaktadır.

- **Spot-Vadeli Piyasa**

Spot ve vadeli piyasa sınıflandırmasında esas olan kriter, yapılan ödeme ve teslimatların zamanlamasıdır.

Ödeme ve teslimatın derhal yapıldığı piyasalar spot piyasalar olarak adlandırılırken, önceden belirlenmiş fiyatlardan, belirli bir vadede ve yine önceden belirlenmiş esaslara göre yapılan ödeme ve teslimatın söz konusu olduğu piyasalar vadeli piyasalar olarak bilinmektedir.

1.3. Türkiye'deki Finansal Piyasalar

Cumhuriyetin kuruluşundan sonra gerek izlenen politikalar, gerekse ekonomik durum ve diğer çeşitli etkenler nedeniyle gelişmeye fırsat bulamayan Türk mali piyasaları için dönüm noktası 1980'li yıllar olmuştur.

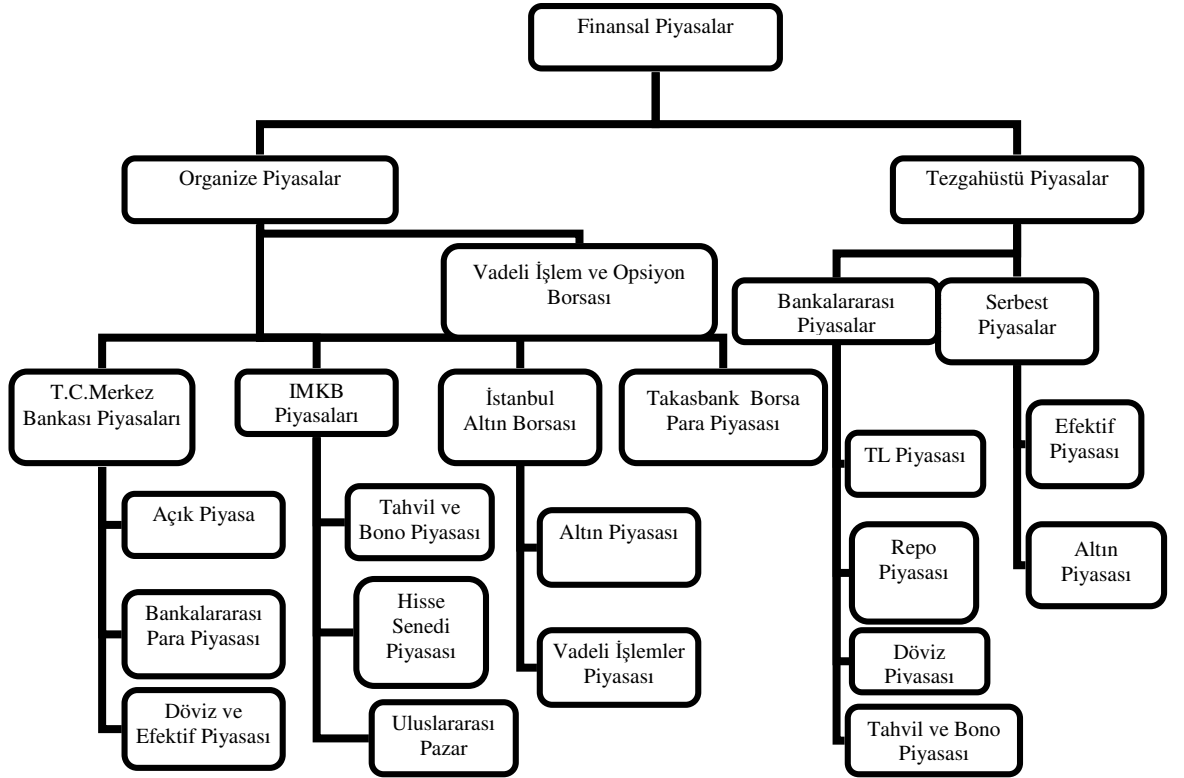
1980'li yılların ortalarından itibaren mali sistemde görülen liberalleşme ile birlikte finansal piyasaların büyük bir kısmı kurulmuştur. Türkiye'deki finansal piyasalar, 1980 sonrasında döviz ticaretinin ve uluslararası para transferlerinin serbest bırakılması gibi liberal uygulamaların yaygınlaşması ve 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu ve 1989 yılında 32 sayılı Sermayenin Serbestleştirilmesine İlişkin Kararın çıkması ile oldukça gelişerek, kısa sürede ülke ekonomisinde vazgeçilmez bir konuma gelmiştir.

Türkiye'de yasal alt yapısı oluşturulmuş, iyi örgütlenmiş ve etkin işleyen finansal piyasaların var olduğu kabul edilmektedir (Erçel, 1999a: 5). Ancak, Türk

mali piyasaları 2005 yılı itibariyle hala büyüme aşamasında olup, gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında küçük çaplı ve sığ kalmakta, az gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında ise ortalamanın üzerinde bir büyüklük ve hacme sahip olduğu görülmektedir (TBB, 2005: 11).

Bu bölümde Türkiye’deki finansal piyasalar, önceki alt bölümde detayları ile anlatılan sınıflandırma tiplerinden “örgütlü–tezgahüstü piyasalar sınıflandırması” esas alınarak incelenmiştir.

Ülkemizdeki mevcut finansal piyasalar alt piyasaları ile birlikte detaylı olarak Şekil 1.2’de gösterilmekte ve izleyen alt bölümlerde temel özellikleri ile anlatılmaktadır.



Şekil 1.2: Türkiye’deki Finansal Piyasalar

1.3.1. Organize piyasalar

Türkiye’deki organize piyasaları, T.C. Merkez Bankası Piyasaları, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Piyasaları, İstanbul Altın Borsası, Takasbank

Borsa Para Piyasası ve Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası (VOB) olarak beş ana başlıkta incelemek mümkündür.

1.3.1.1. T.C. Merkez Bankası piyasaları

T.C.Merkez Bankası Piyasaları, Açık Piyasa, Bankalararası Para Piyasası ile Döviz ve Efektif Piyasaları olarak üç alt başlıkta incelenmektedir.

1.3.1.1.1. Açık Piyasa

T.C.Merkez Bankası tarafından 1987 yılında kurulan Açık Piyasanın amacı, 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu'nun 52. Maddesi uyarınca, para arzının ve ekonomideki likiditenin düzenlenmesidir.

Bu piyasada yapılan işlemler aracılığıyla Merkez Bankası para arzını düzenlemekte, likiditeyi denetlemekte, dolayısıyla diğer tüm piyasaları doğrudan etkilemektedir (Karan, 2001: 18).

T.C. Merkez Bankası tarafından yapılan Açık Piyasa işlemlerine bankalar ve aracı kurumlar katılabilmektedir. Merkez Bankası tarafından belirlenen, piyasaya katılmak için gerekli olan koşullar banka ve aracı kurumlara göre değişmektedir. Bu koşulları yerine getirebilen banka ve aracı kurumların Açık Piyasa işlemleri yapabilmeleri için, ayrıca, T.C. Merkez Bankası'nın kendilerine tahsis ettiği genel işlem limiti karşılığı teminatları yatırmış olmaları gerekmektedir.

TCMB tarafından 2004 yılı Nisan ayında yayımlanan Açık Piyasa İşlemleri Uygulama Talimatı gereğince, bu piyasada yapılan "Açık Piyasa işlemleri" şunlardır;

Doğrudan Alım

Tedavülde bulunan, vadesine 1 yıldan az kalmış kıymetlerin, işlem tarihinde belirlenmiş fiyat üzerinden ve işlem valöründe Merkez Bankası'nca Açık Piyasa işlemleri yapmaya yetkili kuruluşlardan satın alınması işlemidir.

Doğrudan Satım

Açık Piyasa işlemleri portföyündeki mevcut kıymetlerin, işlem tarihinde belirlenmiş fiyat üzerinden ve işlem valöründe Merkez Bankası tarafından Açık Piyasa işlemleri yapmaya yetkili kuruluşlara satılması işlemidir.

Geri Satım Vaadiyle Alım (Repo) İşlemi

Piyasada likidite sıkıntısının geçici olduğu durumlarda, bankacılık sistemi rezervlerinin geçici bir süre için artırılması amacıyla kullanılmakta olup, işlemin valör tarihinde Açık Piyasa işlemleri yapmaya yetkili kuruluşlardan ileride belirli bir tarihte, belirli bir fiyattan geri satmak vaadiyle kıymet satın alınması işlemidir.

Geri Alım Vaadiyle Satım (Ters Repo) İşlemi

Piyasada likidite fazlasının geçici olduğunun düşünüldüğü durumlarda yapılan kısa vadeli bir işlem olup, işlemin valör tarihinde, Merkez Bankası portföyündeki kıymetlerin, belirli bir vadede, belirli bir fiyattan olmak üzere geri alım vaadiyle Açık Piyasa işlemleri yapmaya yetkili kuruluşlara satılması işlemidir.

Likidite Senetleri İhraç/Erken İtfa

Likidite sterilizasyonuna (piyasadan fazla likiditeyi çekme işlemi) yönelik olarak, Merkez Bankası para politikasının etkinliğini artırmak amacıyla kullanılabilir bir araçtır, ancak henüz kullanılmamaktadır.

Bu işlem uygulanmaya başlandığında, T.C.Merkez Bankası Kanunu'nun 52. maddesine göre, Merkez Bankası, kendi nam ve hesabına vadesi 91 günü geçmeyen likidite senetleri ihraç edebilecek, likidite senetleri ikincil piyasada da alınıp satılabilecektir. Merkez Bankası, gerekli gördüğü hallerde likidite senetlerini geri satın alabilecek, bir başka deyişle erken itfa edebilecektir.

Açık Piyasa İşlemleri, piyasa koşulları dikkate alınarak, kotasyon ya da ihale yöntemi ile gerçekleştirilebilmektedir. Bu yöntemler aşağıda kısaca yer almaktadır (Yiğit, 2002: 7-9).

Kotasyon

Bu yöntemde Açık Piyasa işlemlerinden doğrudan alım ve doğrudan satım işlemlerinde, alımı ve satımı yapılacak Devlet İç Borçlanma Senetleri'nin tanım ve fiyatları ile repo ve ters repo işlemlerinde vade ve faiz oranları T.C.Merkez Bankası tarafından belirlenirken, bunların miktarı piyasada serbest olmaktadır.

İhale

İhale yönteminde doğrudan alım ve doğrudan satım işlemlerinde alım ve satım fiyatları ile repo ve ters repo işlemlerinde faiz oranları bankalar/aracı kurumlar tarafından belirlenmektedir. Bu yöntemde ihale duyurusu T.C.Merkez Bankası tarafından çeşitli yöntemlerle yapılabilirken, teklif verilmesi telefon/yazı ile bildirme ya da EFT ile mümkündür. Gelen teklifler ise T.C.Merkez Bankası tarafından uygulanacak miktar, son fiyat veya geleneksel ihale yöntemi ile değerlendirilmekte olup, ihale sonuçları T.C. Merkez Bankası'nın Reuters (CBTG) ve Telerate sayfalarında belirtilmek suretiyle ilan edilir ve kazanan banka/aracı kurumlara işlemlere ilişkin teyitler teleks ya da EFT aracılığıyla gönderilir.

Açık Piyasada işlemler hergün saat 10:00-16:00 arasında yapılır. Ancak nakit ya da kıymet hareketinin, diğer bir deyişle, gişeden ödeme, tahsilat ve teslimatın gerektiği işlemler için son işlem saati 15:00'dır. Saat 16:00'dan sonra piyasada işlem yapılması mümkün olmamakla birlikte, T.C. Merkez Bankası'nca gerekli görüldüğünde çalışma saatlerinde değişiklik olabilmektedir.

T.C. Merkez Bankası'nca para politikası uygulamalarında oldukça sık başvurulan bir piyasa konumunda olan Açık Piyasada yapılan işlemlerin yoğunluğu, aşağıda yer alan 2001-2004 yılları arasındaki verileri içeren Tablo1.1'de açıkça görülmektedir.

Tablo 1.1: Açık Piyasada Merkez Bankası İşlemleri (Trilyon TL)

	Doğrudan Alım (1)	Hazine'den Yapılan Kupon Tahsilatları (2)	Ters Repo (3)	Ters Repo Dönüş (4)	Repo (5)	Repo Dönüş (6)	Net Etki (7)
2001	50.031,60	36.498,9	297473,4	297524,9	306517,1	311162,1	9.892,6
2002	-	2.376,5	396.984,5	396.947,2	40.710,4	46.670,0	-8.373,4
2003	-	5.002,0	486.025,0	488.351,4	769,1	771,4	-2.678,0
2004	-	1.777,9	373.873,5	374.495,4	720,0	720,9	621,0

(7) = (1) – (2) – (3) + (4) + (5) – (6)

Kaynak: TCMB Yıllık Raporları 2001-2004.

Tablodan açıkça anlaşılacağı üzere, 2001 yılında finansal piyasalara Açık Piyasa işlemleri aracılığıyla yoğun olarak likidite verilmiş, 2002 ve 2003 yıllarında piyasalardaki likidite fazlası çekilmiş, sonrasında 2004 yılında ise piyasaların likidite sıkıntısı çekmesiyle yine likidite verilmiştir. Ülkenin ekonomik durumu ve

uygulanan para politikaları ile sıkı bağlantılı olan bu veriler, dördüncü ve beşinci bölümlerde detaylı olarak ele alınacaktır.

1.3.1.1.2. Bankalararası Para Piyasası

Bankalararası Para Piyasası 2 Nisan 1986 tarihinde T.C.Merkez Bankası bünyesinde kurulmuştur. 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu'nun 52. maddesi uyarınca söz konusu piyasanın kuruluş amacı,

- Bankalar arasındaki rezerv hareketlerini teşvik etmek,
- Bankacılık sisteminde kaynakların daha verimli kullanılmasını sağlamak,
- Kısa dönem nakit fazlası olup bunu plase edemeyen bankalar ile kısa dönemli nakit ihtiyacı bulunup bu ihtiyacını uzun dönemli varlıklarını elden çıkarmadan karşılamak isteyen bankaların birbirleriyle karşılaşmasını sağlamaktır.

2002 yılına kadar Bankalararası Para Piyasasında bankalar önceden belirlenen limitler dahilinde ve yine önceden belirlenen vadelerde TL depo alım-satım işlemi gerçekleştirmekte, TCMB, bu piyasada aracı konumunda bulunmakta (blind broker) ve işlem yapan bankalar Merkez Bankası üzerinden (TCMB'yi taraf kabul ederek) alım satım yapmakta iken; bir takım nedenlerle T.C. Merkez Bankası, 2002 yılından sonra Bankalararası Para Piyasasındaki aracılık işlemlerinden aşamalı olarak çekilmeye başlamıştır.

Bu nedenler aşağıdaki dört başlık altında incelenebilir (TCMB, 2003a: 1-2):

- T.C. Merkez Bankası'nın bu piyasanın oluşturulduğu dönemdeki özel şartlar nedeniyle tarafların kredi risklerini üstlenerek işlemlere aracılık etmesinin piyasanın derinliğini artırmaya ilave bir fayda sağlamadığı gibi, risk algılamalarının tam olarak yansıtılmadığı fiyatlama mekanizmalarının doğmasına neden olması,
- Piyasa katılımcılarının kendi aralarında gerçekleştirdiği işlemlerin zaman zaman T.C. Merkez Bankası'nın taraf olduğu işlemler olarak algılanması, bunun da para politikaları hakkında piyasalara yanlış yada karışık mesaj verilmesine neden olabilmesi,
- Finansal piyasaların durumunda olumlu yönde gelişme görülmesi ve mevcut piyasa koşullarının uygun olması,

➤ Bankacılık sektörünün yeniden yapılanma ve kuvvetlenme sürecine girmesi.

1 Temmuz 2002 tarihinde başlayan T.C. Merkez Bankası'nın Bankalararası Para Piyasasındaki aracılık işlemlerinden aşamalı çekilme süreci, 2 Aralık 2002 tarihinde tamamlanmış ve bu tarihten itibaren bankaların T.C. Merkez Bankası aracılığı ile başka bankalardan borç alabilme limitleri (aracılık kapsamındaki işlem limitleri) sıfırlanmıştır (TCMB, 2003a: 2).

Mevcut durumda, bankalar Merkez Bankası'nın likidite sterilizasyonu amacı ile ilan ettiği alış, likidite sağlamak amacıyla 10:00-16:00 saatleri arasında ilan ettiği satış kotasyonlarından (faiz oranlarından) limitleri dahilinde işlem yapabilmektedirler. Ayrıca, 1 Temmuz 2002 tarihinden bu yana 16:00-16:30 arasında "borç veren son merci" fonksiyonu çerçevesinde TCMB, O/N vadede "geç likidite penceresi" uygulamasını sürdürmektedir. Bu uygulamanın amacı, bankacılık sisteminin geneline yayılmış bir likidite ihtiyacı olduğunda, finansal istikrarsızlığın önüne geçilmesidir.

T.C. Merkez Bankası her gün bu piyasada O/N, T/N, 1 haftalık, 2 haftalık ve 4 haftalık süreler için minimum ve maksimum faiz oranları belirlemekte olup, piyasada gerçekleşen oranlar söz konusu alt ve üst limitler arasında günlük likidite durumuna bağlı olarak gerçekleşmektedir. Diğer piyasalar ise bu piyasada oluşan faiz oranlarını dikkate almaktadırlar. T.C. Merkez Bankası, bu yolla faizlerin kontrolsüz oluşmasını engellemektedir.

TCMB, para politikası uygulamasında önemli bir fonksiyona sahip olan bu piyasa aracılığıyla piyasaların kısa dönem likidite ihtiyacını düzenlemekte ve uzun dönemli politika amaçlarına ulaşma hedefleri doğrultusunda Açık Piyasa işlemleri ile birlikte piyasadaki rezerv hareketlerini günlük olarak ayarlayabilmektedir (Yiğit, 2002: 4). Merkez Bankası bu piyasada, ayrıca doğrudan faiz belirleyerek kısa vadeli faizleri yönlendirebilmekte ve son kredi mercii fonksiyonunu yerine getirmektedir.

Tablo 1.2: Bankalararası Para Piyasasında Merkez Bankası İşlemleri (Trilyon TL)

	O/N Alış	O/N Satış	Geç Likidite Penceresi Satış	1 Hafta Alış	2 Hafta Depo Alım İhalesi	Diğer Vadedeki Depo Alım İhalesi*	Toplam Net Alış
2001	208.084	5.537	-	62.325	15.138	803	280.814
2002	209.509,4	85,3	26,7	199252,5	-	12746,7	421.450,0
2003	499.439,1	8,8	24	181.172,7	1.201	16.970,1	698.750,1
2004	759.116	-	114	29.852	1.894	7.920	798.668

Kaynak: TCMB Yıllık Raporları 2001-2004.

*Diğer vadedeki işlemler kırk vadedeki işlemleri ve 1 aylık vadedeki işlemleri kapsamaktadır.

*Net alışlar, toplam alışlardan satışlar düşülerek bulunmuş olup, pozitif değerler, alışların satışlardan fazla olduğunu göstermektedir.

Bankalararası Para Piyasasının son 4 yıllık işlem hacimleri, bu piyasanın önemini göstermesi açısından, Tablo 1.2’de belirtilmiştir.

Bankalararası Para Piyasasının etkinliğini artırmaya yönelik yapılan düzenlemeler sonucu, bu piyasanın özellikle 2002 yılından itibaren her geçen yıl işlem hacmi artmaktadır. Merkez Bankası para politikası uygulamaları çerçevesinde bu piyasada yapmış olduğu TL depo işlemleri aracılığıyla piyasaların likiditesini ayarlamaktadır.

1.3.1.1.3. Döviz ve Efektif Piyasaları

1988 yılında faaliyete geçen Döviz ve Efektif Piyasalarının kurulmasındaki amaç, bankalararası döviz ve efektif alım satım işlemlerinin piyasa koşullarına uygun olarak yapılmasını sağlamak ve döviz ve efektif işlemlerinde şeffaf ve etkin bir piyasa oluşumunu sağlamaktır (Kıran, 2000: 23).

Bu piyasaya bankalar, özel finans kurumları ve Bakanlık tarafından tesbit edilen esas ve usüllere göre faaliyette bulunmak üzere tayin olunan yetkili kurum ve kuruluşlar katılabilmektedir.

Bu piyasada işlem yapmaya yetkili kuruluşlar, döviz ve efektif piyasasından teminatlarına karşılık kendilerine tanınan limitler dahilinde doğrudan döviz borçlanabilmekte veya ellerindeki fazla dövizleri T.C. Merkez Bankası’na borç verebilmektedir.

Reuters, Telarare gibi çeşitli bilgi dağıtım ekranlarından bu piyasada oluşan arz ve talep durumu takip edilebilmektedir.

Piyasada işlem yapan kurumlar birbirlerini tanımamakta, gerçekleşen işlemlerde her iki tarafın da muhatabı T.C. Merkez Bankası olmaktadır.

Döviz ve Efektif piyasalarında işlemler 10:00-17:00 saatleri arasında gerçekleştirilmektedir. Aynı gün valörlü TL kasa hareketini gerektiren işlemlerin bitiş saati ise 16:00'dır. TL ve efektif ödeme ve teslimi gerektiren hallerde, işlemler Merkez Bankası gişelerinin açık olduğu saatlerde ve sayım nedeniyle gişe kapanma saatlerinden makul bir süre önce olursa yapılabilmektedir.

T.C. Merkez Bankası bu piyasadaki zaman zaman, pozisyon tutmak veya kurlara müdahale etmek amaçlı alım satımlar gerçekleştirilmektedir.

Son yıllarda bankaların kendi aralarında yeni bir döviz piyasası kurmasından dolayı, T.C. Merkez Bankası Döviz ve Efektif Piyasası önemini giderek kaybetmektedir (Karan, 2001: 18). Buna rağmen, tablo 1.3'de görüldüğü gibi, son 3 yıllık işlem hacimleri oldukça yüksektir.

Tablo 1.3: Döviz ve Efektif Piyasaları İşlem Hacimleri (Milyon ABD Doları)

	ABD Doları Cinsinden İşlemler	Diğer Yabancı Para Cinsinden İşlemler	Toplam
2002	59.727,6	10.124,1	69.851,6
2003	51.516,4	12.179,1	63.695,5
2004	32.824,8	4.838,4	37.663,1

Kaynak: TCMB Yıllık Raporları 2001-2004.

Merkez Bankası'nın para politikaları uygulamaları açısından önemle takip ettiği ve işlemler yaparak yön verdiği piyasalardan birisi de Döviz ve Efektif Piyasalarıdır. Tablo 1.3'de görüldüğü üzere özellikle 2002 yılında bu piyasa, 2001 Şubat krizinin ardından alınan IMF kredilerinin iç borç için kullanılan kısmından artakalan döviz arz fazlasının çekilmesi için oldukça yoğun şekilde kullanılmıştır. 2002 yılında bu yolla sağlanan rahatlama sonrasında uygulanan kur politikası çerçevesinde bu piyasada yalnızca Merkez Bankası döviz rezervlerini artırmak veya azaltmak amacıyla işlemler yapılmasına daha çok önem gösterilmiş, aşırı dalgalanmalar olmadıkça müdahale söz konusu olmamıştır. Bu yüzden, Tablo 1.3'de de açıkça görüleceği üzere piyasanın işlem hacmi göreceli olarak azalmıştır.

1.3.1.2. İMKB piyasaları

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) 26 Aralık 1985 tarihinde faaliyete geçmiş olup, borsada ilk işlemler 3 Ocak 1986 tarihinde gerçekleşmiştir. O dönemde birincil pazarda yalnızca 41 anonim şirket ve 36 aracı kurum faaliyet gösterirken, yaşanan hızlı gelişim ve değişim süreci sonucunda 2005 yılı itibariyle üye anonim şirket sayısı 362, aracı kurum sayısı ise 314'e yükselmiştir.

Bugün dünyada gelişmekte olan borsalar arasında oldukça önemli bir konumda yer alan İMKB Piyasaları, Tahvil ve Bono Piyasası, Hisse Senetleri Piyasası ve Uluslararası Pazar olmak üzere üç ana piyasadan oluşmaktadır.

1.3.1.2.1. Tahvil ve Bono Piyasası

17 Haziran 1991 tarihinde faaliyete geçen Tahvil ve Bono Piyasasının kuruluş amacı şu şekilde özetlenebilir (İMKB, 2005: 371);

➤ Devlet tahvilleri, Hazine bonoları, gayrimenkul sertifikaları, Özelleştirme İdaresi'nin ihraç ettiği tahviller ve Borsa kotuna alınmış özel sektör tahvillerinin şeffaf ve rekabete açık bir ortamda işlem görmelerini sağlayarak bu menkul kıymetlerin likiditesini artırmak,

➤ Enformasyon akışını hızlandırmak,

➤ Böylece etkin bir ikinci el piyasa sağlamaktır.

Tahvil ve Bono Piyasası, hem kesin alım-satım işlemleri için, hem de repo-ters repo işlemleri için tek organize ve yarı otomatik çalışan piyasa olup, faaliyete geçmesiyle sabit getirili menkul kıymetler piyasasında ikinci el işlemleri yaygınlaşmış ve piyasaya ulaşımında kolaylık, işlem maliyeti düşüklüğü ve takas güvencesi sağlanmıştır.

Bu piyasada T.C. Merkez Bankası, Tahvil ve Bono Piyasası üyesi bankalar ve İMKB üyesi aracı kurumlar, kendilerine tanınan limitler dahilinde ve teminatlarını yatırdıktan sonra, devlet tahvilleri, Hazine bonoları, gayrimenkul sertifikaları, Özelleştirme İdaresi'nin ihraç ettiği tahviller ve borsa kotuna alınmış özel sektör tahvilleri ile işlem yapabilmektedirler.

Tahvil ve Bono Piyasasında elektronik emir giriş, eşleşme ve raporlama sistemi kullanılır. Piyasa çoklu fiyat-sürekli müzayede sistemi ile çalışır. Bu sistemin işleyişi şu şekilde özetlenebilir;

Piyasa üyelerince işlem saatleri içerisinde telefonla ya da borsa ofislerindeki terminaller aracılığı ile ilgili birime (Tahvil ve Bono Piyasası Müdürlüğü) iletilen emirler, bilgisayar sistemine yetkililerce girilir.

Doğrudan alımda en yüksek fiyatlı (en düşük oranlı), doğrudan satımda en düşük fiyatlı (en yüksek oranlı); repoda en yüksek oranlı ve ters repoda en düşük oranlı olan emir bilgisayar tarafından belirlenerek bilgi dağıtım ekranları aracılığıyla işlemcilerle bildirilir.

İletilen emirler içerisinde en iyi teklif/talepten işlem yapılması durumunda sonraki bekleyen en iyi teklif/talep otomatik olarak ekrana gelir. Nispeten kötü oranlı emirler sistemde yer almakla birlikte, ekranlara yansıtılmaz.

Bilgi dağıtım ekranları aracılığıyla aktarılan emirleri karşılamak isteyen üyeler, ilgili birime karşıt emir vererek işlem yaparlar. Emirler tamamen veya kısmen karşılanabilir. İşleme taraf olan üyelerin kimlikleri ekranlara yansıtılmaz, taraflar ancak işlem tamamlanıp İMKB tarafından kendilerine bildirildiğinde birbirlerinin kimliklerini öğrenirler.

Tahvil ve Bono Piyasasının bünyesinde üç pazar bulunmaktadır. Bunlardan Kesin Alım-Satım Pazarı 17 Haziran 1991'de, Repo-Ters Repo Pazarı 17 Şubat 1993'de ve Gayrimenkul Sertifikaları Pazarı 3 Haziran 1996'da kurulmuştur.

• Kesin Alım - Satım Pazarı

Doğrudan alım ve doğrudan satımların gerçekleştirildiği Kesin Alım - Satım Pazarında, işlemler 09:30-17:00 arasında yapılmaktadır. Bu pazarda, aynı gün valörlü işlemlerin yanı sıra 90 güne kadar ileri valörlü işlemlerin yapılması da mümkündür.

Kesin Alım-Satım Pazarında belirli bir miktarın altında kalan emirler Küçük Emirler Pazarı'nda işlem görmektedir.

• Repo - Ters Repo Pazarı

Repo-Ters Repo Pazarı, sabit getirili menkul kıymetlerin geri alım vaadi ile satım ve geri satım vaadi ile alımını organize piyasa koşulları içinde güvenli bir şekilde gerçekleştirmek amacıyla açılmıştır (İMKB, 2005: 376).

Piyasa'da işlemler hergün saat 9:30-17:00 arasında gerçekleştirilir. Aynı gün valörlü işlemler saat 14:00'a, ileri valörlü işlemler saat 17:00'a kadar yapılabilmektedir. Bu piyasada, aynı gün valörlü yatırım fonu işlemleri de aynı şekilde saat 17:00'a kadar yapılabilmektedir.

Bu pazarda da belirli bir miktarın altında kalan emirler, Küçük Emirler Pazarı'nda işlem görmektedir.

Merkez Bankası'nca likidite yönetimi kapsamında, Açık Piyasa işlemleri çerçevesinde yapılan repo-ters repo işlemleri bu pazar aracılığıyla gerçekleştirildiğinden, pazar oldukça yoğun çalışmaktadır.

• Gayrimenkul Sertifikaları Pazarı

Gayrimenkul projelerinin menkul kıymetleştirme yoluyla finansmanının temini amacıyla oluşturulan ve gayrimenkul sertifikalarının işlem gördüğü pazarda, işlemler saat 9:30-17:00 arasında yapılmakta olup, işlem birimi sertifika adededir.

Gayrimenkul Sertifikaları Pazarında işlem gören sertifikalar için baz fiyat tespit edilmekte, alt ve üst fiyat limiti ile fiyat adımı uygulaması yapılmaktadır.

1.3.1.2.2. Hisse Senetleri Piyasası

1986 yılında ilk işlemin yapıldığı Hisse Senetleri Piyasası'nın kurulmasındaki amaç, hisse senetleri fiyatlarının rekabetçi bir ortamda ve şeffaf olarak oluşmasını sağlamak ve ikinci el piyasasının etkin bir şekilde oluşmasını destekleyerek, birinci el piyasa işlemlerini teşvik etmek olarak özetlenebilmektedir (İMKB, 2005: 543).

Hisse Senetleri Piyasasında fiyatlar, alım ve satım emirlerini fiyat ve zaman önceliği¹ esaslarına göre otomatik olarak eşleştiren elektronik bir alım-satım sistemi aracılığıyla, çoklu fiyat - sürekli müzayede yöntemine göre oluşmaktadır.

Bu çerçevede, temsilciler, alıcı ve satıcıların emirlerini İMKB’de ve üye merkez ofislerinde bulunan işlem terminalleri aracılığıyla elektronik alım-satım sistemine girerler. Alıcı ve satıcıların hangi üyeler olduğu ancak işlem gerçekleşikten sonra görülebilir. Üye temsilcilerinin seans sırasında bekleyen emirlerin hangi üyelere ait olduğu dışında, emir ve işlemlere ait her türlü bilgiye erişme imkanı vardır.

İMKB Hisse Senetleri Piyasası bünyesinde, Ulusal Pazar, İkinci Ulusal Pazar, Yeni Ekonomi Pazarı, Fon Pazarı, Gözaltı Pazarı, Birincil Piyasa, Toptan Satışlar Pazarı ve resmi müzayedeler olmak üzere çeşitli alt pazarlar bulunmaktadır.

Bu pazarlarda işlemler hafta içi hergün aşağıda belirtilen saatler arasında yapılmaktadır;

Ulusal Pazar, İkinci Ulusal Pazar, Yeni Ekonomi Pazarı ve Fon Pazarı	09:30 – 16:30
Birincil Piyasa, Toptan Satışlar Pazarı,Resmi Müzayedeler	11:00 – 12:00
Gözaltı Pazarı	14:00 – 15:00

• Ulusal Pazar

İMKB’nin temel pazarı olan Ulusal Pazar, borsa kotunda bulunan ve asgari tedavül kriterlerine haiz şirketlerin hisse senetlerinin işlem gördüğü pazardır.

• İkinci Ulusal Pazar

İkinci Ulusal Pazar, ülkenin çeşitli bölgelerinde faaliyet gösteren küçük ve orta ölçekli şirketlerin hisse senetlerinin likit, güvenli ve şeffaf bir ortamda işlem görmesini sağlamak amacıyla kurulmuştur.

¹**Fiyat Önceliği Kuralı**-üyelerin alım-satım emirleri karşılanırken alım işlemlerinde daha yüksek fiyatlı emrin, satım işlemlerinde ise daha düşük fiyatlı emrin diğer emirlere göre öncelikli olmasıdır.

Zaman Önceliği kuralı-üye emirleri karşılanırken emirler arasında fiyat eşitliği olması durumunda sisteme daha önce girilen emrin öncelikli olarak karşılanmasıdır.

Çoklu Fiyat Yöntemi- üye temsilcileri tarafından girilen emirlerin fiyat ve zaman önceliği kuralına göre teker teker karşılaştırılması yoluyla işlemlerin gerçekleştirilmesidir.

Bu pazara katılabilme koşullarını taşıyan şirketler İMKB Yönetim Kurulunca belirlenmekte olup, İMKB Ulusal Pazarından geçici veya sürekli olarak çıkartılan şirketler ile Ulusal Pazar için geçerli kotasyon ve işlem görme koşullarını sağlayamayan şirketlere ait hisse senetleri de işlem görebilmektedir.

• Yeni Ekonomi Pazarı

İMKB Yeni Ekonomi Pazarının oluşturulmasındaki amaç, telekomünikasyon, bilişim, elektronik, internet, bilgisayar üretim, yazılım ve donanım, medya veya Borsa Yönetim Kurulu'nca kabul edilecek benzeri alanlarda faaliyet gösteren teknoloji şirketlerinin sermaye piyasasından kaynak elde etmelerini sağlamak ve söz konusu şirketlerin hisse senetlerinin Borsa'da güven ve şeffaflık ortamında, organize bir ikincil piyasada işlem görmesini temin etmektir (İMKB, 2005: 379).

• Fon Pazarı

Fon Pazarında borsa yatırım fonlarının² işlem görmesi esas olup, Borsa Yönetim Kurulunca işlem görmesi uygun bulunan A tipi yatırım fonları katılma belgeleri için de Fon Pazarı bünyesinde pazar açılabilir.

14.01.2005 tarihinden itibaren işlem görmeye başlayan Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu bu pazardaki ilk menkul kıymet olmuştur (İMKB, 2005: 379).

• Gözaltı Pazarı

4 Aralık 1996 tarihinde faaliyete geçen Gözaltı Pazarının kuruluş amacı, belirli koşulların ortaya çıkması sonucun şirketlerin izleme ve inceleme kapsamına alınması durumlarında, sürekli gözetim, denetim ve izleme ortamında, yatırımcıların devamlı ve zamanında bilgilendirilmesini sağlayacak önlemlerle birlikte, hisse senetlerinin İMKB bünyesinde işlem görebileceği organize bir pazar oluşturmak ve söz konusu şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapmış tasarruf sahiplerine likidite olanağı sunmaktır (Kıran, 2000: 82).

² Borsa yatırım fonları (BYF) bir endeksi baz alır ve bu endeksin performansını yatırımcılara yansıtmayı amaçlar. BYF'nin içerisindeki hisse senetleri baz alınan endeksin içeriğinin birer kopyasıdır. SPK kaydına alınan Borsa Yatırım Fonları katılma belgeleri Hisse Senetleri Piyasası bünyesindeki Fon Pazarında işlem görür.

Söz konusu koşullar aşağıda yer almaktadır;

- Hisse senetleri borsada işlem gören şirketler ve/veya hisse senetleri işlemleri ile ilgili olarak olağandışı durumların ortaya çıkması,
- Hisse senetleri borsada işlem gören şirketler tarafından kamunun zamanında, tam ve sürekli olarak aydınlatılmasına ve mevcut düzenlemelere uyum konusuna gerekli özenin gösterilmemesi,
- Yatırımcıların haklarının korunması ve kamu yararı gereği hisse senetlerinin borsa kotundan ve/veya işlem gördüğü pazardan geçici ya da sürekli çıkarılması sonucunu doğurabilecek gelişmelerin oluşması.

• Birincil Piyasa

Genel olarak Birincil Piyasa, hisse senedi ihraç eden şirketler ile tasarruf sahiplerinin doğrudan karşılaştıkları piyasalardır. İMKB Hisse Senetleri Piyasası bünyesindeki Birincil Piyasada, İMKB'de işlem gören/görmeyen şirketlerin borsa kanalıyla halka arz edilecek hisse senetleri ile İMKB'de işlem gören şirketlerin nakit karşılığı sermaye artırımlarında yeni pay alma (rüçhan) haklarının kullanımı sonrası arta kalan paylarının satışı yapılır.

• Toptan Satışlar Pazarı

Toptan Satışlar Pazarı, önceden alıcıları belirli olan veya olmayan, belirli bir miktarın üzerindeki hisse senedi işlemlerinin organize bir piyasada, güvenli ve şeffaf bir ortamda gerçekleştirilmesini sağlamak amacıyla kurulmuştur (Kıran, 2000: 76).

Toptan Satışlar Pazarında, hisse senetleri İMKB'de işlem gören/görmeyen şirketlerin, sermaye artırımını yoluyla ihraç edilecek hisse senetleri veya bu şirketlerin mevcut ortaklarının sahip oldukları hisse senetlerinin, önceden anlaşma yapılmış yada yapılmamış alıcılara tahsisli veya toplu olarak satışı ve özelleştirme kapsamında bulunan şirketlerin hisse senetlerinin blok satışı gerçekleştirilmektedir.

Yukarıda anlatılan bu pazarların dışında, ayrıca, Hisse Senetleri Piyasası bünyesinde hisse senetlerinin küsurat işlemleri, resmi müzayede, temerrüt işlemleri de yapılmakta, rüçhan hakkı kuponları için de kuponları satılacak hisse senedinin işlem gördüğü seansta ayrı pazar açılmaktadır (Kıran, 2000: 73).

1.3.1.2.3. Uluslararası Pazar

İMKB Uluslararası Menkul Kıymetler Serbest Bölgesi'nde faaliyet gösteren Uluslararası Pazarın kuruluş çalışmalarına, 30 Ocak 1995 yılında Bakanlar Kurulu kararı ile başlanmıştır. Bu pazarın kurulmasındaki amaç şu şekilde özetlenebilir (Kıran, 2000: 96);

- Uluslararası sermayenin borsaya yönelmesini teşvik etmek,
- Yatırımcıların uluslararası kapsamda arzedilen sermaye piyasası araçları üzerinde yapacakları işlemler için şeffaf ve güvenilir bir ortam yaratmak,
- Fiyatların serbest piyasada rekabet ortamında belirlenmesini sağlamak, yatırımların likiditesini artırmak ve yatırım çeşitliliğini gerçekleştirmektir.

Yabancı borçlanma araçları ve yabancı yatırım fon ve ortaklıklarının menkul kıymetlerinin doğrudan, yabancı şirketlerin hisse senetlerinin depo şeklinde işlem gördüğü bu pazarda, yerli ve yabancı bireysel ve kurumsal yatırımcılar ile uluslararası piyasalardan kaynak bulma arayışında olan ihraççı kuruluşlara şeffaf ve likiditesi yüksek bir pazarda menkul kıymetlerini satarak ihtiyaçları olanı elde etme imkanı sağlanmaktadır.

Uluslararası fon yöneticilerinin nakit transferi, kambiyo kısıtlamaları gibi operasyonel riskler nedeniyle yatırım yapmaktan çekindikleri bölgelere, söz konusu riskleri ortadan kaldıran bu pazar üzerinden giriş yapabilme imkanı getirilmektedir (Bolak, 1991: 102).

Türkiye'deki bankacılık ve finans sektörünün otomasyon düzeyinin Batı Avrupa ölçütlerinde olması, bu pazarda gerçekleştirilecek işlemlerden kaynaklanan nakit transferlerinin rahatlıkla yapılmasını sağlamakta ve pazarın serbest bölge bünyesinde olmasından dolayı da söz konusu transferler hiçbir kısıtlamaya tabi olmamaktadır.

Gerek pazardaki alım, satım ve takas işlemlerinde gerekse tüm ödemelerde kullanılacak para biriminin İMKB Yönetim Kurulu tarafından kabul edilmiş yabancı para birimlerinden olması yatırımcılara döviz cinsinde yatırım yapabilme imkanı sağlamaktadır.

Diğer yandan ihraççı kuruluşlar menkul kıymetlerini hangi ülkenin para birimi cinsinden ihraç etmiş olurlarsa olsunlar, bu pazara kabul edilecek menkul kıymetlerden elde edecekleri gelirler de Borsa Yönetim Kurulu tarafından kabul edilmiş yabancı para birimleri cinsindedir.

Uluslararası Pazar aktif olarak faaliyet gösteren iki alt piyasadan oluşmaktadır: Depo Sertifikaları (DS) ve Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası.

• Depo Sertifikaları Piyasası

Bu piyasada yabancı hisse senetlerini temsil eden depo sertifikaları işlem görmektedir. Piyasa, menkul kıymetlerin taşıdıkları özellikler baz alınarak Kot İçi ve Kot Dışı Pazar olarak iki bölüme ayrılmıştır.

Borsa tarafından yapılan inceleme sonucunda, UP Kot İçi Pazar'a kabul kriterlerini sağlayan menkul kıymetler Kot İçi Pazar'a, UP Kot Dışı Pazar'a kabul kriterlerini taşıyanlar ise Kot Dışı Pazar'a kabul edilmektedirler.

Depo sertifikalarının işlem göreceği işlem sistemi, çoklu fiyat - sürekli müzayede sistemi içinde piyasa yapıcılık mantığı içinde kurulmuştur. Her şirketin bir Piyasa Yapıcısı vardır. Aynı Piyasa Yapıcı birden fazla şirkette piyasa yapıcılık yapabilmektedir.

Söz konusu işlem sisteminin seçilmesindeki amaç, piyasa yapıcının görevli olduğu menkul kıymette devamlı çift taraflı kotasyon vererek fiyat sürekliliğini ve stabilizasyonunu sağlaması, bu yolla doğru ve etkin çalışan likiditesi yüksek bir piyasa oluşturmasıdır.

Bu pazar, tamamen elektronik ortamda çalışmakta ve işlemler bilgisayarlar aracılığı ile gerçekleştirilmekte olup, işlem saatleri 13:00-16.30 olarak belirlenmiştir.

• Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası

Uluslararası borçlanma araçlarının işlem görmekte olduğu bu piyasada bankalar ve aracı kurumlar tarafından kesin alım - satım işlemleri ve yalnızca bankalar tarafından repo - ters repo işlemleri gerçekleştirilebilmektedir.

Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası, emirlerin borsa eksperleri tarafından telefon yoluyla alınarak bilgisayar sistemine girildiği bir işlem sistemini kullanmakta olup, her emir bir tanımlama numarası ile fiyat ve zaman önceliği kurallarına göre sistemde yer almaktadır.

Menkul kıymet tanımları, her valör günü için herbir menkul kıymet bazında en iyi alış ve satış emirleri, piyasa derinliği gibi cari bilgiler ile gerçekleşen işlemlere ilişkin özet Piyasa bilgileri bilgi dağıtım ekranları aracılığı ile dağıtılmaktadır. Gerçekleşen emirler taraflara faks ile, piyasaya ise yine söz konusu bilgi dağıtım ekranları ile iletilmektedir.

Uluslararası Tahvil ve Bono Piyasası kesin alım satım işlemleri 10:00 ile 17:00 arasında, repo - ters repo işlemleri ise 10:00 ile 16:00 saatleri arasında yapılabilmektedir.

1.3.1.3. İstanbul Altın Borsası

27 Temmuz 1995 tarihinde faaliyete geçen İstanbul Altın Borsası'nın kurulmasındaki amaç şu şekilde özetlenebilir (Kıran, 2000: 35);

- Türkiye'deki mevcut altın potansiyelinin ekonomiye kazandırılması,
- Altın ihracatı yanında altına dayalı finans araçlarının da uygulamaya sokulması.

Bu piyasa iki alt piyasadan oluşmaktadır. Bunlar günlük altın alım-satımının düzenlendiği Altın Piyasası ile altına dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin alınıp satıldığı Vadeli İşlemler Piyasasıdır.

1.3.1.3.1. Altın Piyasası

Altın Piyasası, İstanbul Altın Borsası ile aynı gün faaliyete geçmiş olup, burada borsa üyesi aracı kurumlar tarafından altın üzerine spot işlemler yapılmaktadır (Kıran, 2000: 35).

Altın piyasasında, Borsaya üye bankalar, yetkili müesseseler ve kıymetli maden aracı kurumları teminatlarını yatırdıktan sonra işlem yapabilmektedir.

Piyasada, ancak Hazine Müsteşarlığı'nın altın standartları hakkındaki tebliği ile belirlenen uluslararası rafinerilerden çıkışlı belirli bir saflığa haiz altınlar işlem görebilmektedir.

İşlem saatleri 11:00-13:00 ve 15:00-16:30 olan bu piyasada işlemler serbest piyasa koşulları altında üye temsilcileri tarafından borsa eksperlerine verilen emirlerin bilgisayar sistemine girilerek otomatik eşleşme mantığıyla en iyi alım ve en iyi satım emirlerinin birbirini karşılaması suretiyle gerçekleşir. İşlemler fiyat ve zaman önceliği kurallarına uygun olarak çoklu fiyat yöntemine göre yürütülür (Kıran, 2000: 44). Sisteme girilen emirler bilgi dağıtım ekranları vasıtasıyla aynı anda üyelere ve uluslararası piyasalara ulaştırılır.

1.3.1.3.2. Vadeli İşlemler Piyasası

15 Ağustos 1997 tarihinde faaliyete geçen Vadeli İşlemler Piyasasının kuruluş amacı, standart vade ve miktarlarda, nitelikleri önceden hükme bağlanmış vadeli altın döviz ve sözleşmelerinin işlem görmesini sağlamak ve böylece altın piyasalarında karar alma sürecini olumsuz biçimde etkileyen fiyat riskini azaltmaktır (Kıran, 2000: 41).

Etkin işleyen bir piyasa sayesinde, piyasada işlemci kuruluşlar ilgili mala ait arz ve talebin gelecekteki olası seyri hakkında bilgi edinebilecek ve yapacakları alım-satımlarda geçmiş fiyatlardan ziyade gelecekteki altın fiyatlarını dikkate alarak değerlendirme yapabileceklerdir.

Bu piyasada, Borsa üyeleri ve İMKB Hisse Senetleri Piyasasında işlem yapan kuruluşların ilgili yetki belgesi olanları işlem yapabilmektedir.

İşlemler, bilgisayar ortamında üyelerin borsadaki terminallerinden veya uzaktan erişim yoluyla merkez ofislerinden emir vermesi ile gerçekleştirilmekte, alım-satım işlemlerinde çoklu fiyat yöntemi ile fiyat ve zaman önceliği kuralı uygulanmaktadır. İşlem yapmak isteyen üyenin alım/satım emrini iletmesi ile veya daha önce başka üye tarafından iletilmiş olan emrin tamamının yada bir kısmının alınması/satılmasıyla işlem gerçekleşmiş olur. Ancak, üye önceden vermiş olduğu emri değiştirebilir, fiyat ve zaman önceliği kuralına uymak şartıyla kendi emrini satın alabilir/satabilir.

1.3.1.4. Takasbank Borsa Para Piyasası

1 Ekim 1996 tarihinde faaliyete geçen Takasbank (İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.) Borsa Para Piyasası, banka yada aracı kurumların kısa süreli nakit ihtiyaçlarını karşılamalarını sağlamak amacıyla kurulmuştur (İMKB, 2005: 498)

Borsa Para Piyasası taahhütnamelerini imzalayan, temsilcilerini bildiren ve başvurusu Takasbank tarafından kabul edilip, gerekli teminatını yatıran aracı kuruluşların işlem yapabildiği bu piyasada, işlem saatleri 10:00-15:00 olup, yapılan işlemler gecelik (O/N)'dir.

İşlem yapmak isteyen temsilciler, kendilerine verilen şifreleri girdikten sonra emirlerini sisteme iletirler. Alış emirlerinde en yüksek oranlı olanları, satış emirlerinde en düşük oranlı olanları bilgi dağıtım ekranları aracılığı ile duyurulur. En iyi teklif/taleplerden işlem yapılması halinde sonraki en iyi teklif/talep ekrana gelir. Alış ve satış emirlerinde oranlarda eşitlik olması halinde zaman önceliği esas alınır. Aynı oranlı alış ve satış emirleri ekranda toplu olarak görünmektedir. İşlem sonuçları işlem bildirim formları ile her iki tarafa da fakslanır.

Bu piyasada gerçekleşen işlemlerden doğacak yükümlülükler Takasbank garantisi altındadır.

1.3.1.5. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB)

4 Temmuz 2002'de İzmir'de kurulan, ancak 4 Şubat 2005'de işlem yapılmaya başlanan Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası Türkiye'deki ilk özel borsa kuruluşudur.

Bu borsanın kuruluşundaki amaç,

- Finansal piyasalarda, daha fazla yatırım alternatifinin sunulabilmesi ve finansal risk yönetiminin daha etkin yapılabilmesini,
- Türev araçların kullanımını yaygınlaştırarak, finansal piyasaların hacminin artmasını ve finansal risklere karşı daha hazırlıklı hale gelmesini sağlamak olarak özetlenebilir.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası özel bir borsa kuruluşu olmasına rağmen, ortakları arasında Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, İzmir Ticaret Borsası, İstanbul

Menkul Kıymetler Borsası, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Koçbank A.Ş., Vakıflar Bankası T.A.O, Garanti Bankası T.A.Ş, Akbank T.A.Ş, Türkiye Sınai ve Kalkınma Bankası A.Ş, İMKB Takasbank A.Ş ve Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği yer almaktadır.

VOB'da işlemler, yalnızca borsa üyesi aracı kuruluşlar aracılığı ile yapılabilmekte olup, bireysel müşterilerin doğrudan borsada işlem yapabilmesi mümkün değildir.

İşlem yapmak isteyen müşteriler, öncelikle borsaya üye olan aracı kurum ve bankaların birinde hesap açtırıp, bu hesaba Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası tarafından belirlenen ve her sözleşmeye göre değişen miktar ve mahiyette teminat yatırmakta, daha sonra istedikleri ilgili aracı üyeye alınacak veya satılacak sözleşmeyi, sözleşme adedini, vadesini, fiyatını, emir tipini, emrin geçerli olduğu zaman aralığını bildirmekte, aracı üye ise bu emri Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'na çeşitli yollarla iletterek işlemin gerçekleşmesini sağlamaktadır.

Çalışma saatleri hafta içi 09:00-16:30 arasında olan borsada işlem gören sözleşmelere ilişkin fiyatlar anlık olarak, bilgi dağıtım ekranlarından (Reuters, Foreks, Plato, IBS, Matriks gibi) yayınlanmakta, ilgililer bu sayfalardan borsada oluşan fiyatları takip edebilmektedirler. Bunun yanısıra, gecikmeli veriler Borsanın web sitesinden³ de izlenebilmektedir.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasında dört ayrı piyasa mevcuttur. Bunlar, Hisse Senedi, Döviz, Faiz ve Emtia Piyasalarıdır.

Bunlardan,

- *Hisse senedi piyasasında* hisse senetlerine ve hisse senedi endekslerine dayalı,
- *Döviz piyasasında* yabancı paralara dayalı,
- *Faiz piyasasında* Hazine bonusu, devlet tahvili veya diğer kısa/uzun vadeli faiz oranlarına dayalı,

³ www.vob.org.tr

- *Emtia piyasasında* ise sayılanların dışında kalan emtia ve diğer varlıklara dayalı vadeli işlem sözleşmeleri ile işlem yapılabilir.

1.3.2. Tezgahüstü piyasalar (organize olmayan piyasalar)

Tezgahüstü Piyasalar, Bankalararası Piyasalar ve Serbest Piyasalar olarak iki ana grupta incelenmektedir.

1.3.2.1. Bankalararası piyasalar

Bankalararası Piyasalar, TL Piyasası, Repo Piyasası, Döviz Piyasası ile Tahvil ve Bono Piyasası olmak üzere dört alt piyasadan oluşmaktadır.

- **TL Piyasası**

Bankaların, Türk Lirası alışverişlerini kendi aralarında özel bir düzenlemeye tabii olmadan yapabildikleri, T.C.Merkez Bankası bünyesindeki Bankalararası Para Piyasasına alternatif olarak kurulan TL Piyasası “İkincil Piyasa” olarak da adlandırılmaktadır.

Bankalar, genel olarak, organize bir piyasa olan T.C. Merkez Bankası Bankalararası Para Piyasasında işlem yapmak yerine, TL piyasasında işlem yapmayı tercih etmektedirler. Bu duruma büyük oranda, T.C. Merkez Bankası'nın kendilerine tanıdığı limitlerin yetersiz gelmesi ve T.C.Merkez Bankası bünyesinde işlem yapmanın maliyetinin nispeten yüksek olması sebep olmaktadır. (Kıran, 2000: 105)

Merkez Bankası piyasası dışında ikinci bir bankalararası piyasa olan TL piyasasında işlem yapmak isteyen bankaların öncelikle Reuters'e başvurarak, TL piyasası için özel olarak hazırlanan sayfada yer almaları gerekir. Reuters, kendisine bu sahifelerde yer almak için başvuran bankalar için bir anket yaparak, tercih edilen bankaları belirler ve sonrasında onlara sahifede yer verir.

Oldukça işlek olan bu piyasada, her bankanın bir diğerine karşı önceden belirlenmiş bazı kriterlere göre günlük işlem limiti vardır ve bankaların olağanüstü durumlar haricinde bu limiti aşmamaları esastır. Bu piyasa şeffaf olarak çalışır ve takas işlemleri Merkez Bankası'nda tarafların hesapları nezdinde centilmenlik esaslarına göre yürütülür. Burada, taraflardan birinin centilmenlik esasına uymayarak yükümlülüğünü yerine getirmemesi mümkündür, ancak piyasa güven esasına göre

işlediğinden bankalar böyle bir durumda itibarlarının düşeceğinin bilinci ile hareket ederek, yükümlülüklerini yerine getirirler, aksi söz konusu olduğunda bir daha bu piyasada işlem yapamayacakları açıktır.

- **Repo Piyasası**

Bankaların repo işlemlerini gerçekleştirebilmek için İMKB Repo-Ters Repo Pazarına alternatif olarak kendi aralarında kurdukları bir piyasa olan Repo Piyasası oldukça yoğun olarak çalışmaktadır.

Bankalar, bu piyasaya genellikle İMKB repo piyasasında kendilerine tahsis edilen limitler yetersiz olduğunda başvurumaktadırlar (Kıran, 2000: 106).

- **Döviz Piyasası**

Bu piyasa, 1993 yılında faaliyete geçmiş olup, daha çok bankalar tarafından kullanılmaktadır.

Bu piyasa aracılığı ile, kotasyonu olan bankalar, TL ve döviz karşılığında her türlü döviz işlemlerini Merkez Bankası aracılığı olmaksızın kendi aralarında yapabilmektedirler.

- **Tahvil ve Bono Piyasası**

Bankalar, repo işlemlerinde olduğu gibi, İMKB Tahvil ve Bono Pazarına alternatif olarak kendi aralarında kurdukları bu pazarda, tahvil ve bonoların doğrudan alım - satım işlemlerini yürütmektedirler.

Piyasanın yapısının pazarlık usulüne yatkın olması ve toptan işlemlerin daha yaygın yapılması, bankaların İMKB Kesin Alım - Satım Pazarından ziyade kendi aralarındaki bu pazarı tercih etmelerinin en büyük nedenlerindedir.

Bu piyasanın tercih edilmesinde rol oynayan bir diğer etken ise, İMKB'nin kendilerine tanıdığı limitlerin yetersiz geldiği durumlarda, özellikle ileri valörlü işlemleri kendi aralarında yapmalarının menfaatlerine daha uygun olmasıdır.

1.3.2.2. Serbest piyasalar

Serbest piyasalar, organize piyasalara alternatif oluşturmak amacı ile kurulmuş olup, Efektif Piyasası ve Altın Piyasası olarak iki 2 alt piyasadan oluşmaktadır.

- **Efektif Piyasası**

Bu piyasa, tamamen serbest pazar koşullarına göre çalışmakta olup, 1983 yılından bugüne oldukça fazla gelişmiştir.

Türkiye’de döviz büfelerinin dikkate aldığı gerçek döviz fiyatlarının, ülkenin tüm döviz işlemlerinin %10’u kadar işlem hacmi olduğu tahmin edilen bu piyasada belirlendiği kabul edilmektedir (Karan, 2001: 21).

- **Serbest Altın Piyasası**

Altın almak veya satmak isteyenler için İstanbul Altın Borsasına alternatif olarak oluşturulan bu serbest piyasada gerçekleştirilen altın ticaretinin, Türkiye’deki toplam altın ticaretinin 1/3’ü kadar olduğu tahmin edilmektedir (Kıran, 2000: 108).

İstanbul Altın Borsası’nda belirli bir miktarın altında işlem yapılamadığından, söz konusu miktarın altında kalan küçük montanlı işlemler ancak serbest altın piyasasında gerçekleştirilebilmektedir.

Bu piyasa herhangi bir düzenlemeye tabi olmayıp, buradaki işlemler pazarlık metoduyla gerçekleştirilmektedir.

1.4. Finansal Piyasaları Etkileyen Temel Faktörler

T.C. Merkez Bankası’nın finansal piyasalar üzerindeki etkinliğini sağlayan para politikası uygulamaları ile yakından ilgili olduğu için, ülkemizdeki finansal piyasaları etkileyen temel faktörler ve bunların olası etkileri, bu alt bölümde kısaca anlatılmaya çalışılmaktadır.

Söz konusu temel faktörlerden, T.C.Merkez Bankası'nın açıkladığı likidite rezerv rakamı, Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) ihale ödemeleri ve itfası, T.C.Merkez Bankası Açık Piyasa işlemleri, T.C.Merkez Bankası Bankalararası Para Piyasası işlemleri, T.C.Merkez Bankası Döviz ve Efektif Piyasası işlemleri, kamu

maaş ödemeleri, vergi ödemeleri, Hazine ve kamu kurumlarının nakit giriş ve çıkışlarıdır.

Çalışmanın konusu gereği, bir kısmı ileriki bölümlerde detayları ile incelenecek olan bu faktörleri ve finansal piyasalar üzerindeki beklenen etkilerini şu şekilde özetlemek mümkündür (Kıran, 2000: 109);

• **Likidite rezerv rakamı**

T.C.Merkez Bankası piyasalara yön vermek için piyasaları etkileyen tüm nakit hareketlerinden oluşan günlük likidite rezerv rakamını ve sonraki 2 günlük geçici rezerv rakamını hesaplayarak, Bankalararası Para Piyasası'nın işlem başlangıç saati olan saat 10:00'da ilan etmektedir.

Çeşitli kalemlerin toplanıp, çıkarılması ile bulunan likidite rezerv rakamını oluşturan alt kalemler aşağıda yer almaktadır;

+ Bankaların Serbest TL Deposu + DİBS İtfası + T.C. Merkez Bankası'nın BPI aracılığıyla Kredi Verişi (Bankaların Kredi Alışları) + T.C.Merkez Bankası Döviz Alışı + Hazine ve Kamu Bankaları Nakit Çıkışları (-) DİBS Satışı Ödemesi (-) T.C. Merkez Bankası'nın BPI Aracılığıyla Kredi Geri Alması (Bankaların Geri Ödemeleri) (-) T.C.Merkez Bankası Döviz Satışı (-) Kamu Maaş Ödemesi (-) Vergi Ödemesi (-) Hazine ve Kamu Bankaları Nakit Girişleri
LİKİDİTE REZERV RAKAMI

Buradan da anlaşılacağı üzere, esas olarak bankacılık sisteminin T.C. Merkez Bankası'na olan borcunu ya da alacağını göstermekte olan bu kalem, günlük TL arz ve talebini etkilemektedir. Bu yüzden kısa vadeli TL faizlerinin belirlenmesinde en önemli kalem olarak kabul edilmektedir.

Likidite Rezerv Rakamı (-) ilan edildiğinde, piyasadaki likidite sıkıntısını göstermektedir. Bu günlerde TL faizlerinin yükselmesi beklenirken, (+) açıklandığı günlerde likidite fazlasını işaret ettiğinden TL faizlerinin düşmesi beklenir.

- **Devlet İç Borçlanma Senetleri ihale ödemeleri ve itfası**

T.C. Merkez Bankası, Devlet İç Borçlanma Senetlerini (DİBS) kesin olarak sattığı zaman, piyasadaki TL çekeceğinden likiditede azalma yaşanması ve TL faizlerinin yükselmesi; piyasadaki DİBS'leri kesin olarak aldığı zamanlarda piyasaya para vereceğinden likiditenin artması ve TL faizlerinin düşmesi beklenir.

- **T.C. Merkez Bankası Açık Piyasa işlemleri**

Açık Piyasa işlemleri aracılığı ile, T.C. Merkez Bankası'nın doğrudan ya da repo ihalesi ile menkul kıymet sattığı günlerde piyasaya para verildiğinden, TL rezervinin artması ve faiz oranlarının düşmesi; Merkez Bankası'nın doğrudan ya da ters repo ihalesi aracılığıyla menkul kıymet aldığı günlerde ise piyasadaki para çekildiğinden, TL rezervi azalması ve TL faizlerinin artması beklenir.

- **T.C. Merkez Bankası Bankalararası Para Piyasası işlemleri**

Merkez Bankası, piyasada likidite sıkışıklığı yaşandığı günlerde TL depo işlemleri ile piyasaya para vererek, piyasanın TL rezervinde artış yaşanmasını ve dolayısıyla TL faizlerinin düşmesi beklentisinin hakim olmasını sağlar.

Likiditenin yüksek olduğu dönemlerde yine TL depo işlemleri aracılığıyla piyasadaki para çekerek, TL rezervinde azalış olmasını ve dolayısıyla beklentilerin faiz oranlarında artış olacağı yönünde gelişmesini sağlayarak, bir bakıma dolaylı olarak, faiz oranlarını düzenler.

- **T.C. Merkez Bankası Döviz ve Efektif Piyasaları işlemleri**

T.C. Merkez Bankası'nın piyasaya döviz satması sonucu likiditenin azalması ile TL faizleri artarken, döviz fiyatları düşer ve aynı şekilde T.C. Merkez Bankası'nın piyasadaki döviz alması sonucu artan likidite ile TL faizleri düşerken, döviz fiyatları artar.

Merkez Bankası, bu piyasada yaptığı işlemleri ya kurlara müdahale etmek ya da döviz rezervlerini güçlendirmek amacıyla gerçekleştirmektedir.

- **Kamu maaş ödemeleri**

Kamu çalışanlarına maaş ödemelerinin yapıldığı günlerde piyasada likidite azalmakta ve dolayısıyla o günlerde TL faizlerinin yükselmesi beklenmektedir.

Kamu maaş ödemelerini takip eden günlerde ise likidite artmakta ve TL faizlerinde düşüş yaşanmaktadır.

- **Vergi ödemeleri**

Vergi ödemelerinin yapıldığı günlerde piyasada oluşan likidite sıkışıklığı nedeniyle TL faizleri yükselmektedir.

- **Hazine ve kamu kurumlarına nakit giriş - çıkışları**

Hazine ve kamu kurumlarının çeşitli yollarla piyasadaki para çektiği günlerde likiditenin azalması ile TL faizlerinin yükselmesi; piyasaya para verdiği günlerde ise likiditenin artması ile TL faizlerinin düşmesi beklenir (Tablo1.4).

Tablo 1.4: Finansal Piyasaları Etkileyen Temel Faktörler ve Beklenen Etkileri

TEMEL FAKTÖRLER	BEKLENEN ETKİ			
	TL FAİZİ	TAHVİL FİYATLARI	ALTIN	DÖVİZ
Hazine İhale Ödemesi	↑	↓	↓	↓
Hazine Bono İtfasi	↓	↑	↑	↑
TCMB Ters Repo İhalesi	↑	↓	↓	↓
TCMBRepo İhalesi	↓	↑	↑	↑
TCMB BPI Para Veriş	↓	↑	↑	↑
TCMB BPI Para Alış	↑	↓	↓	↓
TCMB Döviz Alış	↓	↑	↑	↑
TCMB Döviz Satış	↑	↓	↓	↓
TCMB Doğrudan Bono Satış	↑	↓	↓	↓
TCMB Doğrudan Bono Alış	↓	↑	↑	↑
Likidite Rezerv Rakamının Yüksek (+) Açıklanması	↓	↑	↑	↑
Likidite Rezerv Rakamının Düşük (-) Açıklanması	↑	↓	↓	↓
Maaş Ödeme Günleri	↑	↓	↓	↓
Vergi Ödeme Günleri	↑	↓	↓	↓
Döviz Fiyatlarında Hızlı Artış	↑	↓	↑	

Tablo 1.4'deki veriler incelendiğinde, finansal piyasalara yön veren en önemli faktörlerin T.C. Merkez Bankası kaynaklı olduğu açıkça görülmektedir.

T.C. Merkez Bankası ÷lkemiz ekonomi politikalarının para politikası sorumlusu olarak para politikasını belirlemek ve para politikası araçlarını etkin şekilde kullanarak nihai amacını sağlamak doğrultusunda finansal piyasaları y÷nlendirmek durumundadır. Bunun için Bankalararası Para Piyasasında TL depo işlemleri ve likidite rezerv rakamının açıklanması, Açık Piyasa erevesinde İMKB Repo–Ters Repo Pazarında repo ve ters repo işlemleri ile Hazine Bonosu alım–satım işlemleri, D÷viz ve Efektif Piyasalarında d÷viz alım-satım işlemleri gerçekleştirmektedir. Bu işlemler ise finansal piyasaları ve ekonomik birimlerin beklentilerini doğrudan etkilemektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

T.C. MERKEZ BANKASI'NIN FİNANSAL PİYASALAR ÜZERİNDEKİ ETKİNLİĞİNİN BİLANÇOYA YANSIMASI

2.1. T.C. Merkez Bankası'nın Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkinliği

Ülke ekonomilerinde can alıcı önemde olan finansal piyasalar, ilk bölümde incelendiği üzere, bir takım temel piyasa hareketlerinden doğrudan etkilenmektedir. Bunların arasında Merkez Bankalarınınca yapılan hareketlerin etki alanlarının genişliği ve etkilerinin büyüklüğü açıkça göze çarpmaktadır.

Temel amaçları çeşitli yollarla önceden belirlenmiş olan merkez bankaları, amaçlarına ulaşabilmek için belirli şartlar altında bir takım politika ve stratejiler belirleyerek hareket ederler (Fisher, 1997: 32). Söz konusu stratejiler bütününe “para politikası” denilmektedir.

“Para politikası, paranın miktarını (para arzını), paranın maliyetini (faizleri) ve bekleyişleri etkileyerek temel amaçlara ulaşmaya yönelik stratejiler bütünüdür” (Evrensel, 2003: 1).

“Para politikası, Merkez Bankalarının banka ve banka dışı kesimlere olan yükümlülüklerini değiştirmek yolu ile iktisadi faaliyetlerinin seyrini etkileyebilmesi şeklinde tanımlanabilir”(Parasız, 1996: 299).

“Ekonomik büyüme, istihdam artışı ve fiyat istikrarı gibi hedeflere ulaşabilmek için paranın elde edilebilirliğini ve maliyetini etkilemeye yönelik olarak alınan kararlardır” (TCMB, 2003a: 1).

Bu tanımlardan da anlaşılacağı üzere para politikası, finansal piyasaları etkilemek suretiyle tüm ekonomik dengeleri değiştirebilecek nitelikte çok yönlü bir stratejiler bütünüdür. Para politikalarının kontrolünde, uygulanmasında ve düzenlenmesinde ise merkez bankaları sorumlu kılınmıştır.

Bu bağlamda, para politikasının yürütülmesinden sorumlu olan merkez bankaları, nihai amaçlarına, ekonomik gelişmelere ve para politikalarının

uygulanması ile ilgili teorik çerçevedeki değişime bağlı olarak belirlenen değişik para politikası araçları kullanmaktadır.

T.C. Merkez Bankası'nın da "fiyat istikrarını sağlamak" temel amacı doğrultusunda kullandığı başlıca para politikası araçları aşağıda yer almaktadır.

- **Reeskont kredileri**

Bankaların portföylerinde bulunan emre yazılı ticari senetleri, vadesinden önce senet alacaklılarına ödemesi, yani iskonto etmesi sonucunda, bu senetlerin nakde çevrilmek istenmesi üzerine T.C. Merkez Bankası'na tekrar iskonto ettirmeleri işlemine "reeskont", Merkez Bankası'nın bu işlem için uyguladığı faiz oranına "reeskont oranı" ve işlem sonucunda bankalara verilen krediye de "reeskont kredisi" denilmektedir (Dileyici, 2001: 40).

Reeskont kredileri, likidite açığı veren bankaların Merkez Bankasından bu açığın kapatılabilmesi amacıyla kredi temin ederek, rezerv ihtiyaçlarını karşılmasını sağlayan, ancak kullanımı gittikçe terk edilen bir para politikası aracıdır.

Nakit açığı olan kuruluşların piyasalardan borç bulma olanağı kalmadığı durumlarda bu krediyi kullanabilmesi nedeniyle son başvuru kaynağı olarak nitelendirilen bu araç, reeskont oranlarının ve reeskont kotalarının değiştirilmesi suretiyle para arzını etkilemek amacıyla, genellikle kısa vadeli ve kalitesi yüksek finansal varlıkların (Hazine bonosu, Hazine kefaletini haiz bonoları ve ticari senetler) iskonto edilmesi şeklinde kullanılmaktadır.

Merkez Bankası, bankaların reeskont kredisi taleplerini reeskont oranlarında yapacağı değişiklikler yoluyla caydırabildiği gibi teşvik de edebilmektedir.

Reeskont kredisi oranlarında yapılan değişikliklerle piyasalar aşağıda belirtilen şekillerde etkilenebilmektedir (Akçay, 1997: 18);

- Reeskont politikası kullanılarak bankaların kaydi para yaratma olanakları, rezervlerin etkilenmesi suretiyle değiştirilebilir.

- Reeskont kredi oranlarındaki değişiklikler, piyasa faiz oranları üzerinde de değişikliklere neden olmaktadır. Faiz oranı, kredinin fiyatı olduğundan, reeskont

oranındaki değişime bağlı olarak piyasa faiz oranlarında oluşacak değişim, kredi arz ve talebini de etkilemektedir.

➤ Reeskont oranındaki değişmeler, piyasada borçlanma maliyetini etkileyebilmekte, değişmenin yönüne bağlı olarak piyasada farklı fon kaynaklarına yönelme ya da daha fazla reeskont kredisi kullanımına neden olabilmekte veya değişikliğin para politikasında bir değişiklik olacağına yönelik bir sinyal olarak algılanmasına neden olabilmektedir.

• Zorunlu karşılıklar

Zorunlu karşılıklar uygulaması, diğer bir deyişle mevduat munzam karşılıkları, bankaların pasiflerinde yer alan bazı yükümlülüklerinin belirli bir oranının Rezerv Para niteliğinde T.C. Merkez Bankası'nda tutulmasıdır. (Güneş, 1995: 64)

Merkez Bankası, karşılık oranlarını değiştirerek, bankaların ellerindeki rezervleri ve böylece banka sisteminin kaydi para genişlemesini etkileyebilmektedir. Zorunlu karşılık oranlarındaki ayarlamalar tüm bankacılık sistemini ve dolayısıyla finansal piyasaları önemli ölçüde etkilemektedir.

Bankaların mevduatlarında oluşacak ani ve aşırı çekilişlere karşı mevduat sahiplerinin sisteme olan güvenini artıran zorunlu karşılık uygulaması, başlangıçta bankalara aşırı mevduat çekilişlerinde likidite sağlamak amacıyla geliştirilmiş, ancak zamanla, daha çok, para arzını kontrol aracı olarak kullanılmaya başlanmıştır. Günümüzde finansal piyasaların derinleşmesi, mevcut mevduat alternatifleri yatırım araçlarının artması ve modern risk yönetimi araçlarının gelişmesi ile zorunlu karşılıklar oranı, aktif para politikası aracı olarak kullanılmamaktadır.

• Açık Piyasa işlemleri

Açık Piyasa işlemleri, T.C. Merkez Bankası'nın dolaşımdaki para miktarını azaltıp çoğaltmak için, Hazine bono ve tahvillerini kesin olarak veya geçici bir süre için alıp satma işlemleridir.

Merkez Bankaları tarafından, Açık Piyasa işlemleri hem savunmaya yönelik (defansif), hem de hücumaya yönelik (ofansif) amaçlarla yapılabilmektedir

(Mishkin, 2004: 398). Parasal tabana etki eden unsurlar, beklenenin üzerinde etki yaparak bir dengesizlik durumuna yol açtığında, Merkez Bankası bu etkiyi dengeleyici yönde hareket etmektedir. Merkez Bankası'nın bu işlemleri, parasal tabanı değiştirmeye yönelik etmenlere karşı sadece savunma niteliğinde olduğundan, bu tür işlemlere savunmaya yönelik işlemler denir. Diğer yandan Merkez Bankası bir dengesizlik durumu olmaksızın, parasal tabanı değiştirmek amacı ile Açık Piyasa işlemleri yaptığında, bu işlemlere hücumu yönelik veya dinamik işlemler denir. Ancak uygulamada bu iki tip işlemi birbirinden ayırmak pek mümkün değildir (Parasız, 1994: 297-299).

Açık Piyasa işlemleri ile finansal piyasalar aşağıda belirtilen şekillerde etkilenebilmektedir (Akçay, 1997: 21);

➤ Açık Piyasa işlemleri, bankaların likiditesinde ve piyasadaki para miktarında değişikliğe yol açmakta ve bankaların likiditesinde meydana gelen değişimler kredi açılabilir fon hacmini ve kredi politikasını etkilemektedir.

➤ Açık Piyasa işlemleri piyasadaki denge faiz oranını etkilemektedir. Merkez Bankası menkul kıymet satın aldığında, piyasada likidite fazlası oluşacağından faiz oranlarının düşmesi, menkul kıymet fiyatlarının artması; menkul kıymet sattığında ise, piyasada likidite azalacağından, faiz oranlarının yükselmesi ve menkul kıymet fiyatlarının düşmesi beklentisi finansal piyasalarda hakim olmaktadır.

➤ En önemli özelliği esnek olması olan Açık Piyasa işlemleri, gün içerisinde rahatlıkla ters çevrilebilmekte ve parasal taban üzerinde küçük miktardaki ayarlamalara olanak sağlamaktadır.

Açık Piyasa işlemleri, piyasadaki likiditenin kontrolünde T.C. Merkez Bankası'nca kullanılan en etkin para politikası aracıdır. Merkez Bankası, Açık Piyasa işlemleri kapsamında Bankalararası Para Piyasasında TL depo işlemleri ve IMKB Repo-Ters Repo Pazarı'nda geri alım vaadiyle satım veya geri satım vaadiyle alım (repo - ters repo) işlemleri yapmaktadır.

Söz konusu para politikası araçları, T.C. Merkez Bankası para politikası gereğince kullanılmakta ve bu para politikaların ekonomi üzerindeki etkileri Merkez Bankası'nın haftalık vaziyetlerinde, üç aylık bültenlerinde veya yıllık raporlarında

yayınladığı, Bilançosu ve Bilançosundan üretilen bir tablo olan Analitik Bilançosu yardımıyla izlenebilmektedir.

Bu çerçevede, izleyen alt bölümlerde, TCMB Bilançosu ve Analitik Bilançosu hakkındaki genel bilgiler ile TCMB'nin özelde finansal piyasaları, genelde ise ekonominin seyrini ne yönde etkilediğini gösteren ve Analitik Bilançodan elde edilen oranların tanımları yer almaktadır.

2.2. T.C. Merkez Bankası Bilançosu

Genel olarak Bilanço, bir işletmenin belli bir tarihte sahip olduğu varlıkları ve bu varlıkları edinmek için başvurulmuş kaynakları (yükümlülükler) parasal değerlerle gösteren bir tablodur.

Merkez Bankalarının Bilançoları da varlıklarını ve bunların finansman kaynaklarını göstermekte olup, para politikaları ile mali sistemin karşılıklı etkileşimi sonucunda biçimlenen ve dolayısıyla ekonomide diğer birimlerin karar almalarında yardımcı olan çok önemli bilgi kaynaklarıdır. T.C. Merkez Bankası Bilançosu, Banka'nın işlevleri gereği, daha sık Aralıklarla yayınlanan ve şirket Bilançolarının aksine aktif hareketli bir Bilançodur. Diğer taraftan, Bilançonun büyüklüğündeki değişimler, iktisat politikası kararlarının mali sistemle etkileşiminin bir yansımasını göstermektedir.

T.C. Merkez Bankası'nın varlık ve yükümlülüklerini gösteren Bilançosu ve alt kalemleri Tablo 2.1.'de yer almaktadır:

Tablo 2.1: T.C. Merkez Bankası Bilançosu ve Alt Kalemleri

VARLIKLAR	YÜKÜMLÜLÜKLER
I. ALTIN MEVCUDU	I. TEDAVÜLDEKİ BANKNOTLAR
A- Uluslararası Standartta Olan Altın (YP)	II. HAZİNENİN ALACAKLARI
B- Uluslararası Standartta Olmayan Altın (TL)	A- Altın (Safi Gram) (TL)
II. DÖVİZ BORÇLULARI	B- Rezerv Dilimi İmkanı
A- Konvertibl (YP)	C- Diğer (Net)
a) Efektif Deposu	III. DÖVİZ ALACAKLILARI
b) Muhabir Hesaplar	A- Konvertibl
c) Rezerv Dilimi Pozisyonu	B- Konvertibl Olmayan
B- Konvertibl Olmayan (TL)	IV. MEVDUAT TOPLAMI
a) Efektif Deposu	A- Kamu Sektörü
b) Muhabir Hesaplar	a) Hazine, Genel ve Katma Bütçeli İdareler
III. MADENİ PARA	b) Kamu İktisadi Teşekkülleri (KİT)
IV. DAHİLDEKİ MUHABİRLER	c) İktisadi Devlet Teşekkülleri (İDT)
V. MENKUL DEĞERLER CÜZDANI (TL)	d) Diğer (Belediye, Özel İdareler)
A- Devlet İç Borçlanma Senetleri	B- Bankacılık Sektörü
a) Kuponlu.	a) Yurtiçindeki Bankalar
b) Kupsuz	b) Yurtdışındaki Bankalar
B- Diğer	c) Zorunlu Karşılık (1211 S.K. Md.40)
VI. İÇ KREDİLER	i. Nakit
A- Bankacılık Sektörü	ii. Altın (Safi Gr)
a) Reeskont Kredileri	d) Diğer (Valörlü İşlemler)
b) 1211 S.K. 40/1-c Kap.Kul.Krediler	C- Muhtelif
c) Diğer	a) Kredi Mektuplu Döviz Tevdiatı
B- TMSF'na kullanılan krediler	b) Diğer
VII. AÇIK PİYASA İŞLEMLERİ	D- Uluslararası Kuruluşlar
A- Röpör Borçluları	E- Fonlar
a) Nakit	a) Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
i. Döviz	b) Diğer
ii. Menkul Değer	V. AÇIK PİYASA İŞLEMLERİ
b) Menkul	A- Röpör Alacaklıları
A- Diğer	a) Nakit
VIII. DIŞ KREDİLER	i. Döviz
IX. İŞTİRAKLER	ii. Menkul Değer.
X. GAYRİMENKULLER VE DEMİRBAŞLAR	b) Menkul
XI. TAKİPTEKİ ALACAKLAR (NET)	B- Diğer
Madde I. A-Takipteki Alacaklar	VI. DIŞ KREDİLER
Madde II. B-Takipteki Alacaklar Karşılığı (-)	A- Kısa Vadeli
XII. SDR TAHSİSATI NEDENİYLE HAZİNE YÜKÜMLÜLÜĞÜ	B- Orta ve Uzun Vadeli
XIII. DEĞERLEME HESABI	VII. İTHALAT AKREDİTİF BEDELLERİ TEMİNAT VE DEPOZİTOLAR
XIV. FAİZ VE GELİR REESKONTLARI	A- Döviz Satışı Yapılmış Akreditif Bedelleri
XV. MUVAKKAT BORÇLULAR	B- Mal Bedeli ve Teminatlar
XVI. DİĞER AKTİFLER	VIII. ÖDENECEK SENET VE HAVALELER
XVII. GEÇMİŞ YILLAR ZARARLARI	IX. SDR TAHSİSATI
	X. SERMAYE
	A- Ödenmiş Sermaye
	B- Sermaye Enflasyon Düzeltme Farkı
	XI. İHTİYAT AKÇESİ
	A- Adi ve Fevkalade
	B- Hususi (1211 S.K. Md.59)
	C- İhtiyat Akç.Enflasyon Düzeltme Farkı
	XII. KARŞILIKLAR
	A- Emekli İkr. ve Kıd. Tazm Kar.
	B- Vergi Karşılıkları
	C- Diğer Karşılıklar
	XIII. DEĞERLEME HESABI
	XIV. FAİZ VE GİDER REESKONTLARI
	XV. MUVAKKAT ALACAKLILAR
	XVI. DİĞER PASİFLER

2.3. T.C. Merkez Bankası Bilançosunu Etkileyen İşlemler

T.C. Merkez Bankası Bilançosunu etkileyen işlemleri, altın ve kambiyo işlemleri, kredi işlemleri, Açık Piyasa işlemleri, doğrudan DİBS alım-satım işlemleri,

bankalar arası para piyasası işlemleri ve diğer işlemler olarak altı ana başlık altında incelemek mümkündür (Serdengeçti, 1997: 17-19).

2.3.1. Altın ve kambiyo işlemleri

T.C. Merkez Bankası'nın altın ve kambiyo işlemleri olarak nitelendirilebilecek başlıca beş işlem vardır. Bunlar, döviz veya TL karşılığında altın alım ve satımı, döviz veya TL karşılığında döviz alım ve satımı ile döviz ve efektif karşılığında döviz tevdiat hesapları açılması olarak özetlenebilir.

Bu işlemlerin hangi Bilanço kalemlerini etkilediği aşağıda sırasıyla anlatılmaktadır.

• Döviz karşılığı altın alım-satımı

Döviz veya efektif karşılığı altın alındığında, Altın Mevcudunda artış, Döviz Borçluları kaleminde azalış; satıldığında ise Altın Mevcudunda azalış, Döviz Borçluları kaleminde artış görülmektedir.

Net Dış Varlıklar hesabı, Bilançonun aktifinde yer alan Altın Mevcudu, Döviz Borçluları, Dahildeki Muhabirler, Dış Krediler, İştirakler, Değerleme Hesabı ile Faiz ve Gelir Reeskontları toplamını yansıtmakta olduğundan, altın ve döviz kalemlerindeki karşılıklı artış/azalış nötr etki yapmakta ve Net Dış Varlıkları etkilememektedir.

Aktif	Pasif
I. Altın Mevcudu (Artış/Azalış)	Yükümlülükler Hesabı Değişmez
II. Döviz Borçluları (Azalış/Artış)	

• TL karşılığı altın alım-satımı

TL karşılığı altın alımlarında Altın Mevcudunda artış meydana gelirken, altın değerinin nakden ödenmesi durumunda Tedavüldeki Banknotlar, hesaben ödenmesi durumunda ise Mevduat hesabında artış görülmektedir..

TL karşılığı altın satımlarında ise bu hareketlerin tersi kaydedilmektedir.

Aktif	Pasif
I. Altın Mevcudu (Artış/Azalış)	I. Tedavüldeki Banknotlar (Artış/Azalış) (Nakdi işlemlerde) veya IV. Mevduat (Artış/Azalış)(Hesaben işlemlerde)

• **TL karşılığı döviz veya efektif alım-satımı**

Döviz işlemleri T.C. Merkez Bankası'ndaki döviz tevdiat hesapları kullanılmak suretiyle yapıldığından, aktifte, Döviz Borçluları; pasifte ise, Tedavüldeki Banknotlar hesabı hareket görmektedir.

TL karşılığı döviz ve efektif alımlarında; aktifte, Döviz Borçluları kaleminde yer alan Efektif Deposu ve Muhabir Hesapları artış gösterirken; pasifte, işlemin nakden yapılması durumunda Tedavüldeki Banknotlar, hesaben yapılması durumunda ise, Mevduat hesabı artış gösterir.

TL karşılığı döviz veya efektif satımlarında ise bu hareketlerin tersi kaydedilmektedir.

Aktif	Pasif
II.Döviz Borçluları (Artış/Azalış) a) Efektif Deposu b) Muhabir Hesaplar	I. Tedavüldeki Banknotlar (Artış/Azalış) (Nakdi işlemlerde) veya IV.Mevduat (Artış/Azalış) (Hesaben işlemlerde)

• **T.C. Merkez Bankası'nda döviz ve efektif karşılığında döviz tevdiat hesapları açılması (Dresdner hesapları)**

Merkez Bankasında döviz ve efektif karşılığında bir döviz tevdiat hesabının açılması durumunda, aktifte Döviz Borçluları kaleminde yer alan Efektif Deposu veya Muhabir Hesapları, pasifte ise, yabancı para üzerinden tutulan Döviz Tevdiat Hesapları (Dresdner Hesapları) aynı miktarda artış göstermektedir.

Bu nedenle, bu işlem emisyon hacmini, dolayısıyla rezerv parayı etkilememektedir.

Aktif	Pasif
II. Döviz Borçluları (Artış) a) Efektif Deposu b) Muhabir Hesaplar	IV. Mevduat (Artış) C- Muhtelif a) Kredi Mekt.Döviz Tevdiat Hesabı

2.3.2. Kredi işlemleri

Merkez Bankası'nca TMSF bünyesindeki bankalara kredi kullanıldığında, aktifte, krediler içinde yer alan Bankacılık Sektörü ve TMSF'na Kullanılan

Krediler kalemleri, pasifte ise nakden ödeme söz konusu ise Tedavüldeki Banknotlar, hesaben ödeme söz konusu ise Mevduat hesabı artış göstermektedir.

Aktif	Pasif
VI. İç Krediler (Artış) <ul style="list-style-type: none"> ▪ Bankacılık Sektörü ▪ TMSF'na kullanılan krediler 	I. Tedavüldeki Banknotlar (Artış) (Nakdi işlemlerde) veya IV. Mevduat (Artış) A- Kamu Sektörü B- Bankacılık Sektörü (Hesaben işlemlerde)

2.3.3. Açık Piyasa işlemleri

Merkez Bankası'nın Açık Piyasa işlemlerinin kaydı, işlemin niteliğine bağlı olarak değişmektedir. Başlıca Açık Piyasa işlemleri kapsamında IMKB Repo-Ters Repo Pazarında yapılan işlemler ve doğrudan DIBS Alım/Satım (Kesin Alım/Satım) işlemleri şeklinde iki grupta incelenebilir.

• IMKB Repo-Ters Repo Pazarında Açık Piyasa işlemleri kapsamında yapılan işlemler

Bu kapsamda yapılan repo ve ters repo işlemleri iki şekilde olabilmektedir:

➤ Repo (geri satım vaadi) ile Devlet İç Borçlanma Senetleri alımı

Bu işlem nedeniyle, aktifte, Menkul Değerler Cüzdanı, pasifte, nakden ödeme söz konusu ise Tedavüldeki Banknotlar, hesaben ödeme söz konusu ise Mevduat hesapları artış gösterirken; vaziyette, Açık Piyasa işlemlerinin izlendiği, aktifte Röpor Borçluları-Nakit-Menkul Değerler , pasifte ise Röpor Alacaklıları- Menkul hesaplarında artış göstermektedir.

Aktif	Pasif
V. Menkul Değerler Cüzdanı (artış/azalış) VII. Açık Piyasa İşlemleri A.Röpor Borçluları a) Nakit ii.Menkul Değer (artış)	I. Tedavüldeki Banknotlar (artış/azalış) (Nakdi işlemlerde) veya IV.Mevduat (Artış/Azalış) (Hesaben işlemlerde) V. Açık Piyasa İşlemleri A- Röpor Alacaklıları b) Menkul (artış)

➤ **Ters repo (geri alım vaadi) ile Devlet İç Borçlanma Senetleri satımı**

Bu işlem nedeniyle, aktifte, Menkul Değerler Cüzdanı, pasifte, nakden tahsilatlarda Tedavüldeki Banknotlar, hesaben tahsilatlarda ise Mevduat hesapları azalış gösterirken; vaziyette, Açık Piyasa işlemlerinin izlendiği, aktifte Röpor Borçluları-Menkul, pasifte Röpor Alacaklıları-Nakit-Menkul Değer hesapları artış göstermektedir.

Aktif	Pasif
V. Menkul Değerler Cüzdanı (artış/azalış) VII. Açık Piyasa İşlemleri A.Röpor Borçluları b) Menkul (artış)	I. Tedavüldeki Banknotlar (artış/azalış) (Nakdi işlemlerde) veya IV. Mevduat (Artış/Azalış) (Hesaben işlemlerde) V. Açık Piyasa İşlemleri A.Röpor Alacaklıları a) Nakit ii.Menkul Değer (artış/artış)

• **Doğrudan DIBS alım/satımı (kesin alım/satım)**

Doğrudan DIBS alım işlemi nedeniyle, aktifte, Menkul Değerler Cüzdanı, pasifte, nakden ödemelerde Tedavüldeki Banknotlar, hesaben ödemelerde ise Mevduat hesapları artış gösterirken; doğrudan DIBS satım işlemlerinde, aktifte Menkul Değerler Cüzdanı, pasifte, nakden tahsilatlarda Tedavüldeki Banknotlar, hesaben tahsilatlarda ise Mevduat hesapları azalış gösterir.

Değerleme hesabına mahsuben Hazine'nin menkul kıymet vermesi durumunda ise yine aktifte, Menkul Değerler Cüzdanı artış, İtfaya Tabii Hesaplar ve Aktifleştirilmiş Alacaklar hesabı azalış gösterir.

Doğrudan DIBS Alım/Satım durumunda;

Aktif	Pasif
V.Menkul Değerler Cüzdanı (artış/azalış)	I. Tedavüldeki Banknotlar (artış/azalış) (Nakdi işlemlerde) veya IV. Mevduat (artış/azalış) (Hesaben işlemlerde)

Hazine Değerleme Hesabına mahsuben menkul kıymet verdiğinde;

Aktif	Pasif
V. Menkul Değerler Cüzdanı (artış) XII. SDR Tahsisatı Nedeniyle Hazine Yükümlülüğü (azalış)	

2.3.4. Bankalararası Para Piyasası işlemleri

Bankalararası Para Piyasası (BPP) aracılığıyla TCMB hesabına mevduat kabulünde ve TCMB hesabından mevduat verildiğinde yapılan kayıtlar aşağıda yer almaktadır;

- **TCMB hesabına mevduat kabulünde (gecelik kredi alındığında)**

Bu işlemde, pasifte, Açık Piyasa İşlemleri-Diğer kalemi artış gösterirken, nakden tahsilatlarda Tedavüldeki Banknotlar, hesaben tahsilatlarda ise Mevduat hesabı azalış gösterir.

Aktif	Pasif
	I. Tedavüldeki Banknotlar (azalış) (Nakdi işlemlerde) veya IV. Mevduat (azalış) (Hesaben işlemlerde) V. Açık Piyasa İşlemleri B.Diğer (artış)

- **TCMB hesabından mevduat verildiğinde (gecelik kredi verildiğinde)**

Bu işlemde, aktifte, Açık Piyasa İşlemleri-Diğer kalemi artış gösterirken, pasifte, nakden ödemelerde Tedavüldeki Banknotlar, hesaben ödemelerde Mevduat hesabı artış gösterir.

Aktif	Pasif
VII. Açık Piyasa İşlemleri B.Diğer (artış)	I. Tedavüldeki Banknotlar (artış) (Nakdi işlemlerde) veya IV. Mevduat (artış) (Hesaben işlemlerde)

2.3.5. Diğer Merkez Bankası işlemleri

Merkez Bankası işlemleri ile ilgili tüm nakit hareketleri, ilgili aktif ve pasif kalemler ile birlikte Tedavüldeki Banknotlar hesabında, nakit dışı işlemler ise ilgili aktif/pasif kalemlerinde artış veya azalış meydana getirir.

2.4. T.C. Merkez Bankası Analitik Bilançosu

T.C.Merkez Bankası Analitik Bilançosu, 1986 yılından beri kamuoyuna sunulmakta olan, Merkez Bankası Bilançosu kalemlerinin toplam olarak düzenlendiği ve Bilançonun finansman şekli ile bu finansman yoluyla yaratılan varlıkları gösteren ayrıntılardan kaçınılmış bir tablodur.

Analitik Bilanço, para ve kur politikasının esas parametrelerini göstermekte olup, para politikası ile ilgili olmayan kalemlere yer vermemektedir.

Analitik Bilanço kalemlerinin oluşturulduğu Bilançodaki ilgili kalemler ve Analitik Bilançodan elde edilen oranlar izleyen alt bölümlerde anlatılmaktadır.

2.4.1. Analitik Bilanço kalemlerinin Bilanço karşılıkları

Merkez Bankası Bilançosu kalemlerinin toplam olarak düzenlendiği ve Bilançonun kolayca anlaşılabilmesi amacıyla özet bilgiler sunan Analitik Bilanço ile Bilanço arasındaki ilişki Tablo 2.3’de gösterilmektedir.

Burada görüldüğü üzere, T.C. Merkez Bankası Analitik Bilançosu, para ve kur politikasının esas parametrelerini göstermekte olup, bu bağlamda, yıllık Bilançonun aktifinde bulunan sabit kıymetler, bina ve demirbaşlar, pasifte öz varlık ve ihtiyatlar gibi para politikası ile ilgili olmayan kalemleri dikkate almamakta, bu kalemlere toplu halde Diğer Kalemler altında yer vermektedir.

Tablo 2.2 : TCMB Analitik Bilanço Kalemlerinin Bilanço Karşılıkları

VARLIKLAR (AKTİF)	İLGİLİ BİLANÇO KALEMLERİ
1. DIŞ VARLIKLAR -----	Aktif (I+II+IV+VIII+IX+XV+XVI+XIA)
2. İÇ VARLIKLAR	
2.1. Nakit İşlemler	
2.1.1. Hazine Borçları	
i. Bankamız Portföyü-----	Aktif (V+VIIAb) - Pasif (V A b)
* 5 Kasım 2001 Öncesi DİBS	
* İkincil Piyasadan Alınan DİBS	
ii. Diğer-----	Pasif (II)
2.1.2. Bankalara Açılan Nakit Krediler -----	Aktif (VIA)
2.1.3. TMSF'na Kullanılan Krediler-----	Aktif (VIB)
2.1.4. Diğer Kalemler-----	Aktif (III+IV+X+XIV+XV+XVI+XVII-XIB –
	Pasif (VIII+X+XI+XII+XIV+XV)
2.2. Değerleme Hesabı-----	Aktif (XIII + IMF'ye Borcumuz (Kur Farkı) - Pasif (XIII)
TOPLAM	
YÜKÜMLÜLÜKLER (PASİF)	
1. TOPLAM DÖVİZ YÜKÜMLÜLÜKLERİ	
1.1. Dış Yükümlülükler-----	Pasif (III+IVCa+VI+VIIA+VIII+IX+XV+XVI+ IMF'ye
1.2. İç Yükümlülükler	Borç)
1.2.1. Döviz Olarak Takip Olunan Mevduat-----	Pasif (IVA+IVCb+IVE+II) - Aktif (XII)
1.2.2. Bankaların Döviz Mevduatı-----	
	Pasif (IVB+VAai) - Aktif (VIIAai)
2. MERKEZ BANKASI PARASI	
2.1. Emisyon-----	
2.2. Bankalar Mevduatı	
2.2.1. Bankalar Zorunlu Karşılıkları-----	Pasif (I)
2.2.2. Bankalar Serbest İmkânı-----	
2.2.3. Fon Hesapları-----	Pasif (IVBc)
2.2.4. Banka Dışı Kesimin Mevduatı-----	
	Pasif (IVBa+IVBb+IVBD)
2.3. Diğer Merkez Bankası Parası	
2.3.1. Açık Piyasa İşlemlerinden Borçlarımız-----	Pasif (IVEa+IVEb)
2.3.2. Kamu Mevduatı-----	
	Pasif (IVAd+ IVCb+IVD+VIIB - IMF'ye Borç)
TOPLAM	
	Pasif (VAai+VAaii+VB - Aktif (VIIAai+VIIAaii+VIIB)
	Pasif (IVAa+IVab+IVAc)

NOT: Yayımlanan TCMB Bilançosunda Pasifte Uluslararası Kuruluşlar Mevduatı kaleminde yer alan IMF'ye borç Analitik Bilançoda cari kurdan değerlendirilmiş olarak Pasifte Dış Yükümlülükler kaleminde, kur farkı ise Aktifte Değerleme Hesabı kaleminde gösterilmektedir.

2.4.2. Analitik Bilanço analizinde kullanılan oranlar

Esas olarak ekonominin likiditesini, ekonominin ihtiyaçları doğrultusunda sağlama sorunu ile ilgili olan para politikası, Merkez Bankası'nın kendi Bilançosunu oluşturan aktif ve pasif kalemleri ile ilgili hedef belirlemesi ve elindeki para politikası araçları ile konjonktürel gelişmeleri de göz önüne alarak bu hedefi tutturmaya çalışmasıdır (Ardıç, 2004: 209).

Para politikası araçları, bir yandan ülkedeki finansal piyasaları ve dolayısıyla ekonomik faaliyetleri etkilerken, bir yandan da bu hareketlerin temel göstergesi niteliğinde olan Merkez Bankası Bilançosunu etkilemektedirler.

Bu bağlamda, T.C. Merkez Bankası'nın finansal piyasalar üzerindeki etkinliğini izlemenin en temel yollarından birisi Merkez Bankası Bilançosu kalemlerinin değişimini izlemektir. Ancak, T.C. Merkez Bankası Bilançosunun anlaşılması ve yorumlanması, gerek karışık yapısı gerekse para politikası ile direkt ilgili olmayan bir takım verileri içermesi yüzünden oldukça zordur. Bu yüzden Merkez Bankası Bilançosu kalemlerinin toplam olarak düzenlendiği ve Bilançonun finansman şekli ile bu finansman yoluyla yaratılan varlıkların rahatça izlenebildiği Analitik Bilançosu, bu tip bir incelemenin yapılabileceği en iyi kaynaktır.

Para politikası uygulamalarının izlenmesinde gösterge niteliğinde alınabilecek, Analitik Bilançoda yer alan bazı büyüklüklerin birbirlerine oranı ve bazı büyüklüklerin ise Bilanço içindeki payları aşağıda incelenmektedir.

• **Bilanço Büyüklüğü**

Para politikasının etkin olarak yürütülebilmesi için herşeyden önce Merkez Bankası'nın kendi Bilanço büyüklüğünü ve yapısını denetleyebilmesi gereklidir (Serdengeçti, 1997: 4).

Bu bağlamda, para politikalarının etkin olarak kullanılabilmesi ve finansal sistemin sağlıklı gelişebilmesi için, İç Yükümlülükler ile ölçülen TCMB Bilanço büyüklüğünün belirli bir düzeyde tutulması gereklidir.

Bilanço büyüklüğünün ideal düzeyi, Merkez Bankasınca ekonomik duruma ve daha pek çok faktöre bağlı olarak belirlenmekte ve gerektiğinde revize edilerek takip edilmektedir. Bilanço büyüklüğü ne kadar kontrol altında tutulur ve düşük seviyelerde oluşması sağlanırsa, o denli güçlü ve etkin bir para politikasından söz edilebilir.

• **Dış Varlıkların İç Varlıklara oranı (DV/İV)**

T.C. Merkez Bankası'nın yarattığı yükümlülüklerin hangi varlıklardan kaynaklandığını gösteren Dış varlıklar/İç Varlıklar oranı, Banka'nın Bilançosundaki gelişmelerin izlenmesini sağlayan önemli oranlardan biridir.

İdeal DV/İV oranı 1 olup, mümkün olduğunca bu rakama yakın olmak para politikaları açısından etkinliği artıran bir faktör olarak değerlendirilmektedir (Ardıç, 2004: 241).

Genel olarak, Merkez Bankaları ekonominin likidite durumunu düzenlemek için, ülke parası cinsinden açtıkları kredilerin miktarını yani NİV kalemini etkileme ve piyasalardan döviz alıp satarak NDV kalemini değiştirme yoluna gitmektedirler. Dolayısıyla DV/İV oranındaki değişikliklere bakılarak, T.C. Merkez Bankası'nın ekonominin likiditesini hangi varlık hareketiyle sağladığı görülebilmektedir.

• **Dış Varlıklar ve İç Varlıkların Toplam Varlıklar içindeki payı**

Dış varlıkların Bilanço içindeki payı, aktifin kalitesini, aktifin kalitesi ise ülke parasının değerini göstermekte olup, Dış Varlıklar/Toplam Varlıklar oranı ne kadar yüksekse o kadar iyi olarak kabul edilmektedir.

İç Varlıkların Bilanço içindeki payının, yani İç Varlıklar/Toplam Varlıklar oranının ise düşük olması idealdir. Bunun sebebi, İç Varlıklar kaleminin Hazine borçları, krediler ve değerlendirme hesabı gibi alt kalemlerden oluşması ve bu alt kalemlerin mümkün olduğunca düşük rakamlarda gerçekleşmelerinin para politikalarının etkinliği açısından gerekli olmasıdır.

• **Kur Riski Oranı-1 (KRO-1) ve Kur Riski Oranı-2 (KRO-2)**

Kur riski oranı-1 (KRO-1), Dış Varlıkların Toplam Döviz Yükümlülüklerine oranı olarak tanımlanmaktadır

KRO-1 için ideal olan değer 1'dir (Ardıç, 2004: 236). KRO-1'in 1'den düşük olması, Toplam Döviz Yükümlülüklerinin Dış Varlıklardan fazla olduğunu gösterme olup, bu oranın yüksek olduğu Bilançolar genelde, riskli Bilançolar olarak değerlendirilmektedir.

KRO-2 oranı ise Dış Varlıkların dış yükümlülüklerle oranını göstermekte olup, TL'deki değerlendirme süreci ile yakından ilişkilidir. Bu değer 1'den yüksek olması TL'deki değerlendirme sürecinin başladığını göstermektedir (Ardıç, 2004: 236).

• **Değerleme Hesabının Toplam Varlıklar içindeki payı**

Analitik Bilançonun aktifinde İç Varlıklar kalemi altında yer alan değerlendirme hesabı, Türk Lirasının yabancı paralar karşısındaki değerinin değişmesine paralel olarak, T.C. Merkez Bankası'nın dış varlık ve döviz yükümlülüklerinin yeniden değerlendirilmesi sonucunda oluşan kur farklarını içermektedir (Serdengeçti, 1997: 11).

Bu bağlamda, değerleme hesabındaki hareketlerin temel belirleyicisi kur değişimleri olduğu için, bu hesabın artması, T.C. Merkez Bankası'nın Bilanço büyüklüğünü denetleyebilmesi açısından ciddi bir engel oluşturmaktadır. Bu durum ise para politikalarının etkinliğini kısıtlamaktadır.

• **T.C. Merkez Bankası varlıklarının finansmanı**

TCMB aktifindeki gelişmeleri kontrol altında tutamadığı dönemlerde, para politikası açısından varlıkların finansmanının kontrolüne yönelmiştir.

TCMB varlıklarının başlıca iki türlü finansman kaynağı vardır. Bunlar, döviz finansmanı ve Türk Lirası kaynakları (Merkez Bankası Parası)'dır.

➤ Döviz Finansmanı; TCMB'nin hem yurtdışı hem de yurtiçi kaynaklı döviz borçları bulunmaktadır. Yurtdışı kaynaklı döviz borçları, büyük ölçüde Dresdner Bankası Hesabı ile devlet ve kamu sektörü için gerçekleştirilen borçlanma yüzünden oluşmakta iken; yurtiçi kaynaklı borçları, kamu sektörünün ve bankaların TCMB nezdindeki döviz mevduatlarından oluşmaktadır.

➤ Türk Lirası Kaynakları; Merkez Bankası Parası, TCMB'nin TL cinsinden ekonomideki diğer tüm birimlere olan yükümlülüklerini vermektedir. Bu büyüklük, TCMB'nin dövize ilişkin işlemlerinden sadece TL karşılığında döviz alım-satımından etkilenmektedir.

TCMB'nin aktifini hangi tür kaynakla finanse ettiği, para politikası uygulamalarındaki etkinliğini doğrudan etkilemektedir. Bu anlamda, varlıklarını daha çok döviz yükümlülükleri (TDY) ile finanse eden bir merkez bankası daha kısıtlı hareket edebilecekken; TL kaynakları (MBP) ile finanse eden bir merkez bankası daha etkin bir para politikası yürütebilmektedir.

Bu bağlamda, MBP para politikası uygulamalarının likidite üzerindeki etkisinin sağlıklı bir biçimde incelenebilmesi için izlenmesi gereken önemli bir büyüklüktür. Bu değerın Bilanço içerisindeki payı, finansal piyasaları derin ve enflasyon oranının yüksek olmadığı gelişmiş ülkelerde yüksek iken, gelişmekte olan veya gelişmemiş ülkelerde düşüktür (Parasız, 1994: 276).

İdeal bir pasif kompozisyonu, % 25 Toplam Döviz Yükümlülükleri ve % 75 Merkez Bankası Parasını içermektedir (Turan, 1998: 59).

• **Rezerv Para ve Açık Piyasa İşlemleri**

Rezerv Para (RP)'nin hangi alt kalemlerden oluştuğuna bakıldığında, bu büyüklüğün aşağıdaki şekilde formüle edilebileceği görülmektedir.

RP = Emisyon + Bankalar Zorunlu Karşılıkları + Bankalar Mevduatı + Fon Hesabı + Banka Dışı Kesimin Mevduatı

Bu büyüklüğün, alt kalemlerine dikkat edildiğinde, NDV ile İV'deki değişmelerden ve piyasadaki geçici likidite hareketlerini düzenlemek için kullanılan Açık Piyasa İşlemlerinden doğrudan etkileneceği kolayca anlaşılmaktadır.

Bu bağlamda, Merkez Bankası'nın likidite sıkıntısı yaşandığında piyasalara açık piyasa işlemleri aracılığıyla TL vermesi, Rezerv Parada, dolayısıyla MBP'de artışa; piyasada likidite fazlası oluşması durumunda açık piyasa işlemleri aracılığıyla likidite çekmesi ise Rezerv Parada, dolayısıyla MBP'de azalmaya neden olmaktadır. Bu anlamda, RP'nin düşük değerler alması, MBP'nin Bilanço içerisindeki payını düşüreceğinden istenilen bir durum değildir.

Bunun yanısıra, Açık Piyasa işlemleri kısa dönemli likidite ayarlama aracı olduğu için, Analitik Bilançoda yer alan ilgili kalemin değerinin uzun dönemde sifıra eşit olması gerektiği, diğer bir deyişle, uzun dönemde MBP⁴'nin RP'ye eşit olması gerektiği kabul edilmektedir (Kepenek ve Yentürk, 2000: 229).

⁴ MBP, RP'nin aksine Açık Piyasa işlemlerinden doğrudan etkilenmemektedir. Bunun nedeni, MBP'nin, Açık Piyasa işlemlerinin etkisini içeren RP'ye, T.C. Merkez Bankası Bilançosunun aktifinde ve pasifinde yer alan Açık Piyasa işlemleri kalemlerinin netleştirilip eklenerek bulunmasıdır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

2001-2005 T.C. MERKEZ BANKASI BİLANÇO GELİŞMELERİ VE ANALİTİK BİLANÇO ANALİZİ

Para politikası uygulamaları ve ekonomik gelişmeler açısından 2000 ve sonrası yıllar geçmiş yıllardan önemli ölçüde farklılıklar göstermektedir. 2000 yılı ve sonrasında uygulanan para programlarının özünde, 2000-2002 dönemini kapsayacak nitelikte tasarlanan “Döviz Kuruna Dayalı Enflasyonu Düşürme Programı (DKDİP)” ve bu programın revize edilmiş hali olan “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” yatmaktadır.

DKDİP, 1999 yılında IMF ile yapılan görüşmeler neticesinde, uygulanmakta olan Yakın İzleme Anlaşması'nın mali destekli bir Stand-by Anlaşması'na dönüştürülmesi çerçevesinde şekillenmiş olup, temel amaçları şu şekilde belirlenmiştir;

- Reel faiz oranlarını makul düzeylere indirmek,
- Ekonominin büyüme potansiyelini artırmak,
- Ekonomik kaynakların daha etkin ve adil dağılımını sağlamak,
- Tüketici enflasyonunu 2000 yılı sonunda % 25, 2001 yılı sonunda % 12 ve 2002 yılı sonunda % 7'ye indirmek.
- Bu program, söz konusu amaçlara ulaşılmasını sağlamak için üç temel unsur üzerine kurulmuştur. Bunlar;
 - Sıkı bir maliye politikası izlenerek faiz dışı fazlanın artırılması, özelleştirmenin hızlandırılarak, yapısal reformların bir an önce gerçekleştirilmesi,
 - Enflasyonun düşürülmesine odaklı sıkı para ve kur politikasının uygulanması,
 - Enflasyon hedefi ile uyumlu bir gelirler politikasının uygulanması olarak özetlenebilir.

Bu program çerçevesinde izlenecek kur politikasının en temel özelliği kur çapasını öngörmesidir. Bu uygulama gereğince, döviz kuru sepetinin bir yıllık bir süreyi kapsayacak şekilde, günlük olarak açıklanması ve kur sepetinin daha önce olduğu gibi 1 ABD doları + 0,77 euro olarak devam ettirilmesi kararlaştırılmıştır.

Yaklaşık çeyrek yüzyıldır süregelen kronik enflasyonu düşürmeyi hedef alan böyle bir programın başarısı için, temel amaç ve unsurlarına bakıldığında içeriğinin güçlü olmasının yanı sıra, siyasi iradenin desteğinin de gerektiği açıkça görülmektedir. Bu bağlamda, gerekli ön şartlardan birisi olan siyasi iradenin katılımı ve desteği program boyunca tam olmuştur.

Hükümet tarafından kamu açıklarını hızlı ve kalıcı olarak ortadan kaldıracak önlemlerin alınması, vergi uygulamaları ile gelirlerin artırılması ve buna paralel olarak harcamaların kısılması bütçe performansında iyileşme getirmiştir. Ayrıca, yapısal reformların ve özelleştirme çalışmalarının hızla ve kararlılıkla gerçekleştirilmesi programın maliye ve gelirler politikası hedeflerine ulaşılmasını sağlamıştır.

Bu program kamuoyunun desteği ve güveniyle 2000 yılı Kasım ayına kadar başarı ile uygulanmış, ancak bu dönemde yaşanan bir takım siyasi ve ekonomik sıkıntılar sonucunda küçük çaplı bir kriz meydana gelmiştir.

2000 yılının Kasım ayında ortaya çıkan krizin temel nedenleri arasında;

- Bankacılık sektörünün kur çapası uygulamasına dayanarak aşırı risk alması,
- İç talepteki canlanma, enerji fiyatlarındaki artış ve Türk Lirasının özellikle Euro karşısında reel olarak değerlendirilmesi ile ithalatın hızla artması ve cari işlemler dengesinin bozulması,
- Cari işlemler açığının büyümesi, programın yapısal reformlarının uygulanmasında çeşitli nedenlerle geç kalınması ve özelleştirme hedeflerinde sapmalar yaşanması ile iç ve dış piyasalarda artan tedirginlik nedeniyle likiditenin olumsuz etkilenmesi,
- Likidite sıkıntısı nedeniyle kısa vadeli faiz oranlarının hızla yükselmesi,

➤ Faiz oranlarındaki yükseliş ile birlikte portföylerinde yoğun şekilde Devlet İç Borçlanma Senedi tutan ve bunları kısa vadeli kaynaklarla fonlayan bazı kamu ve özel sektör bankalarının sıkıntıya düşmeleri,

➤ Bu bağlamda, özellikle kamu bankalarının kısa vadeli piyasalarda aşırı derecede borçlanma baskısı yaratması,

➤ Yukarıda anlatılan etkenlerden dolayı mali piyasalarda görülen dalgalanma sonucunda özellikle yabancı yatırımcı ve bankaların piyasadan çekilmek istemeleri nedeniyle, döviz talebinde bulunmaları ile Merkez Bankası rezervlerinin sıkıntı verici düzeyde gerilemesi yer almaktadır.

Bu kriz, Hazine'nin aldığı bir takım ek önlemler ve IMF'den gelen ek rezerv kolaylığı sayesinde kısa sürede atlatılmıştır. Bunların etkisiyle, Kasım-Şubat döneminde sermaye hareketlerinde nisbi bir canlanma görülmüş, TCMB döviz rezervlerinde artış sağlanmıştır. Ancak, krizin başta kamu bankaları olmak üzere bankacılık sisteminin mali yapısında oluşturduğu hasar sistemin kırılmasını artırmıştır. Bu dönemde yurtdışından ve yurtdışından sağlanan fonların vadeleri gittikçe kısalmış ve faiz oranları da döviz kuru sepetindeki artışın oldukça üzerinde kalarak, piyasada kur çapası uygulamasının sürdürülebilirliğine ilişkin ciddi kuşkular oluşmasına neden olmuştur (TCMB, 2001a: 2).

Tüm bu gelişmelerin neticesinde sürekli tedirginlik içerisinde bulunan ve sisteme karşı ciddi güven sorunu yaşayan piyasalar, 2001 Şubat ayında Hazine'nin yüklü iç borç itfası öncesinde meydana gelen siyasi olayların da etkisiyle paniğe sürüklenmiş ve 19 Şubat tarihinde Türk Lirası yüksek oranda bir atakla karşı karşıya kalmıştır. TCMB, bu tarihte gerçekleşen bir gün valörlü 7,6 milyar dolarlık döviz talebini engellemek için likiditeyi kısmıştır. Ancak, bu uygulama ile aşırı günlük likidite ihtiyacı içerisinde bulunan kamu bankaları sıkıntıya düşmüş ve ödemeler sistemi kilitlenmiştir.

2001 Şubat ayında finansal piyasalarda görülen bu olumsuz gelişmeler ve ardından yaşanan kriz, 2000 yılı başından beri uygulanmakta olan döviz kuruna dayalı enflasyonu düşürme programının devam ettirilmesini olanaksız hale getirmiştir. 22 Şubat tarihinde yapılan bir basın duyurusu ile Türk Lirasının

dalgalanmaya bırakıldığından açıklanmasından hemen sonra, bu programın revize edilmiş hali olan “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” uygulamaya konulmuştur.

Bu ekonomik programın amaçları arasında;

- Güven sorunu yaşanan ve belirsizlik içerisinde bulunan finansal piyasalarda güveni ve istikrarı sağlamak,
- Kısa bir süre içerisinde ödemeler sistemindeki tıkanıklıkları gidermek ve sisteme yeniden işlerlik kazandırmak,
- Orta vadede sağlıklı bir bankacılık sistemi oluşturmak için kamu kesiminin Bankacılık Sektörü içerisindeki fonksiyonunun yeniden belirlenmesi ve bu bankaların kısa vadeli yükümlülüklerinin azaltılmasını sağlamak yer almaktadır.

Söz konusu program 2001 yılı ve sonrasına damgasını vurmuştur. Yapılan revizyonlarla halen uygulanmakta olan bu program kapsamında yürütülen para politikaları ve bu politikaların TCMB Bilançosunda yarattığı etkiler yıllar itibariyle izleyen bölümlerde incelenmektedir.

3.1. 2001 Yılı Genel Ekonomik Gelişmeleri ve Para Politikası Uygulamaları

3.1.1. Genel ekonomik gelişmeler

2001 yılı Şubat ayı öncesi ve sonrası olarak değerlendirilmesi uygun olan bir yıldır. Nitekim, Şubat ayı öncesinde alınan ekonomik kararlar ve uygulanan para politikası, 1999 yılında 2000-2002 yıllarını kapsayacak şekilde tasarlanan döviz kuruna dayalı enflasyonu düşürme programı çerçevesindeyken, Şubat sonrasında güçlü ekonomiye geçiş programının temel unsurları ve amaçları doğrultusunda yapılan düzenlemeler söz konusudur.

Bu program gereğince, öncelikle 2001 Nisan ayında “Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı” kamuoyuna duyurulmuş, Mayıs ayı ortalarında da uygulanmaya başlamıştır. Bu program kapsamında yapılan çalışmaların amaçları, kamu bankalarının mali sistemde istikrarsızlık unsuru olmaktan çıkarılmaları, finansal sistem istikrarı ve kamu maliyesine getirdikleri yükün azaltılması bakımından Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) tarafından devralınan bankaların sorunlarının en kısa zamanda çözüme kavuşturulması ve yaşanan krizler

nedeniyle mali yapıları zayıflayan özel sektör bankalarının sağlıklı bir yapıya kavuşturulmasını sağlamak olarak belirlenmiştir.⁵

2001 yılına damgasını vuran bir diğer gelişme ise, Nisan ayında belirlenen ve 5 Mayıs 2001 tarihinde Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren 1211 Sayılı T.C. Merkez Bankası Kanunu’nda yapılan reform denebilecek değişiklikleri kapsayan 4651 sayılı T.C. Merkez Bankası Kanunu’dur. Bu Kanun, T.C. Merkez Bankası’nın temel amacının açık ve net bir şekilde “fiyat istikrarını sağlamak” olarak belirlenmesini sağlamış, Merkez Bankası’na araç bağımsızlığını kazandırmış ve Banka bünyesinde bir Para Politikası Kurulu’nun oluşturulmasını gerekli kılmıştır.

4651 sayılı söz konusu Kanunla, ayrıca, T.C. Merkez Bankası’nın finansal piyasalar üzerindeki etkinliğini önemli ölçüde kısıtlayan Hazine’ye kredi açma ve avans verme işlemi yasaklanmıştır. Bu sayede o güne dek mali politika kararlarına bağımlı kalan Merkez Bankası para politikalarının, daha çok kısa dönemli olup, günü kurtarmaya yönelik olarak alınan ve bu bağlamda genellikle fiyat istikrarının sağlanması hedefi ile çelişen hükümet kararlarının aleyhine dahi olsa uygulanabilirliği sağlanmıştır.

Ekonomik programın kararlılıkla uygulanması ve öngörülen reformların zamanında yapılması, IMF’ye sunulan Niyet Mektuplarında belirtilen hedeflerin tutturulması gibi etkenlerle, serbest kalan IMF kredisi ise 2001 yılı için belirtilmesi gereken, piyasaları etkileyen diğer önemli gelişmelerdendir.

IMF tarafından sağlanan söz konusu kredinin zamanlaması ve kullanım biçimi TCMB Bilançosunu çok yönlü etkileyen önemli faktörlerden birisi olmuştur. Bu dış kredinin, Hazine’nin iç finansman ihtiyacı için kullanılan kısmı Net İç Varlıklar (NİV) hesabını artırmış, bu artışın döviz satışı yoluyla giderilemeyen kısmı Bilançonun pasif büyüklüğü olan Para Tabanı (PT) kaleminde artışa neden olmuştur. Ayrıca, bu kredinin Hazine’nin iç borç ödemeleri amacıyla kullanılmasının yarattığı likidite fazlasının çekilmesi için döviz işlemleri gerçekleştirilmiş ve dolayısıyla Net Uluslararası Rezervler (NUR) kalemi etkilenmiştir.

⁵ Detaylı bilgi için bkz. Yıllık Rapor 2001, s. 118-120 ve Para Politikası Raporu Kasım 2001, s.33.

3.1.2. Para politikası uygulamaları

2001 yılında uygulanan para politikası uygulaması, para politikasının genel çerçevesi ve bu politikanın Merkez Bankası Bilançosunda yaptığı etkiler olarak iki alt bölümde incelenebilir.

3.1.2.1. Para politikası genel çerçevesi

2001 yılı gelişmeleri Şubat öncesi ve sonrası olarak değerlendirildiğinde, uygulanan para politikasının da aynı doğrultuda incelenmesi uygun olmaktadır.

Bu bağlamda öncelikle 2001 yılı Şubat ayı öncesine hakim olan 2000 yılı döviz kuruna dayalı enflasyonu düşürme programı çerçevesinde belirlenen para politikasına değinmek yerinde olacaktır.

Söz konusu para politikası 2000 yılı Kasım ayına kadar kur sepetinin önceden açıklanan hedef değerleriyle uyumlu olarak, Merkez Bankası Bilançosu kalemlerine sınırlar getiren kurallara dayalı şekilde yürütülmüştür. 2000 yılının sonunda, 2001 yılında uygulanacak para ve kur politikası açıklanmış ve döviz kuru politikasının kriz öncesi dönemde belirlenen çerçevede yürütüleceği, Ocak-Haziran dönemi için günlük olarak kamuoyuna açıklanan döviz kuru sepeti ve Temmuz ayı başından itibaren ise döviz kuru sepeti çerçevesinde kademeli olarak genişleyen band sisteminin aynen uygulanacağı kamuoyuna duyurulmuştur.

Para politikasının 2000 yılındaki genel ilkeleri korunurken, Net İç Varlıklar ve Net Uluslararası Rezervler kalemleri için yeni hedefler belirlenmiş, Net İç Varlıklar ile ilgili daha evvel uygulanan (+/-) % 5 koridoru kaldırılmıştır. Ayrıca, yılın ikinci yarısında band sistemi uygulaması ile Merkez Bankası'nın faiz politikasında belirli bir esnekliğe kavuşturulacağı ve para politikasını daha aktif ve etkin kullanacağı açıklanmıştır (TCMB, 2001a: 2).

Ocak ayında Merkez Bankası rezervlerinde görülen hızlı artış sonrasında revize edilen Net İç Varlıklar ve Net Uluslararası Rezervler kalemlerine ilişkin yaklaşım, Şubat krizi sonrasında uygulanan dalgalı döviz kuruna dayalı para politikası stratejileri doğrultusunda yepyeni bir anlam kazanmıştır.

Bu çerçevede bir yandan parasal hedefleme benzeri bir uygulama⁶ yürütülürken, diğer yandan da Merkez Bankası Bilanço kalemlerine sınırlama getirme yöntemi kullanılmıştır. Bu bağlamda, Net İç Varlıklar kalemi için tavan, net Uluslararası Rezervler kalemi için taban değerler getirilmiş ve bunlar performans kriterleri olarak belirlenmiştir. Döviz kuru çapasının ortadan kalkması ile birlikte, Para Tabanı da ara hedef ve nominal çapa olarak belirlenmiş ve bu büyüklüğe gösterge niteliğinde dönemsel tavanlar getirilmiştir.

2001 yılı para politikası çerçevesinde, parasallaşmaya gidilmeyeceğinin bir göstergesi ve devalüasyonun enflasyonist etkilerinin sınırlandırılacağına işaret eden olarak, nominal çapa olarak belirlenen Para Tabanının öngörülen enflasyon ve büyüme oranı çerçevesinde artırılması benimsenmiştir (TCMB, 2001a: 4).

Yine bu program çerçevesinde, Merkez Bankası'nın araç bağımsızlığına kavuşması ve koşulların oluşması ile birlikte doğrudan enflasyon hedeflemesine geçilebileceği kamuoyuna duyurulmuştur. Ancak gerekli koşulların istenen seviyede oluşmaması nedeniyle örtük enflasyon hedeflemesi politikası uygulanmıştır.

2001 yılında enflasyon hedeflemesine geçilememesine neden olan üç önemli unsur vardır. Bunlar;

- Ekonomik birimlerin davranışlarında hakim olan geçmiş dönem enflasyonuna dayalı fiyatlama alışkanlığı,
- Döviz kuru artış hızı ile enflasyon oranı arasındaki ilişkinin kuvvetli olması,
- İç borçların sürdürülebilirliğine ilişkin yaygın olan şüpheler olarak özetlenebilir.

2001 yılı temel para politikası aracı kısa vadeli faiz oranları olmuştur. Enflasyonist baskıları gidermek için aktif olarak kullanılan bu oranlar, daha çok, Bankalararası Para Piyasası TL depo işlemleri ve Açık Piyasa işlemleri çerçevesinde İMKB Repo-Ters Repo Pazarında yapılan işlemler aracılığıyla belirlenmiştir.

⁶ Merkez Bankası Bilançosu hedeflemesi klasik IMF programlarında sıkça kullanılan bir ara hedefleme biçimidir. Bu uygulamada, NUR'a taban, NİV'e tavan hedefler konulur ve bu hedefler performans kriteri olarak belirlenir. PT'ye de gösterge tavan değeri konularak uygulama desteklenir. Buradaki PT gösterge hedefi bir nevi parasal hedefleme olarak kabul edilmektedir (Önder, 2005: 41)

3.1.2.2. Merkez Bankası Bilançosundaki etkileri

T.C. Merkez Bankası'nın, 15 Mayıs 2001 tarihinde açıkladığı 2001 yılı Para programı çerçevesinde performans kriterleri ve gösterge değer olarak belirlediği Bilanço kalemlerinin hangi finansal hareketlerden ne şekilde etkilendiği, kendilerini oluşturan alt kalemler bilindiğinde daha net olarak anlaşılacaktır.

Bu bağlamda, Para Tabanı, Net İç Varlıklar ve Net Uluslararası Rezervler kalemlerinin hangi alt kalemlerden oluştuğu aşağıda belirtilmektedir:

Para Tabanı = Emisyon + TL Zorunlu Karşılıklar + Serbest Tevdiat

Net Uluslararası Rezervler = Brüt Döviz Rezervleri - Brüt Uluslararası Yükümlülükler + Net Vadeli (Forward) İşlemler

Bu formülde yer alan Brüt Uluslararası Yükümlülükler kalemi Bankaların Döviz Mevduatı, IMF ve Diğer Yükümlülüklerin toplamından oluşmakta olup, buradaki Diğer Yükümlülükler kalemi ise Döviz Alacaklıları ile Akreditif Bedelleri, Kısa Vadeli Dış Krediler ve 1 yıl vadeli Dresdner Hesaplarının toplanması sonucu bulunmaktadır.

Net İç Varlıklar = Hazine Borçları + Kamunun TL Mevduatı + Döviz olarak Takip Olunan Mevduat + Fonlar + Banka Dışı Kesimin Mevduatı + Bankacılık Sektörüne Açılan Nakit Krediler + Açık Piyasa İşlemleri + Diğer Kalemler + Değerleme Hesabı + IMF Acil Yardım Takip Hesabı (Hazine) + Bankalara Verilen Depolar (TCMB)

Ancak, Net İç Varlıklar kaleminin program tanımı farklı olup, 2001 yılı için yukarıdaki formülle bulunan Net İç Varlıklar değerinden, değerlendirme hesabının ve 2000 yılı değerlendirme hesabından Hazine'ye ödenen miktarın çıkarılması ile bulunmaktadır. 2002-2005 dönemi için ise program tanımlı Net İç Varlıklar kalemi Hazine'nin IMF Yükümlülüğü ve Hazine'nin 1 yıldan Kısa Vadeli Döviz Yükümlülüğünün toplanması ile elde edilen değer olarak tespit edilmiştir.

2001 yılında uygulanan para politikası çerçevesinde, IMF'ye verilen Niyet Mektuplarında belirlenen Net İç Varlıklar, Net Uluslararası Rezervler ve Para Tabanına ilişkin tavan ve taban değerler büyük oranda tutturulmuştur (Tablo 3.1).

Tablo 3.1: 2001 Yılı Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri

	Parasal Taban Üst Limit (Trilyon TL)			Net İç Varlıklar Üst Limit (Trilyon TL)			Net Uluslararası Rezerv Seviyesi (Milyon Dolar)		
	Hedef ¹	Hedef ²	Ger. ³	Hedef ¹	Hedef ²	Ger.	Hedef ¹	Hedef ⁴	Ger.
30 Nisan 2001	-	-	5.850	-	-	6.739	-	-	
31 Mayıs 2001	5.900	-	5.815	9.750	-	7.942	-1.500	-	-837
30 Haziran 2001	6.050	-	6.247	13.250	-	12.943	-2.900	-	-3.059
31 Ağustos 2001	6.300	7.175	6.748	15.850	17.250	16.437	-2.000	-2.500	-1.370
31 Ekim 2001	6.800	7.550	7.140	19.500	21.150	17.933	-2.600	-3.250	-304
31 Aralık 2001	7.300	7.750	7.642	21.000	22.400	19.493	-600	-3.546 ⁵	-1.730

Kaynak: TCMB 2001 Yıllık Raporu.

(1) Mayıs 2001 tarihli Niyet Mektubu

(2) Temmuz 2001 tarihli Niyet Mektubu

(3) gerçekleşme

(4) Bir önceki limite göre kullanılmayan miktar veya cari dönemdeki limit değerinin % 25'i kadar (hangi değer daha küçükse) artırılmıştır.

(5) Eylül-Ekim döneminde kullanılmayan miktarın tamamı Kasım-Aralık dönemine aktarılmıştır.

2001 yılında, Şubat krizinden sonra, belirlenen söz konusu performans kriterleri ve gösterge değerlerini etkileyerek, Merkez Bankası Bilançosundaki gelişmeleri belirleyen en önemli olgulardan birisi, Kamu ve TMSF bankalarına ilişkin yürütülen operasyon iken; diğeri IMF tarafından sağlanan dış finansmanın TCMB kanalıyla Hazine'ye kullanılması olmuştur.

Bu olguların ve çeşitli finansal faktörlerin etkisiyle Merkez Bankası Bilançosundaki temel büyüklüklerinin 2001 yılı içerisinde göstermiş olduğu değişimler şu şekilde gerçekleşmiştir:

• Net İç Varlıklar (NİV)

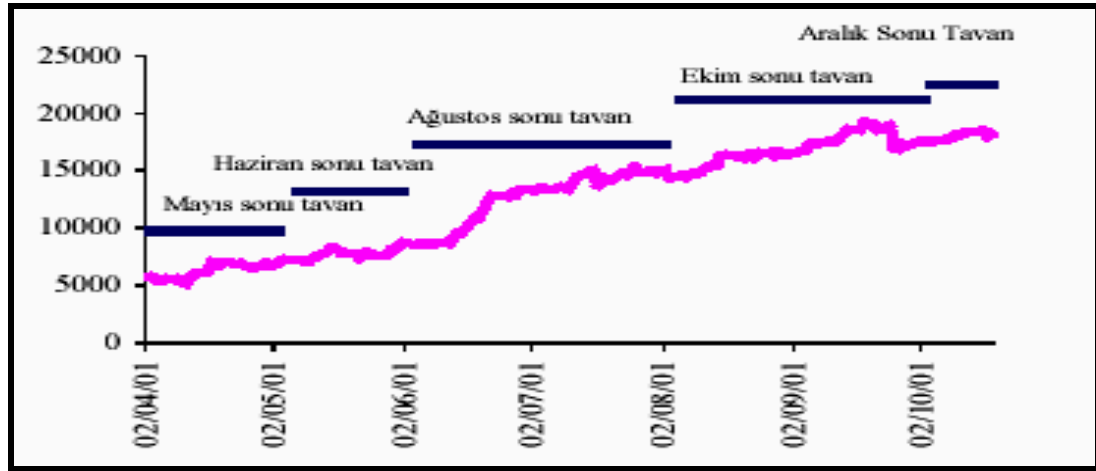
2001 yılında NİV kaleminin içeriği, 4651 sayılı T.C. Merkez Bankası Kanunu ile değiştirilmiştir. Yapılan düzenleme ile Merkez Bankası'na 5 Kasım 2001 tarihine kadar bankacılık operasyonu çerçevesinde birincil piyasalardan Hazine kağıtlarını satın alma imkanı tanınmış, ancak bu tarihten sonrası için bu imkan kaldırılmıştır.

Bu bağlamda, Merkez Bankası Bilançosunda yeni düzenlemeler gerekmiş, NİV hesabı detaylandırılmıştır. Daha evvel Kamuya Açılan Nakit Krediler kalemi altında yer alan Hazine Borçları hesabı, NİV hesabı altındaki bir ana kalem olarak izlenmeye başlanmış ve bu hesap Merkez Bankası Portföyü ve Diğer olarak iki alt kaleme ayrılmıştır. Bu alt kalemlerden Merkez Bankası Portföyü hesabı ise 5 Kasım

2001 Öncesi DİBS ve İkincil Piyasadan Alınan DİBS şeklinde tutulmaya başlanmıştır.

Yeni düzenlemeler sonucu elde edilen NİV kaleminde 2001 yılında aylar itibariyle görülen değişim ve bu değişimin hedef değerlerle uyumu grafik 3.1'de gösterilmektedir.

Grafik 3.1: 2001 yılı Net İç Varlıklar Gelişmeleri (Trilyon TL)



Kaynak: TCMB Para Politikası Raporu Kasım 2001.

Grafiğe bakıldığında, NİV kaleminin 2001 yılı boyunca kesintisiz bir şekilde artış gösterdiği, yalnızca söz konusu artışın belli dönemlerde yavaşladığı belli dönemlerde ise daha kuvvetli olduğu göze çarpmaktadır.

Bilançonun aktifinde yer alan NİV hesabı Ocak ayında bir önceki yılın Aralık ayına göre düşüş göstermiş olmasına rağmen, özellikle Şubat krizi sonrasında sürekli olarak artma eğiliminde bulunmuş, bu eğilim Mayıs ayında daha da kuvvetlenmiş ve sene sonuna kadar devam etmiştir.

NİV kaleminin yılın ilk günlerinde daralma göstermesinin en önemli nedeni, 2000 yılında piyasalara verilen likiditenin çekilmesi sonucunda, APİ hacminde görülen düşüştür.

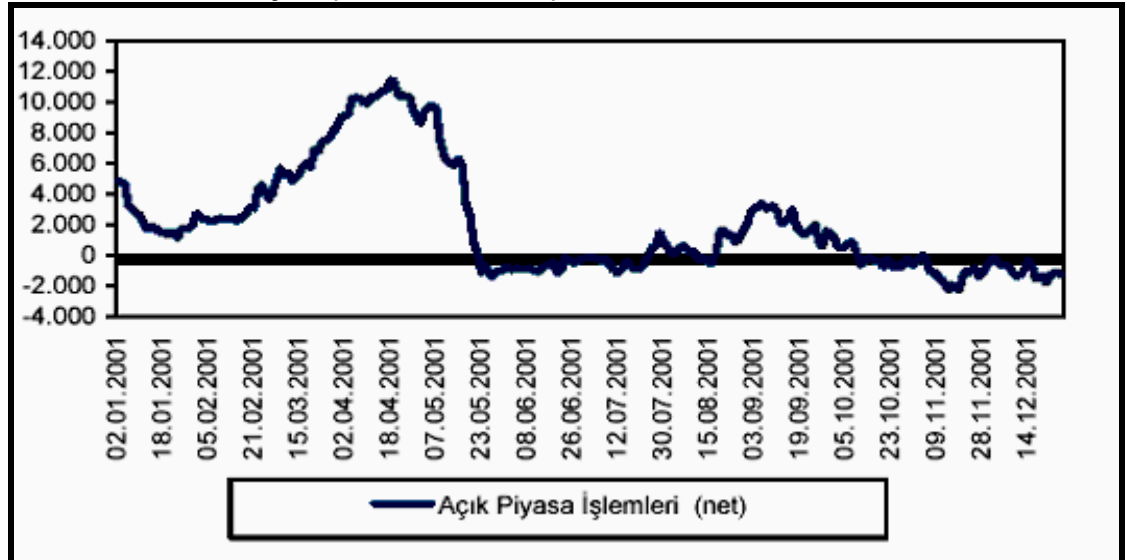
NİV, Şubat krizini takiben Merkez Bankası'nın likidite sıkıntısı içerisinde bulunan piyasaları fonlaması nedeniyle tekrar artma eğilimine girmiştir. Ayrıca, bu dönemde Merkez Bankası, bankalarla yabancı para cinsinden yükümlülüklerini yerine getirebilmelerini sağlamak için döviz depo işlemleri yapmış ve bu işlemler

2 Mayıs 2001 tarihine kadar sürdürülmüş, söz konusu tarih itibariyle sona erdirilmiştir.

Piyasalara likidite verilmesi ve döviz depo işlemlerinin yapılması Mayıs ayına kadar NİV hesabında görülen artışın kaynağını oluşturmuştur. Ancak, Mayıs ayı ile birlikte bu artışın kaynağı değişmiş, Kamu ve TMSF bünyesindeki bankaların gecelik borçlanma ihtiyaçlarının piyasalarda yarattığı baskıyı gidermek amacıyla yapılan bankacılık operasyonu işlemlerinin etkileri en önemli artış nedenini oluşturmuştur.

Bu operasyon ile Hazine tarafından ihraç edilen DİBS'lerin Merkez Bankası tarafından kesin alımı yapılmış ve bu işlem NİV'in en önemli alt kalemlerinden birisi olan APİ hesabında hızlı bir düşüğe ve Hazine borçları hesabında bir artışa neden olmuştur. APİ Temmuz ayının sonlarına kadar eksi değerler almış, ağustos ayı ortalarında Merkez Bankası'nın piyasayı fonlar hale gelmesi ile artı değerler göstermeye başlamıştır. Ancak Eylül sonrasında bankaların Merkez Bankası'nın sağlamış olduğu ek likidite ihtiyacını kullanmamaları nedeniyle yeniden negatif değerler almıştır (Grafik 3.2).

Grafik 3.2: 2001 Yılı Açık Piyasa İşlemleri (Trilyon TL)



Kaynak: TCMB 2001 Yıllık Raporu.

Mayıs ayında NİV hesabında görülen hızlı artışın arkasında APİ ve Kamuya Açılan Nakit Krediler hesaplarındaki söz konusu artış yatarken, diğer aylarda APİ hesabında görülen düşüş çeşitli faktörler yüzünden direkt olarak NİV hesabına

yansımamıştır. Bu faktörlerin başında IMF tarafından sağlanan dış finansman yer almaktadır. Bu kredinin Merkez Bankası kanalıyla Hazine tarafından iç finansman ihtiyacı için kullanılan kısmı NİV hesabını artırmıştır.

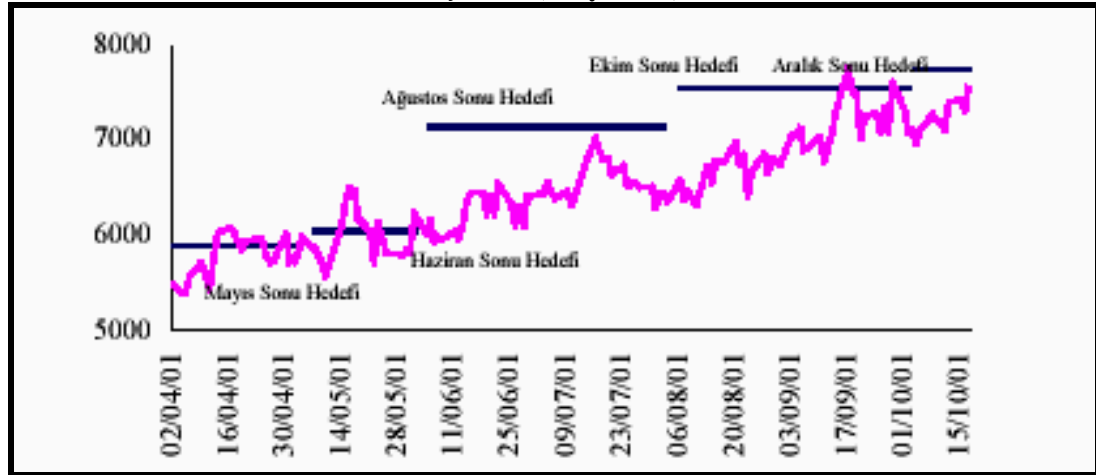
2001 yılı başında NİV hesabı toplam Bilanço büyüklüğünün % 34'ünü oluşturmakta iken, yıl içerisindeki gelişmeler sonucunda, Ekim ayı sonu itibariyle bu oran % 247'ye yükselmiştir (TCMB, 2001a: 30).

• Para Tabanı (PT)

Merkez Bankası Bilançosunun pasif büyüklüğünü oluşturan Para Tabanında 2001 yılında aylar itibariyle görülen değişim grafik 3.3'de gösterilmektedir.

Para Tabanının ay ortalamaları itibariyle gösterdiği değerler dikkate alınarak çizilen bu grafikten de açıkça görüleceği üzere, Mart ayındaki hızlı çıkış ve Ekim-Kasım aylarındaki durgunluk dışında para tabanında yıl boyunca genel olarak artış eğilimi hakimdir.

Grafik 3.3: 2001 Yılı Para Tabanı Gelişmeleri (Trilyon TL)



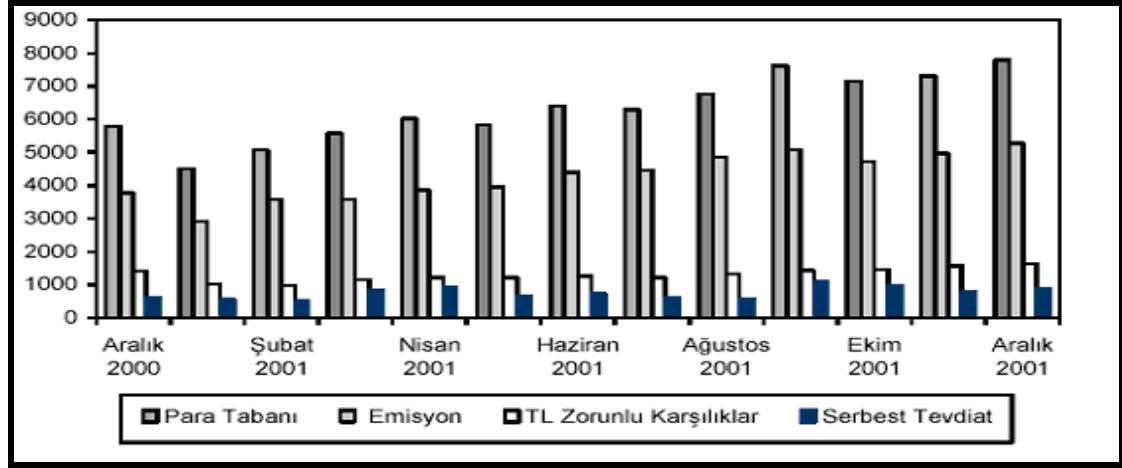
Kaynak: TCMB Para Politikası Raporu Kasım 2001.

Para Tabanını oluşturan Emisyon, TL Zorunlu Karşılıklar ve Serbest Tevdiat hesapları dikkate alındığında söz konusu artış eğilimi ve nedenleri şu şekilde açıklanabilir:

Grafik 3.3'de yer almadığı halde burada belirtilmesi gereken bir nokta, para tabanında 2001 yılı Ocak ayında önceki yılın Aralık ayına göre % 22 oranında gerileme kaydedilmiş olmasıdır (TCMB, 2001b: 77). Bunun sebebi ise, 2000 Aralık ayı sonundaki uzun bayram ve yılbaşı tatilinin etkisiyle emisyon hacminin artmasına

rağmen, zorunlu karşılık oranlarında yapılan düzenlemeler⁷ ile 2 puanlık indirim yapıldığından TL Zorunlu Karşılıklar alt kaleminin düşmüş olmasıdır. Bunun dışında yıl içerisinde ocak ayını takip eden aylarda genel olarak artış gözlemlenmiştir (Grafik 3.4).

Grafik 3.4: 2001 Yılı Para Tabanı ve Alt Kalemleri (Trilyon TL)



Kaynak: TCMB Para Politikası Raporu Kasım 2001.

Eylül ayına kadar süren söz konusu artış eğiliminin nedenleri arasında, Şubat krizi sonrasında ödeme sistemlerinde sorunlar yaşanması ve finansal piyasalara karşı güvenin sarsılmasıyla nakit talebinde meydana gelen artışın yanı sıra, yıl içerisinde kamu mallarına yapılan yüksek oranlı zamların etkisiyle yükselen enflasyonun, nakit talebinin artmasına katkıda bulunması ve özellikle yıl sonuna doğru TMSF bünyesindeki bankaların mevduatlarının özel bankalara satılması uygulaması ile zorunlu karşılık tutarlarında yükselmenin görülmesi yer almaktadır. Ayrıca, özellikle 2001 yılının ikinci yarısında, IMF tarafından sağlanan dış kredinin yol açtığı NİV hesabı artışının döviz satışı yoluyla giderilemeyen kısmı da Para Tabanındaki artışın nedenlerinden birisini oluşturmaktadır.

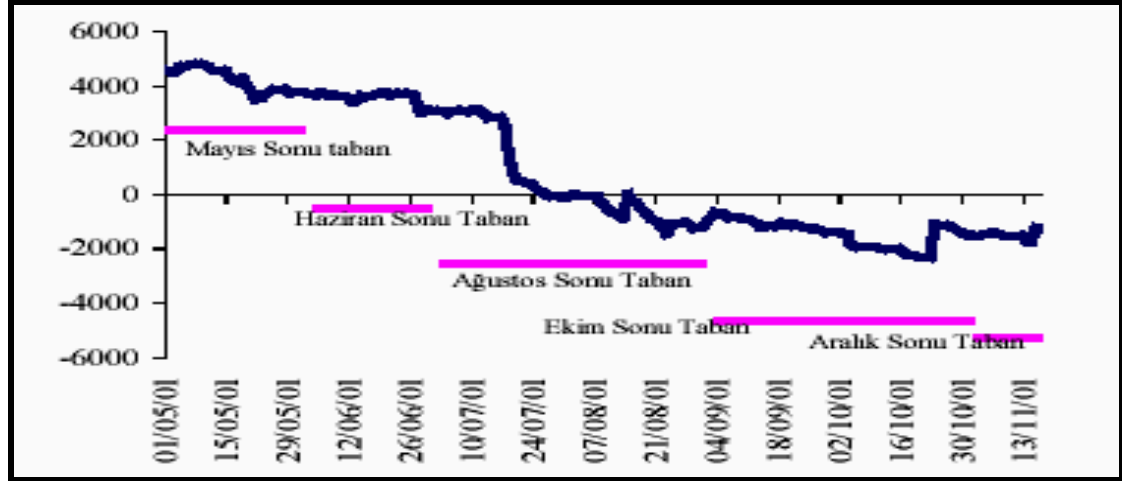
Bu dönem içerisinde Mart ayında görülen sıçramanın nedeni kurban bayramı tatili nedeniyle bu ayda emisyon hacminde görülen artış olarak değerlendirilmektedir (TCMB, 2001b: 78). Para Tabanı bunun dışında, Ekim ve Kasım aylarında fazla değişim göstermemiş, ancak Aralık ayında gelen bayram ve yılbaşı tatilinin etkisiyle yeniden yükselmiştir.

⁷ TL zorunlu karşılık oranlarına ilişkin düzenleme 2000 yılının sonunda yapılmış, ancak 12 Ocak 2001 tarihinde yürürlüğe girmiştir.

• Net Uluslararası Rezervler (NUR)

Net Uluslararası Rezervler kaleminin 2001 yılı gerçekleştirmeleri ve hedefle uyumunun gösterildiği grafik 3.5 aşağıda yer almaktadır.

Grafik 3.5: 2001 Yılı Net Uluslararası Rezervler Gelişmeleri (Milyon ABD Doları)



Kaynak: TCMB Para Politikası Raporu Kasım 2001.

NUR'un aylık periyotlar itibariyle gösterdiği değerler dikkate alınarak yapılan bu grafiğe göz atıldığında, bu kaleminin yıl boyunca sürekli bir düşüş gösterdiği, söz konusu düşüşün hızının belirli dönemlerde azalma belirli dönemlerde ise artma eğiliminde olduğu görülmektedir. NDV hesabının 2001 yılı içerisinde sürekli olarak azalmasının ardında yatan 3 temel faktör vardır. Bunlar, uygulanan kur politikası çerçevesinde alınan kararlar gereğince yapılan işlemler, IMF kredilerinin kullanım tarzı ve bankaların Bankalararası Döviz Piyasası üzerinden gerçekleştirdikleri döviz depoları olarak özetlenebilir.

Şubat krizi ile başlayan yeni dönemde, 22 Şubat tarihinde yapılan bir basın açıklaması ile dalgalı kur rejimine geçildiği açıklanmış ve bundan sonra döviz piyasalarına ancak, aşırı ve geçici nitelikteki dalgalanmaları azaltmak amacıyla müdahale edileceği ve yalnızca döviz rezervlerini artırmak ya da azaltmak amacıyla önceden açıklanan bir program çerçevesinde döviz alım satımlarının yapılacağı kamuoyuna duyurulmuştur.

Bu yeni dönemde Merkez Bankası döviz ve efektif piyasalarındaki müdahalelerini azaltarak, Ağustos ayında asgariye indirmiştir (TCMB, 2001a: 31).

Bu bağlamda gerçekleştirilen döviz işlemleri, genelde döviz kurundaki aşırı yükselme eğilimlerine karşı yapıldığı için döviz satımı şeklinde gerçekleşerek NUR kalemini azaltıcı etki yapmıştır.

Mayıs ayında uygulamaya konulan güçlü ekonomiye geçiş programı çerçevesinde döviz satışları, IMF kredilerinin Hazine tarafından iç finansman amaçlı kullanılmasının sonucunda oluşan fazla likiditeyi çekmek amacına yönelmiştir. Bu %n, 2001 yılında gerçekleştirilen Merkez Bankası döviz işlemlerinin önemli bir kısmı bu amaçla yapılmış ve IMF kredilerinden elde edilen dövizin bu amaçla kullanılması NUR hesabını azaltıcı bir etken olmuştur. Ayrıca, IMF kredilerinin Hazine'nin dış borç servisi ve anapara ödemelerinde kullanılması da söz konusu dönem boyunca bu hesabı doğrudan azaltan bir işlem olmuştur.

NUR hesabını etkileyen bir diğer işlem de bankaların bankalararası döviz piyasasında aralarında gerçekleştirdikleri döviz depoları olmuştur. Bu işlemler, Merkez Bankası'nın teminatı altında gerçekleştiğinden, Bilançoda Merkez Bankası yükümlülüğü altında yer almaktadır.

Özetle; 2001 yılındaki para politikaları ve Bilançodaki yansımalarına bakılarak, 2001 yılında güçlü ekonomiye geçiş programının öngördüğü sıkı maliye, gelir ve para politikalarının kararlılıkla uygulandığını, yine bu programın amaçlarına ulaşılması yolunda önemli adımların atıldığını, dalgalı kur rejimi ile uyumlu bir para politikası uygulanması ile öngörülen Merkez Bankası Bilanço değerlerine ulaşıldığını ve bu sayede finansal piyasalarda olumlu yönde çok önemli gelişmeler kaydedildiğini söylemek mümkündür.

3.2. 2002 Yılı Genel Ekonomik Gelişmeleri ve Para Politikası Uygulamaları

3.2.1. Genel ekonomik gelişmeler

2001 yılının Eylül ayına kadar başarıyla sürdürülen güçlü ekonomiye geçiş programı 2002 yılının başında 2002-2004 yıllarını kapsayacak şekilde revize edilmiştir.

Bu revizyonun gerekçeleri arasında, 11 Eylül 2001 tarihinde ABD'ye yönelik olarak yapılan terörist saldırının sonucunda finansal piyasalarda istikrarsızlık gözlemlenmesi ve bunun etkisiyle Hazine'nin ek dış finansman ihtiyacının artması,

enflasyon oranının programda öngörülenin üzerinde gerçekleşmesi gibi etkenler yer almaktadır.

Söz konusu revizyon ile ekonominin ani şoklara karşı dayanıklılığının artırılması ve olası krizlere karşı kırılganlığının azaltılması yönünde çalışmaların yapılması programın temel ilkeleri olarak belirlenmiştir. Bu program ile dalgalı döviz kuru rejimine devam edileceği ve enflasyonda önemli bir düşüş sağlamak için 2003 yılında enflasyon hedeflemesine geçilebileceği açıklanmış, 2001 yılında başlanan bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması çalışmalarına hız verileceği ve sağlıklı bir kamu borç pozisyonunun sağlanacağı taahhüt edilmiştir (TCMB, 2002a:14).

2002 yılı Ocak-Nisan döneminde uygulanmakta olan ekonomik programın kararlılıkla sürdürülmesi ve bu programın IMF tarafından ek kaynak verilerek desteklenmesi ile ekonomik birimlerin programa olan güveni artmış ve iç borcun sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıların azalması ile piyasalarda olumlu gelişmeler yaşanmıştır.

Ancak, Mayıs-Ağustos aylarında yaşanan olumsuz siyasi gelişmelere bağlı olarak erken genel seçimlerin gündeme gelmesi ve Avrupa Birliği (AB)'ne katılım sürecinde çok önemli bir adım olan Uyum Yasalarının kabulü konusunda çıkan anlaşmazlıklar nedeniyle yılın ilk aylarında görülen olumlu hava bozulmuş, piyasalarda huzursuzluk baş göstermiştir. Bunun etkisiyle, piyasalarda dalgalanmalar yaşanmış, yılın ilk dört ayında enflasyon oranında sağlanan gerileme yavaşlamıştır.

Ağustos ayında erken genel seçim tarihinin belirlenmesi ve AB Uyum Yasaları'nın kabul edilmesi ve yürütülen ekonomik programın genel seçimlerden sonra da kararlılıkla sürdürüleceğine dair güvenin sağlanması ile piyasalardaki siyasi belirsizlik kaygıları azalmış ve Kasım ayında genel seçimlerin yapılması ile büyük oranda ortadan kalkmıştır.

2002 yılı para politikasının değerlendirmesinde dikkate alınması gereken önemli unsurlardan birisi bu anlamda siyasi belirsizliğin etkileri iken, 2002 yılı boyunca devam eden ve 2001 Şubat krizi sonrasında uygulamaya konulan Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı çerçevesinde Merkez Bankası'nın Kamu ve

TMSF bünyesindeki bankalardan DİBS satın almasından kaynaklanan yüksek miktardaki likidite fazlasının etkileri bir diğer unsuru teşkil etmektedir.

Yukarıda anlatılan ekonomik ve siyasi faktörlerin yanı sıra, 2002 yılı Merkez Bankası Bilanço kalemlerini etkileyen bir takım yapısal düzenlemeler de mevcuttur. Bu düzenlemelerin başında, 2002 yılında, Merkez Bankası'nın nihai hedefi olan fiyat istikrarı ile tutarlı bir enflasyon hedeflemesi politikasına hazırlık olarak para politikası operasyonel yapısında gerçekleştirilen önemli değişiklikler yer almaktadır. Söz konusu değişiklikler maddeler halinde aşağıda belirtilmektedir:

➤ Vadeli döviz işlemleri piyasalarının oluşturulması için başlatılan çalışmalar çerçevesinde 1 Ağustos 2002 tarihinden itibaren, Merkez Bankası'nın da katkısıyla, Türkiye Bankalar Birliği (TBB) tarafından Türk Lirası referans faiz oranı (TRLIBOR) uygulaması başlatılmıştır.

➤ 2 Eylül 2002 tarihinden itibaren uygulamaya konulan Piyasa Yapıcılığı sistemi çerçevesinde, Merkez Bankası'nca, sistemin desteklenmesi amacıyla piyasa yapıcısı bankalara Açık Piyasa işlemleri kanalıyla sınırlı ve koşullu olarak Türk Lirası likidite imkanı tanınmıştır.

➤ Merkez Bankası, Bankalararası Para Piyasası ile Döviz ve Efektif Piyasalarındaki aracılık işlemlerinden 2 Aralık 2002 tarihine kadar sona erecek şekilde kademeli olarak çekilme kararı almıştır.

T.C Merkez Bankası söz konusu piyasalardan, döviz piyasasının derinliğini artırmak, risk algılamalarını doğru şekilde yansıtabilecek fiyatlama mekanizmaları oluşturmak ve bu piyasalarda gerçekleştirilen işlemlerin TCMB taraflı işlemler olarak algılanmasını önleyerek piyasalara para ve kur politikalarına ilişkin yanıtıcı sinyaller verilmesini engellemek amacı ile çekilmiştir.

Para politikası operasyonel yapısındaki bu çok önemli düzenlemelerin yanısıra, Hazine'nin IMF kredilerini kullanarak TMSF kapsamındaki bankalara daha önce ihraç etmiş olduğu DİBS'leri erken itfa etmesi, Merkez Bankası ve Hazine arasında Mayıs ayında dönem kârının aktarılmasına ilişkin yapılan protokol, zorunlu karşılık ve disponibilitate uygulamasına ilişkin yeni düzenlemeler ve Merkez Bankası

finansal raporlamalarının uluslararası muhasebe standartlarına uyumu kapsamında Bilançoda yapılan değişiklikler de dikkate alınması gereken önemli gelişmelerdir.

3.2.2. 2002 Para Politikası uygulamaları

3.2.2.1. Para politikası genel çerçevesi

Merkez Bankası, programda geçilebileceği öngörülen, nihai hedefi olan fiyat istikrarı ile tutarlı bir enflasyon hedeflemesine resmi olarak geçmeden önce “örtük enflasyon hedeflemesi” politikası izleyeceğini çeşitli kanallar ile kamuoyuna duyurmuştur.

Merkez Bankası, örtük enflasyon hedeflemesi uygulaması gereğince, 2002 yılında da temel para politikası aracı olarak belirlediği kısa vadeli faiz oranlarında enflasyonun gelecekte alabileceği değerleri dikkate alarak değişikliğe gidilebileceğini belirtmiştir.

Bunun dışında, 2001 yılında olduğu gibi 2002 yılında da, makroekonomik hedeflerle uyumlu bir parasal genişleme sağlamak ve ekonomik birimlerin beklentilerini şekillendirmek amacıyla parasal hedefleme politikası uygulanmıştır. Bu doğrultuda, 2001 yılında gösterge niteliğinde ele alınan Para Tabanı hedefin etkinliğini artırmak amacıyla performans kriteri olarak izlenmeye başlanmıştır. Ayrıca, Net Uluslararası Rezervler kalemi diğer bir performans kriteri olarak aldığı taban değerler itibariyle takip edilmiştir. Önceki yıl performans kriteri olarak değerlendirilen Net İç Varlıklar hesabının ise 2002 yılında gösterge niteliğinde izlenilmesine karar verilmiştir.

3.2.2.2. Merkez Bankası Bilançosundaki etkileri

2002 yılında, 18 Ocak ve 30 Temmuz 2002 tarihli Niyet Mektuplarıyla belirlenen Para Tabanı, Net İç Varlıklar ve Net Uluslararası Rezervler kalemlerine ilişkin hedef değerlere ulaşılmıştır (Tablo 3.2).

Tablo 3.2: 2002 Yılı Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri

	Parasal Taban Üst Limit (Trilyon TL)		Net İç Varlıklar Üst Limit (Trilyon TL)		Net Uluslararası Rezerv Seviyesi (Milyon Dolar)	
	Hedef ¹	Ger.	Hedef ¹	Ger.	Hedef ¹	Ger.
28 Şubat 2002 ²	8.250 ^P	7.823	26.100 ^G	24.318	-6.500 ^P	-4.907
30 Nisan 2002	8.900 ^P	8.680	27.700 ^G	25.197	-7.200 ^P	-4.926
30 Haziran 2002	9.089 ^{P3}	9.009	28.739 ^G	26.374	-7.800 ^P	-5.755
30 Eylül 2002	10.600 ^P	10.104	31.139 ^G	28.551	-8.500 ^P	-5.889
31 Aralık 2002	10.850 ^P	10.720	33.139 ^G	28.603	-9.700 ^P	-4.614

Kaynak: TCMB 2002 Yıllık Raporu.

(1) Üst sınırlar, söz konusu tarihlerdeki ve bu tarihlerin her biri ile sona eren son beş iş günündeki stokların ortalaması üzerinden hesaplanacaktır.

(2) 28 Şubat 2002 tarihli performans kriteri, bayram tatilinin nakit talebi üzerindeki geçici etkisini hesaba katmak amacıyla, 11-12 Şubat ve 11-12 Mart 2002 tarihlerinin dört iş günü üzerinden hesaplanmıştır.

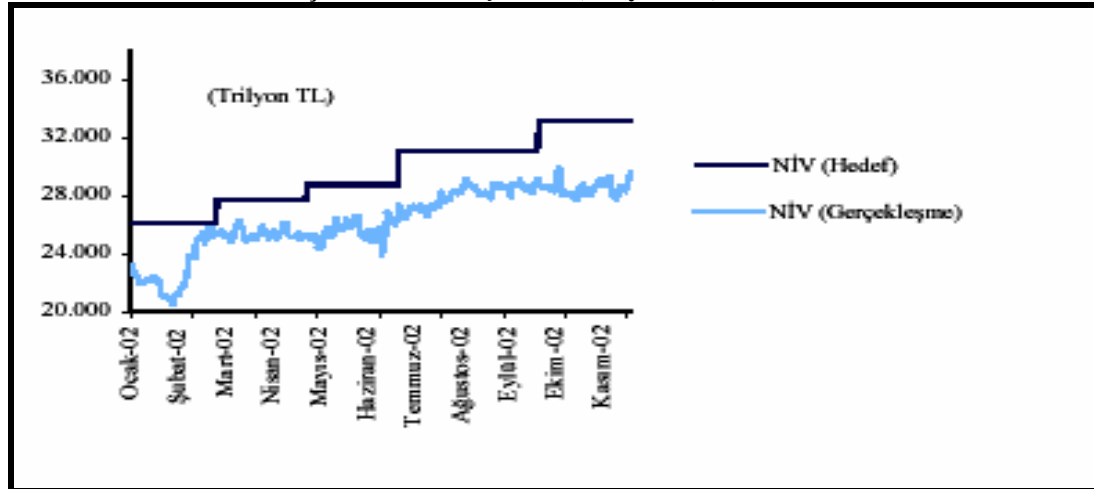
(3) Pamukbank, TMSF'ye devredilmesi nedeniyle TCMB nezdinde tesis etmesi gereken 161 trilyon TL'lık zorunlu karşılık yükümlülüğünden muaf tutulmuştur. Bu nedenle, PT için 18 Ocak 2002 tarihli Niyet Mektubu'nda Haziran sonu için belirlenen 9.250 trilyon TL. üst sınır, 9.089 TL. olarak; NIV için Haziran sonu için belirlenen 28.900 trilyon TL'lık üst sınır 28.739 trilyon TL. olarak düzeltilmiştir.

(P) Performans Kriteri, (G) Gösterge Değer

2002 yılında, belirlenen söz konusu performans kriterleri ve gösterge değerlerini etkileyen olguların etkisiyle Bilançonun temel büyüklüklerinin yıl içerisinde göstermiş olduğu değişimler şu şekilde gerçekleşmiştir:

• Net İç Varlıklar (NİV)

Grafik 3.6'da görüldüğü gibi, Net İç Varlıklar kalemi 2002 yılı Şubat ayında görülen ani düşüş ve Mayıs ayındaki küçük çaplı azalış dışında yıl boyunca belirli bir düzeyde seyretmiş, çok fazla dalgalanmalara maruz kalmamıştır. Söz konusu aylar dışında kalan dönemde Net İç Varlıklar hesabında görülen değişimler, olağan sınırlar içerisinde kalmıştır.

Grafik 3.6: 2002 Yılı Net İç Varlıklar Gelişmeleri (Trilyon TL)

Kaynak: TCMB Para Politikası Raporu Ocak 2003.

Yıl içerisinde NİV kaleminde görülen ilk önemli hareket Şubat ayının ilk haftasında gerçekleşmiştir. 7 Şubat 2002 tarihinde Hazine, IMF tarafından kendisine verilen Stand-by kredilerinin bir kısmı ile TMSF bünyesindeki bankalara daha evvel ihraç etmiş olduğu DİBS'leri erken itfaya tabi tutmuştur. Söz konusu bankalar ise Hazine'den aldıkları likiditenin bir kısmı ile Merkez Bankası'na repo işlemlerinden kaynaklanan borçlarını ödemişlerdir.

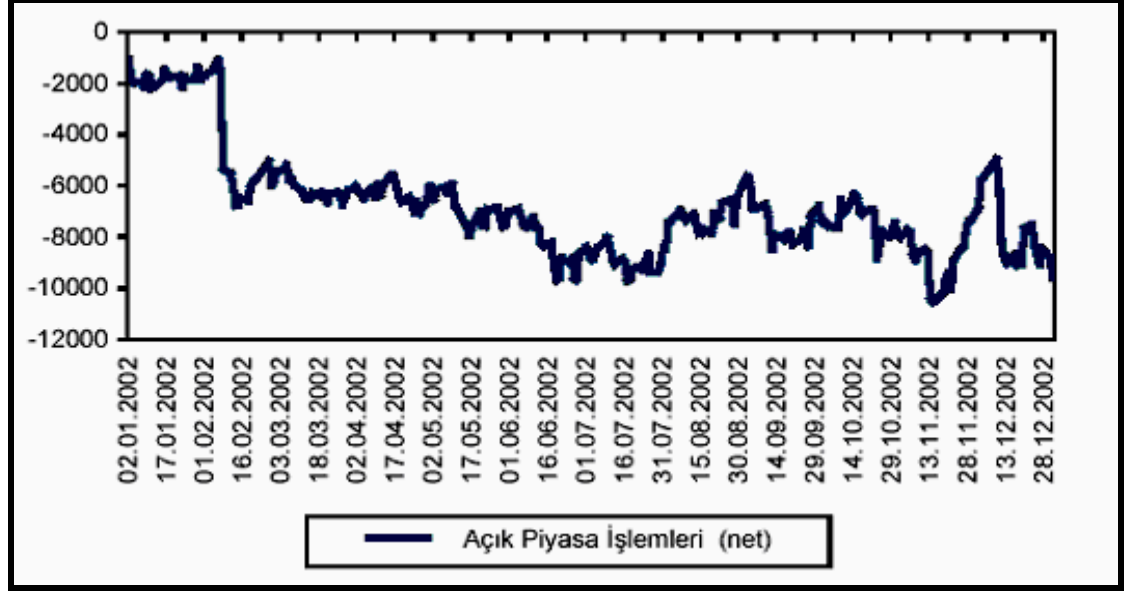
Bu gelişme ile, NİV hesabının altındaki Hazine Borçları , APİ ve Döviz Olarak Takip Olunan Mevduat hesabı etkilenmiştir. Bir yandan Hazine Borçları alt kalemi daralırken, diğer yandan Merkez Bankası'nın repo işlemleri ile yapmış olduğu fonlama tutarının düşmesi nedeniyle APİ hesabında azalma kaydedilmiştir.

Eş zamanlı olarak, büyük ölçüde Hazine dış borçlanmaları ve dış borç ödemelerine bağlı olarak hareket eden Döviz Olarak Takip Olunan Mevduat hesabı, bu tarihte daha önceden alınmış olan IMF kredilerinin geri ödenmesi nedeniyle azalmıştır.

Şubat ayında söz konusu hesaplarda görülen önemli ölçüdeki düşüş paralelinde, bunların toplamından oluşan NİV kaleminde de önemli ölçüde azalma meydana gelmiştir.

Bankalararası Para Piyasası ve Açık Piyasa işlemleri aracılığıyla gerçekleştirilen vadeli işlemlerin takip edildiği APİ kalemi yıl boyunca en çok hareket gösteren hesap olmuştur. Bu hesap, Merkez Bankası'nın 2001 yılında başlattığı bankacılık operasyonu sonrasında piyasada oluşan fazla likiditenin çekilmesi için ters repo işlemlerinin ve Bankalararası Para Piyasasında alım yönlü işlemlerin çok yoğun olarak kullanılması ile NİV kaleminde 2002 yılında görülen değişimlerin temel kaynaklarından birini oluşturmuştur (Grafik 3.7).

Grafik 3.7: 2002 Yılı Açık Piyasa İşlemleri (Trilyon TL)



Kaynak: TCMB 2002 Yıllık Raporu.

NİV hesabı hareketlerinin diğer önemli kaynağı, 10 Mayıs 2002 tarihinde Hazine ile TCMB arasında yapılan kâr payı aktarım protokolü olmuştur. Bu protokol uyarınca, TCMB 2001 yılı dönem kârından Hazine'ye aktarılması gereken tutar, 10 Mayıs 2002 tarihinde daha önce Hazine tarafından TCMB'ye ihraç edilmiş bulunan DİBS'lerin kupon ödemeleri ve ana para itfaları için kullanılmıştır.

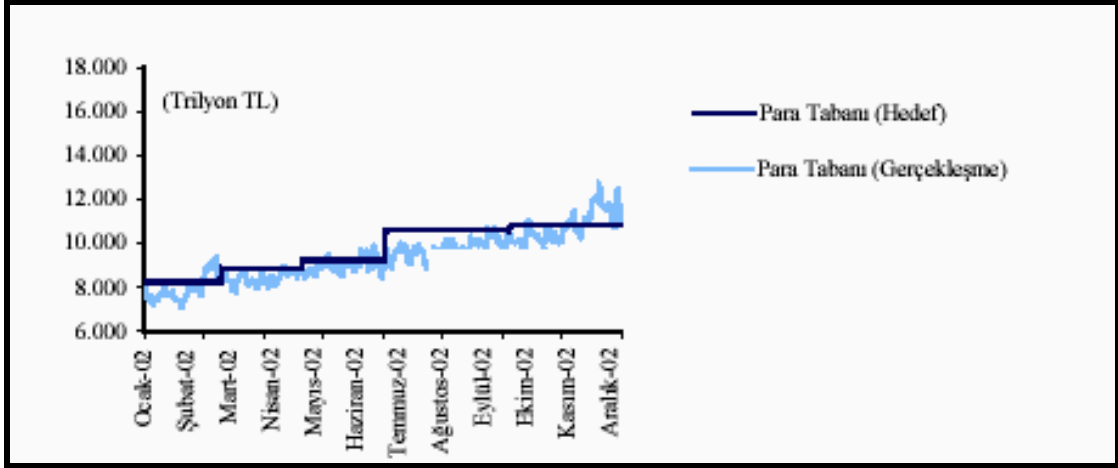
Bu çerçevede, NİV hesabı altında yer alan Hazine Borçları - Menkul Değerler Cüzdanı kaleminde yüksek oranda bir azalma meydana gelmiş, dolayısıyla NİV hesabı da düşme yönlü hareket etmiştir. Ancak bu işlem sonucunda, TCMB'nin Bilançosunun aktifinde yer alan Menkul Değerler Cüzdanında görülen azalmaya karşılık pasifinde yer alan TCMB Kârında azalmıştır. Bu durum ise, NİV kalemi üzerindeki etkinin dengelenmesini sağlamıştır.

Mayıs ayı sonrasında yıl sonuna kadar belirli bir aralıkta seyrettiği gözlemlenen NİV kaleminde bu dönemde görülen küçük çaplı iniş-çıkışlar, daha çok, Hazine'nin borçlanma işlemleri, dönemsel likidite dalgalanmaları ve buna bağlı olarak TCMB tarafından gerçekleştirilen Açık Piyasa İşlemleri ve Bankalararası Para Piyasası işlemlerine bağlanmaktadır (TCMB, 2002a: 81).

• Para Tabanı (PT)

2001 yılında Merkez Bankası Bilançosunun pasif tarafını oluşturan ve performans kriteri olarak izlenen Para Tabanında aylar itibariyle görülen değişim Grafik 3.8’de gösterilmektedir.

Grafik 3.8: 2002 Yılı Para Tabanı Gelişmeleri (Trilyon TL)



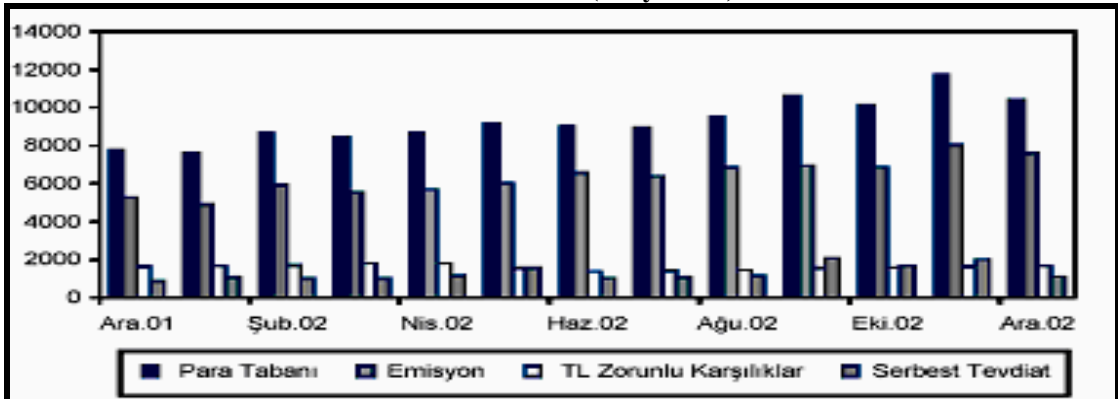
Kaynak: TCMB Para Politikası Raporu Ocak 2003.

Para Tabanının aylar itibariyle gösterdiği değerler dikkate alınarak çizilen bu grafikten görüleceği üzere, Mart ayındaki hızlı çıkış ve Ekim-Kasım aylarındaki durgunluk dışında Para Tabanında yıl boyunca genel olarak artış eğilimi hakimdir.

Para Tabanını oluşturan Emisyon, TL Zorunlu Karşılıklar ve Serbest Tevdiat hesapları dikkate alındığında söz konusu eğilim ve nedenleri şu şekilde açıklanabilir:

Yıl boyunca Para Tabanındaki artışın temel kaynağı olarak nitelendirilebilecek Emisyon kalemi, özellikle yılın sonlarına doğru etkili olmuştur (Grafik 3.9).

Grafik 3.9: 2002 Yılı Para Tabanı ve Alt Kalemleri (Trilyon TL)



Kaynak: TCMB Para Politikası Raporu Ocak 2003.

Mayıs sonrası dönemde Serbest Tevdiat ve TL Zorunlu Karşılıklar kalemlerindeki gelişmeler Para Tabanının dönemsel dalgalanmaları üzerinde oldukça etkili olmakla birlikte, bu kalemlerin Para Tabanının ortalama seviyesi üzerindeki etkileri Emisyon kalemi ile karşılaştırıldığında çok sınırlı kalmıştır.

Haziran-Ekim döneminde yoğun olarak hissedilen bu etki, 10 Mayıs 2002 tarihinden itibaren uygulamaya konulan zorunlu karşılık uygulamasına ilişkin yeni düzenlemeler⁸ sonucu meydana gelmiştir.

Zorunlu karşılık uygulamasında yapılan söz konusu düzenlemeler ile geçici likidite dengesizliklerinin bankacılık sisteminin kendi kaynaklarıyla karşılanmasına daha fazla imkan sağlayarak, daha esnek bir likidite yönetiminin sağlanması hedeflenmiştir. Bu bağlamda yapılan yeni düzenlemeler ile, özetle, zorunlu karşılıklar oranı, mevduat ve diğer yükümlülükler ayrımı yapılmaksızın belirlenmiş, ortalamaya esas alınan kapsam genişletilmiş ve tesis süresi bir haftadan iki haftaya çıkarılmıştır.

Söz konusu düzenlemeler sonucunda, 2002 yılı Mayıs ayı sonrası dönemde Serbest Tevdiat alt kaleminin dalgalanması artmış, TL Zorunlu Karşılıklar alt kaleminin dalgalanması ise sınırlı da olsa bir artış göstermiştir. Bu gelişmelerin Para Tabanına yansımaları ise artış yönünde olmuştur (TCMB, 2003b: 23).

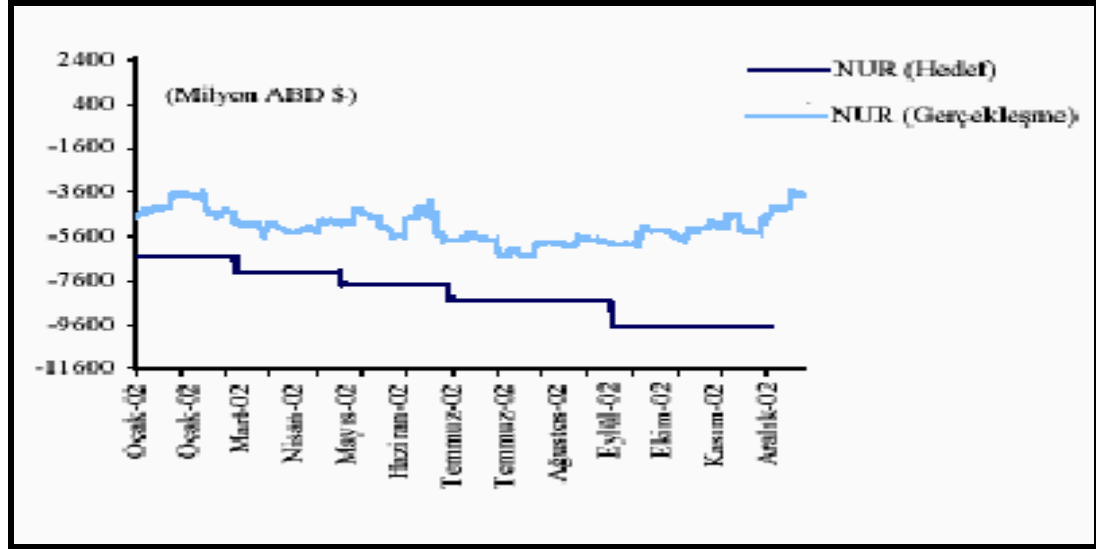
Alt kalemlerinde görülen bu gelişmeler sonucunda, Para Tabanı özellikle 2002 yılının son iki aylık döneminde önemli ölçüde artış göstermiş olmasına rağmen, istikrarlı para politikası uygulamaları sonucunda 2002 yılı için belirlenen hedef değerlere ulaşmada zorluk yaşanmamıştır.

• Net Uluslararası Rezervler (NUR)

Net Uluslararası Rezervler kaleminde 2002 yılında aylar itibarıyla görülen değişim Grafik 3.10 ile gösterilmektedir.

⁸ 1999 yılı sonu itibarıyla % 8 olan TL zorunlu karşılık oranı, getirilen yeni uygulama ile 24 Aralık 1999 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere bankaların bloke hesapta tutacakları miktar için % 6'ya düşürülmüş, kalan yüzde 2'lik kısma ise dispo nibilite olarak, haftalık ortalamalar bazında tutturabilme olanağı getirilmiştir.

2002 Mayıs ayında yapılan son düzenlemeyle serbest tevdiatın dispo nibl değeri olması uygulamasına son verilerek, TL zorunlu karşılık oranı ayırım yapılmaksızın % 6 olarak belirlenmiştir.

Grafik 3.10: 2002 Yılı Net Uluslararası Rezervler Gelişmeleri (Milyon ABD Doları)

Kaynak: TCMB Para Politikası Raporu Ocak 2003.

Grafiğe bakıldığında, NUR kaleminde yıl boyunca sürekli bir artış olduğu, ancak bu artışın hızının dönemler itibariyle değişiklik gösterdiği görülmektedir.

Bu hesabın seyrini anlatmaya geçmeden önce, belirtilmesi gereken bir takım yapısal düzenlemeler mevcuttur. Merkez Bankası Bilançosu Net Dış Varlıklar kompozisyonunda, 31 Mayıs 2002 tarihinde Türkiye'nin IMF'ye üyeliğinden doğan mali ilişkilerin net olarak gösterilebilmesi açısından değişikliğe gidilmiştir.

Yapılan düzenleme ile;

➤ Stand-by Bilançosunun Net Dış Varlıklar kalemi altında, detaylı görünümün sağlanması için, Brüt Uluslararası Yükümlülükler kalemi altındaki IMF kalemi Kullanımlar ve SDR Tahsisatı alt kalemlerine ayrılmıştır.

➤ Brüt Uluslararası Yükümlülükler kalemi altına Rezerv Dilim Pozisyonu kalemi eklenmiştir.

➤ Hazine ile Merkez Bankası arasında imzalanan 6 Mayıs 2002 tarihli protokol gereğince, 21 Haziran 2002 tarihinden itibaren daha evvel Merkez Bankası yükümlülüğünde gösterilen 361.500.000 SDR tutarındaki IMF acil yardım kredisi, Hazine yükümlülüğü olarak değerlendirilmeye başlanmıştır.

2002 yılı boyunca NUR kaleminin seyrinde etkili olan etkenler, stand-by anlaşması uyarınca IMF'den daha önce alınmış olan kredilerin geri ödenmesi, Nisan

ayında IMF kredisinin serbest bırakılması ve yıl boyunca yapılan döviz ihaleleri ile müdahaleler olmuştur.

2002 yılının ilk yarısında NUR kaleminde gözlenen artışın sebebi, daha çok, ters para ikamesi ve ödemeler dengesindeki olumlu gelişmelerin etkisiyle piyasada oluşan döviz arz fazlasının çekilmesi için düzenlenen döviz alım ihaleleri olmuştur. Aynı dönemde, ayrıca, 18 Nisan 2002 tarihinde serbest bırakılan IMF kredisinin etkisiyle Brüt Uluslararası Yükümlülükler kaleminde azalma görülmüş, bu da NUR kalemini azaltıcı yönde etki etmiştir. Bu durum, NUR kalemi üzerinde dengeleyici bir etki yaparak, bu kalemde görülen artışın sınırlı kalmasını sağlamıştır.

Temmuz ayı başından itibaren hakim olan siyasi belirsizliğin etkisiyle piyasalarda dalgalanmalar başlamış ve döviz alım ihalelerine ara verme kararı alınmıştır. Ancak, kurlardaki oynaklığın giderek artması ile birlikte Merkez Bankası 11 Mayıs ve 24 Aralık tarihlerinde satım yönünde, 2 Aralık tarihinde ise alım yönünde olmak üzere toplam üç kez döviz piyasalarına müdahalede bulunmuştur.

NUR kaleminde bu sebeple, döviz alım ihale ve müdahalesinin yapıldığı dönemlerde artış, döviz satım yönünde müdahalelerin yapıldığı dönemlerde ise azalış kaydedilmiştir.

3.3. 2003 Yılı Genel Ekonomik Gelişmeleri ve Para Politikası Uygulamaları

3.3.1. Genel ekonomik gelişmeler

2001 yılındaki ekonomik daralmanın ardından Türkiye Ekonomisi, 2002 yılında yeniden büyüme sürecine girmiş, ancak 2002 yılının ikinci yarısında yaşanan siyasi belirsizlikler ve Kasım ayında gerçekleşen seçimler nedeniyle kısa bir süre için yeniden durgunlaşmıştır. Ancak, güçlü ekonomiye geçiş programının bu dönemde de kararlılıkla uygulanarak ekonomik bir kesintiye yol açmaması ve fiyat istikrarı odaklı para politikası uygulamasına devam edilmesi, programda öngörülen enflasyon hedefinin tuturulmasını ve olumlu makroekonomik gelişmeleri beraberinde getirmiştir.

2003 yılında da uygulanmaya devam edilen söz konusu ekonomik programın temel amaçları enflasyonla mücadele, borç yükünün azaltılması ve sürdürülebilir

hızlı büyüme olarak belirlenmiş, bu çerçevede 2003 yılı için büyüme hızı % 5 ve enflasyon hedefi % 20 olarak öngörülmüştür.

2003 yılının ilk aylarında, yeni kurulan hükümetin göreve başlaması ile iç siyasi belirsizlik bir ölçüde azalmış olmasına rağmen, Mart ayında ABD'nin Irak'a yaptığı operasyona ilişkin belirsizlikler ve hükümetin ekonomi politikalarına ilişkin oluşan tereddütler finansal piyasalarda dalgalanmalara yol açmıştır.

Şubat-Nisan döneminde, olumsuz dış gelişmelere bağlı olarak uluslararası ham petrol fiyatlarının yükselmesi ve Türk Lirasının yabancı paralar karşısında değer kaybetmesi ile maliyetler artmış ve aylık enflasyon oranlarında beklentilerin üzerinde artış meydana gelerek program hedeflerinden uzaklaşmıştır.

Ancak, Nisan ayından itibaren ekonomiye duyulan güven tazelenmiş ve enflasyon oranı 2003 yılı boyunca düşme eğilimini korumuştur. Bu gelişmelerde etkin olan unsurlar, Irak operasyonunun kısa sürede sonlandırılması, IMF ile yürütülen dördüncü gözden geçirmenin tamamlanması, bütçe performansındaki olumlu gelişmeler ve Merkez Bankası'nın telkin yoluyla piyasalarda hakim olan "yaşanan dışsal şokun uzun dönemde enflasyondaki düşüş eğilimini etkilemeyeceği" öngörüsü olarak özetlenebilir. 2003 yılı için % 20 olarak öngörülen enflasyon oranı yıl sonu itibariyle % 18,4 olarak gerçekleşmiştir.

Bu etkiler gözönüne alındığında, 2003 yılında Merkez Bankası'nın işlemlerini etkileyen en önemli unsurun, Irak operasyonu ve hükümetin bu operasyona ilişkin aldığı kararlar ile bunların etkisiyle piyasalarda görülen dalgalanmaların olduğu söylenebilir. Bunun dışında Kasım ayında İstanbul'da yaşanan terörist saldırının etkileri de dikkate alınması gereken önemli bir unsurdur.

3.3.2. Para politikası uygulamaları

2003 yılı para politikası uygulamaları incelenirken, öncelikle bu yılda yürütülen para politikasının genel çerçevesinin çizilmesi ve sonrasında uygulamaların Bilançoda yaptığı etkilerin tespiti uygun olmaktadır.

3.3.2.1. Para politikası genel çerçevesi

T.C. Merkez Bankası'nın temel amacı, 1211 sayılı Merkez Bankası Kanununda belirtildiği üzere "fiyat istikrarını sağlamak"tır. Banka'nın 2003 yılı para politikası uygulamaları, daha evvelki yıllarda da olduğu gibi bu doğrultuda şekillenmiştir.

Uygulamaya konulduğu 2001 yılından itibaren başarıyla sürdürülen, hedefle tutarlı ve güvenilirliği yüksek güçlü ekonomiye geçiş programına göre yürütülen para ve maliye politikalarının sonucunda 2003 yılı boyunca fiyat istikrarı sağlanmasına yönelik çok önemli gelişmeler kaydedilmiştir.

Söz konusu programa göre örtük enflasyon hedeflemesi ve parasal hedefleme uygulaması başlatılmıştır. Örtük enflasyon hedeflemesi uyarınca, Merkez Bankası dalgalı kur rejimi altında gelecek dönem enflasyonuna odaklanarak belirlediği kısa vadeli faiz oranlarını temel para politikası aracı olarak kullanmaktadır. Parasal hedefleme uygulaması gereğince ise, IMF ile yürütülen program çerçevesinde parasal performans kriterleri ile gösterge niteliğinde belirlenen hedefleri gözetmektedir.

Merkez Bankası Şubat 2001 sonrasında uygulamaya konulan dalgalı kur rejimin gereği olarak, 2003 yılında da döviz kurlarının piyasa koşullarına göre oluşmasına büyük önem vermiştir. Bununla birlikte, döviz kurlarında her iki yönde aşırı dalgalanma görüldüğünde döviz piyasasına doğrudan müdahalelerde bulunabileceğini ve döviz kurunun uzun dönemli eğilimini ve doğal denge değerini etkilememek koşuluyla, yalnızca döviz rezervlerini güçlendirmeye yönelik olarak ihale yöntemiyle döviz alımları yapabileceğini programın başlangıcından itibaren bir çok kere çeşitli yollarla kamuoyuna duyurmuştur. Bu çerçevede, Irak operasyonunun ertesinde ters para ikamesi ile artan döviz arzı nedeniyle 6 Mayıs-23 Ekim 2003 tarihleri arasında döviz rezervlerini güçlendirmek amacıyla günlük döviz alım ihaleleri düzenlemiştir. Yine söz konusu kur politikası çerçevesinde Mayıs ayından itibaren aşırı oynaklığı önlemeye yönelik olarak Mayıs, Haziran ve Temmuz aylarında birer kez, Eylül ayında iki kez doğrudan döviz alım müdahalesinde bulunarak, toplam 9,9 milyar ABD doları almıştır (TCMB, 2003a: 76).

Bunun dışında, 2003 yılında Merkez Bankası'nın, yaşanan olumsuz makroekonomik gelişmeler çerçevesinde, finansal piyasaları güçlendirmeye yönelik olarak yaptığı düzenlemeler şu şekilde özetlenebilir;

➤ Irak operasyonu öncesinde, Türk Silahlı Kuvvetlerinin Kuzey Irak'a asker gönderilmesine ilişkin verdiği tezkerenin TBMM tarafından red edilmesi ile piyasalarda hakim olan beklentilerin bozulması sonucu meydana gelebilecek olumsuz gelişmelerin önlenmesi amacıyla, 3 Mart 2003 tarihinde bir açıklama yapılarak, piyasalardaki likidite fazlalığına rağmen olası bir ihtiyaç halinde "kredi veren son merci" olarak görevini yerine getireceğini hatırlatmıştır.

➤ Irak operasyonu sonrasında, özellikle Mart ayında bu savaşın etkilerinin en aza indirgenmesi amacıyla, bankalara döviz ve efektif piyasalarında ılımlı borç verme işlemlerine imkan tanınmıştır.

➤ Piyasa yapıcılığı sisteminin desteklenmesi için Devlet İç Borçlanma Senetleri ödünç işlemleri piyasasını faaliyete geçirmiştir. Böylece, ödünç DİBS vermek isteyen bankalara düşük risk ile ilave getiri elde etme olanağı verilirken, ödünç alacak tarafta yer alan Piyasa Yapıcı bankaların ikincil piyasada kotasyon verme yükümlükleri kolaylaştırılmıştır.

➤ Kasım ayında meydana gelen terörist saldırılar sonrasında ise, gerginliği azaltarak, olası dalgalanmaların önlenmesi amacıyla bankalara sınırsız borçlanma imkanı verilerek, geçici olarak borç verme faiz oranı düşürülmüştür.

➤ Bankacılık sisteminin maliyetlerinin azaltılarak, piyasaların etkinliğini artırmak ve derinleşmesini sağlamak amacıyla, TL zorunlu karşılık faiz oranlarında değişikliğe gidilmiştir. Bu çerçevede, söz konusu oranın bankacılık sistemindeki mevduatların ağırlıklı ortalama basit faiz oranlarının % 75'i ile % 80'i aralığında olması öngörülmüştür.

Bu düzenlemeler dışında yıl boyunca para politikası operasyonel yapısında önemli bir değişikliğe gidilmemiş, 2002 yılında yapılan düzenlemeler aynen devam ettirilmiştir.

2001 yılında başlatılan bankacılık operasyonu nedeniyle piyasalarda oluşan likidite fazlası Bankalararası Para Piyasasındaki Türk Lirası depo ve Açık Piyasa

işlemleri çerçevesinde İMKB Repo-Ters Repo Pazarında gerçekleştirilen ters repo işlemleri ile çekilmeye devam edilmiştir. Merkez Bankası, ayrıca, piyasadan çektiği likiditenin vadesini uzatmak ve likidite yönetimini daha esnek hale getirmek amacıyla, dört haftalık TL depo alım ihalelerine ek olarak, 2003 Kasım ayından itibaren iki haftalık TL depo alım ihalelerine başlamış ve ihale miktar sınırlandırmasını kaldırmıştır.

Kısa vadeli faiz oranlarının temel para politikası aracı olarak kullanıldığı 2003 yılında, Merkez Bankası Bilançosunda meydana gelen gelişmeler, hedef büyüklüklerin seyri dikkate alınarak izleyen bölümde anlatılmaktadır.

3.3.2.2. Merkez Bankası Bilançosundaki etkileri

2003 yılı için, IMF ile yürütülmekte olan program çerçevesinde Para Tabanı ve Net Uluslararası Rezervler büyüklükleri performans kriteri ve Net İç Varlıklar kalemi gösterge değer olarak belirlenmiştir. 2003 yılı Nisan, Haziran ve Eylül aylarına ilişkin tüm kriter ve hedeflere ulaşılmıştır. Ancak, performans kriteri olarak izlenen Para Tabanı için yıl sonu hedefi belirlenirken, % 20 enflasyon ve % 5 büyüme hızı öngörüsü dikkate alınmış olmasına rağmen, Ekim ve Kasım aylarında etkileri görülen olumsuz iç ve dış gelişmeler sonucunda yıl sonu için belirlenen Para Tabanı üst sınırı aşılmıştır (Tablo 3.3).

Tablo 3.3: 2003 Yılı Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri

	Parasal Taban Üst Limit (Trilyon TL)		Net İç Varlıklar Üst Limit (Trilyon TL)		Net Uluslararası Rezerv Seviyesi (Milyon Dolar)	
	Hedef ¹	Ger.	Hedef	Ger.	Hedef ²	Ger.
30 Nisan 2003	12.800 ^P	11.883	32.800 ^G	30.951	-6.500 ^P	-5.996
30 Haziran 2003	13.200 ^P	13.039	34.100 ^G	29.395	-7.000 ^P	-3.865
30 Eylül 2003	14.100 ^P	13.877	33.800 ^G	22.968	-6.000 ^P	1.504
31 Aralık 2003	14.900 ^P	14.657	28.400 ^G	25.997	-2.000 ^P	-536

Kaynak: TCMB 2003 Yıllık Raporu.

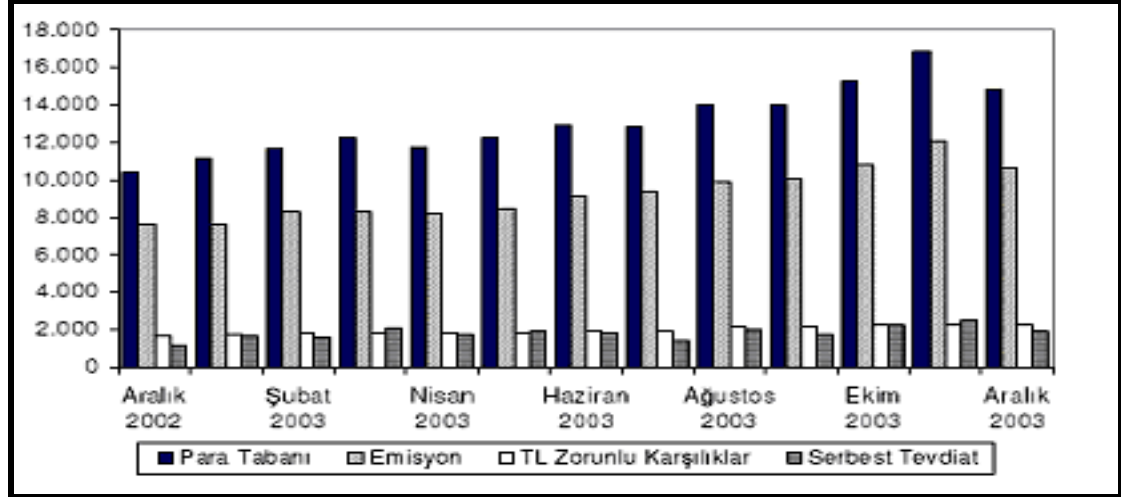
(1) Üst sınırlar, söz konusu tarihlerdeki ve bu tarihlerin her biri ile sona eren son beş iş günündeki stokların ortalaması üzerinden hesaplanacaktır.

(2) Alt Sınır

(P) Performans Kriteri, (G) Gösterge Değer

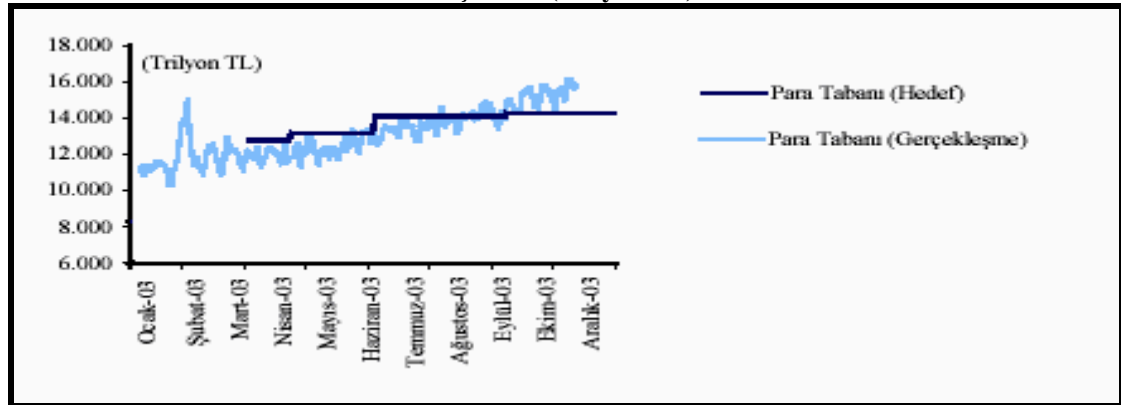
• Para Tabanı (PT)

Para Tabanı alt kalemleri Emisyon, TL Zorunlu Karşılıklar ve Serbest Tevdiat hesaplarının Para Tabanı değişimine katkılarını aylar itibarıyla gösteren aşağıda yer alan grafik 3.11'e bakıldığında; Para Tabanının temelde emisyon hacmindeki gelişmelere bağlı olarak hareket ettiği göze çarpmaktadır.

Grafik 3.11: 2003 Yılı Para Tabanı ve Alt Kalemleri (Trilyon TL)

Kaynak: TCMB Para Politikası Raporu Ocak 2004.

Emisyon hacminin seyrini yorumlayabilmek açısından bu büyüklüğü etkileyen başlıca faktörleri irdelemekte fayda vardır. Genel olarak bakıldığında, emisyon hacmi turizm sezonu, yılbaşı ve bayram tatillerinden önce ve maaş ödeme dönemlerinde mevsimsel artışlar gösterirken, söz konusu dönemlerin sonunda emisyon dönüşlerine bağlı olarak daralmaktadır. Mevsimsel etkilerin dışında, Merkez Bankası'nın günlük likidite yönetimi çerçevesinde gerçekleştirdiği işlemler, reel para talebinde meydana gelen hareketler de bu büyüklüğün belirlenmesinde önemli rol oynamaktadırlar.

Grafik 3.12: 2003 Yılı Para Tabanı Gelişmeleri (Trilyon TL)

Kaynak: TCMB Para Politikası Raporu Ocak 2004.

Bu unsurlar ve 2003 yılında Para Tabanının seyrini gösteren grafik 3.12'deki veriler dikkate alınarak, 2003 yılı için bir değerlendirme yapıldığında ortaya çıkan durum şu şekilde özetlenebilir;

Emisyon hacmi sene boyunca, Para Tabanının ortalama % 70'ini oluşturmuş ve bu haliyle Para Tabanı gelişmelerinin temel belirleyicisi olmuştur. Yıl boyunca daha çok mevsimsel hareketler ve Merkez Bankası'nın günlük likidite yönetimi çerçevesinde yaptığı işlemler neticesinde istikrarlı bir şekilde artan Emisyon kaleminde, yıl sonuna doğru özellikle Ekim ayı sonrasında hızlı bir artış eğilimi gözlemlenmiştir. Bunun sebebi, para talebindeki artış olarak belirlenmiştir. Yıl boyunca para talebinde görülen söz konusu artışın temel belirleyicileri arasında, istikrarlı bir şekilde düşmekte olan yıllık enflasyon oranları ve Irak operasyonunun umulandan kısa sürmesi ile risk algılamalarındaki azalma sonucu TL'nin istikrara kavuşması ve faiz oranlarının düşmesi sayılabilir.

Para Tabanının diğer alt kalemi olan Serbest Tevdiat hesabı ise, 2003 yılı boyunca dalgalı bir seyir izlemekle birlikte, yıl sonu itibariyle bir önceki yıla göre % 69,9 oranında artış göstermiştir (TCMB, 2003a: 78).

Bir diğer alt kalem olan TL Zorunlu Karşılıklar hesabı Haziran ayından itibaren ters para ikamesi sonucunda TL cinsinden mevduatlarda artışın hızlanması ile istikrarlı bir şekilde yükselmiştir. Bu yükselişin arkasında yatan etkenlerden birisi de TL zorunlu karşılık oranlarında yapılan değişikliktir. Piyasaların etkinliğini artırmak ve derinleşmesini sağlamak amacıyla yapılan yeni düzenleme ile, TL zorunlu karşılık oranının bankacılık sistemindeki mevduatların ağırlıklı ortalama basit faiz oranlarının % 75'i ile 80'i aralığında olması öngörülmüştür.

• Net İç Varlıklar (NİV)

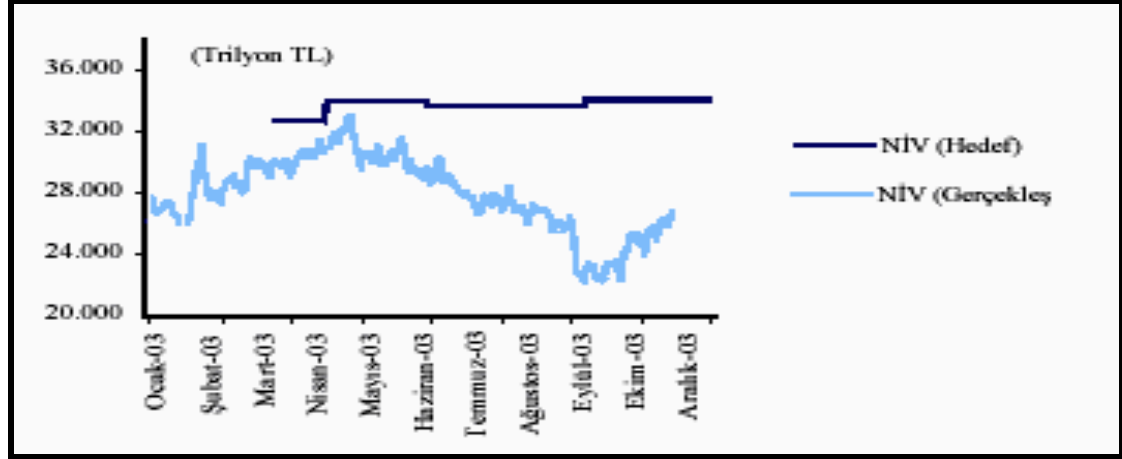
Merkez Bankası Bilançosunun aktif tarafını oluşturan önemli kalemlerden birisi olana NİV gelişmeleri, 2003 yılı boyunca gösterge niteliğinde belirlenen hedefler gözetilerek izlenmiştir.

Ay ortalamaları itibariyle aldığı değerler dikkate alınarak oluşturulan aşağıdaki grafik 3.13'den, NİV kaleminin 2003 yılı boyunca dalgalı bir seyir izlediği ve Şubat ile Kasım aylarında yüksek oranlı, Nisan-Mayıs aylarında ise göreceli olarak düşük oranlı sıçramalar yaptığı açıkça görülmektedir.

Bu sıçramaların gerçekleştiği dönemlerden Şubat ayında Irak operasyonu öncesinde piyasalarda hakim olan endişeler, Kasım ayında ise İstanbul'da meydana gelen

terörist saldırı etkin rol oynamakta iken, Nisan-Mayıs aylarında daha çok iç etkenler kaynaklı dalgalanmalar görülmüştür.

Grafik 3.13: 2003 Yılı Net İç Varlıklar Gelişmeleri (Trilyon TL)

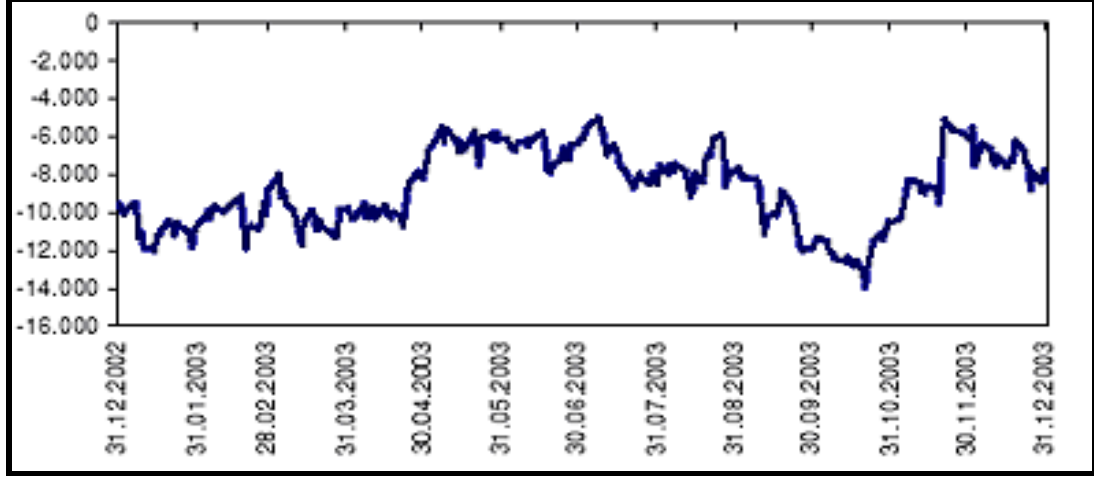


Kaynak: TCMB Para Politikası Raporu Ocak 2004.

Yıl boyunca NİV kaleminin seyrinde etkili olan en önemli alt kalemler, Hazine Borçları , APİ ve Değerleme Hesabı olmuştur.

Hazine Borçları hesabı, Merkez Bankası Kanunu'nda yapılan değişiklikle kamu kurum ve kuruluşlarına avans verme ve kredi kullandırma uygulamasının sona erdirilmesinden sonra, temel olarak, TCMB tarafından yapılan ters repo işlemleri ile enflasyon ve kur değişimlerine bağlı olarak TÜFE ve döviz endeksli DİBS'lerin yeniden değerlendirilmesi nedeniyle hareket göstermektedir. Bu çerçevede, 2003 Mayıs ayında NİV kaleminde meydana gelen azalışın en önemli kaynağını, Hazine'nin Merkez Bankası'na olan 3,1 katrilyon TL tutarlı kupon ödemesinin gerçekleşmesi oluşturmuştur.

Merkez Bankası'nın Açık Piyasadaki işlemleri ve Bankalararası Para Piyasası işlemlerinden olan netleştirilmiş borçlarını gösteren APİ kalemi, 2001 yılı bankacılık operasyonu sonrası piyasalarda oluşan likidite fazlasının çekilmesi çalışmaları nedeniyle yıl boyunca dalgalı bir hareket göstermiştir. 21 Ekim 2003 tarihinde 14 katrilyon TL ile yıl içerisindeki en üst seviyeye ulaşan likidite fazlası Bankalararası Para Piyasasında TL depo işlemleri ve Açık Piyasa işlemleri çerçevesinde İMKB Repo-Ters Repo Pazarında gerçekleştirilen ters repo işlemleri ile çekilmiş ve APİ bu doğrultuda hareket etmiştir (Grafik 3.14). NİV kaleminde, özellikle, Ekim ayında görülen hızlı düşüşün ana kaynağını, bu bağlamda, APİ kalemi oluşturmuştur.

Grafik 3.14: 2003 Yılı Açık Piyasa İşlemleri (Trilyon TL)

Kaynak: TCMB 2003 Yıllık Raporu.

2003 yılında bayram tatili nedeniyle artan nakit talebi ve Hazine'nin itfasının üzerinde borçlanması ve vergi tahsilatları nedeniyle likidite daralırken, maaş ödemeleri ve çiftçilere doğrudan gelir desteği ödemesi yapılması nedeniyle likidite artmıştır. Bu gelişme ise APİ hesabında dalgalı bir seyir izlenmesine neden olarak, NİV kalemini de bu yönde etkilemiştir.

2003 yılında özellikle Irak operasyonunun sona ermesiyle birlikte TL yabancı paralar karşısında değer kazanmaya, ABD doları ise euro karşısında değer kaybetmeye başlamıştır. Bunun sonucunda, NİV büyüklüğünün diğer alt kalemlerinden olan Değerleme Hesabı yıl boyunca yükselmiştir. Ayrıca, bir yandan fazla likiditenin ters repo işlemleri ile çekilmeye devam edilmesi ile Merkez Bankası'nın ödediği faizlerin maliyeti artmış, diğer yandan da enflasyondaki düşüş nedeniyle TÜFE'ye endeksli DİBS getirileri düşmüştür. Bu durum ise TCMB kârlılığını azaltarak, NİV kaleminde azaltıcı etki yapmıştır.

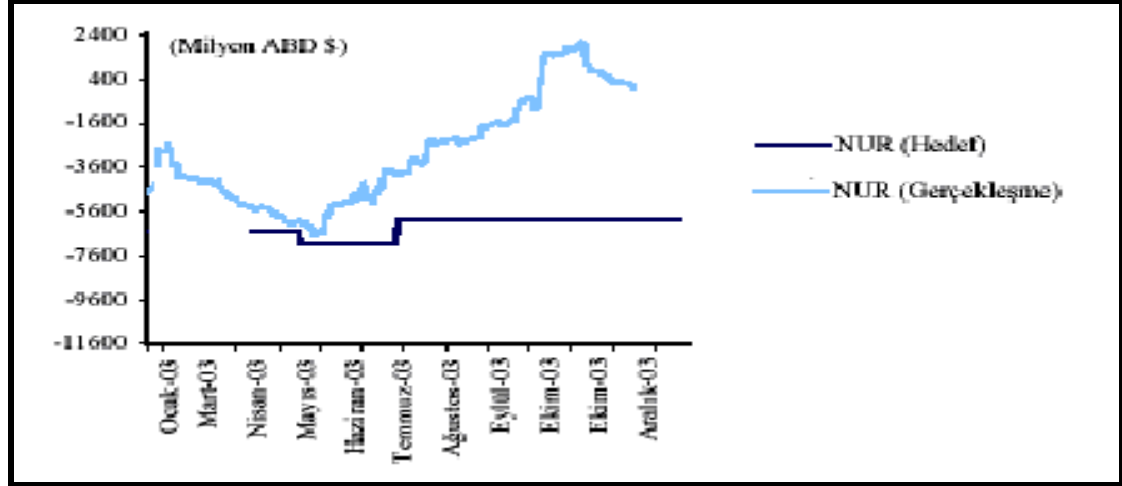
Tüm bu etkiler nedeniyle 2003 yılı boyunca NİV kalemi dalgalı bir seyir izlemiş olmasına rağmen, yıl sonu itibariyle Niyet Mektupları ile belirlenen hedef değerlere ulaşılmıştır.

• Net Uluslararası Rezervler (NUR)

2003 yılı için performans kriteri olarak izlenen bir diğer Bilanço büyüklüğü ise Net Uluslararası Rezervlerdir. Sabit program kurları ile takip edilen bu kalem, yıl

boyunca genel olarak dalgalı bir seyir izlemekle beraber, özellikle Mayıs, Haziran, Temmuz ve Eylül aylarında görülen artış eğilimi dikkat çekicidir (Grafik 3.15).

Grafik 3.15: 2003 Net Uluslararası Rezervler Gelişmeleri (Milyon ABD Doları)



Kaynak: TCMB Para Politikası Raporu Ocak 2004.

Bu durumun kaynağı, TCMB'nin düzenlemiş olduğu döviz ihaleleri ve döviz piyasalarına kurlarda aşırı oynaklığı önlemek için yapmış olduğu müdahalelerdir.

Merkez Bankası, 2001 Şubat krizinden sonra geçilen dalgalı kur rejimi gereğince, döviz kurlarının piyasa koşullarında oluşmasına büyük önem vermiş ve piyasalara müdahalelerini asgariye indirmeye özen göstermiştir. Bu rejim gereğince, yalnızca Banka döviz rezervlerini ihtiyaç doğrultusunda artırmak veya azaltmak amacıyla önceden açıklanan bir program çerçevesinde döviz alım ihaleleri düzenleme kararı almış ve ancak geçici ve aşırı bir kur oynaklığı söz konusu olduğunda döviz piyasalarına yönelik müdahalelerde bulunabileceğini çeşitli defalar kamuoyuna duyurmuştur.

Bu çerçevede, Mart ayında sona eren Irak Operasyonunun ertesinde ters para ikamesi ile artan döviz arzı sonucu, döviz rezervlerinin güçlendirilmesi amacıyla 6 Mayıs 2003'de döviz alım ihalelerine başlamıştır. Bu süreç Eylül ayına kadar kesintisiz sürmüştür. Ancak, Eylül ayında döviz arz fazlasında görülen azalma, bankaların yıl sonu itibariyle döviz taleplerinin artması ve Rusya'da görülen gelişmeler nedeniyle döviz kurları yükselmiştir. Bu etkenler doğrultusunda, 23 Ekim 2003'de döviz alım ihalelerine ara verilmesi kararlaştırılmıştır.

Merkez Bankası, 2003 yılı boyunca kur politikası gereğince kurlardaki aşırı oynaklığı önlemek amacıyla beş kez döviz piyasalarına alım yönünde müdahalede

bulunmuştur. Mayıs, Haziran, Temmuz aylarında birer kez, Eylül ayında ise iki kez yapılan müdahaleler sonucunda, alımı yapılan toplam döviz tutarı 9,9 milyar ABD dolarına ulaşmıştır (TCMB, 2003a: 7).

3.4. 2004 Yılı Genel Ekonomik Gelişmeleri ve Para Politikası Uygulamaları

3.4.1. Genel ekonomik gelişmeler

2001 yılında uygulanmaya başlayan güçlü ekonomiye geçiş programının üç sene boyunca yaşanan tüm olumsuz iç ve dış gelişmelere rağmen kararlılıkla sürdürülmesi sonucunda 2004 yılında ekonomideki belirsizlikler önemli ölçüde azalmış ve piyasalarda bir dönem hakim olan yoğun güvensizlik ortamı ortadan kalkmıştır. Program çerçevesinde yapılan operasyonel düzenlemeler ile piyasaların derinliği artırılmış, finansal istikrar büyük ölçüde sağlanmış ve bu durum olumlu makroekonomik gelişmeleri beraberinde getirmiştir.

2004 yılında da güçlü ekonomiye geçiş programı çerçevesinde hareket edilmiştir. Uygulanan söz konusu ekonomik programın 2004 yılı hedefleri, önceki yıllarda sağlanan ekonomideki büyümeyi devam ettirmek, tüketici enflasyonunu hedeflenen düzeye indirmek, faiz dışı fazla hedefine ulaşmak ve böylelikle makroekonomik dengeler üzerinde baskı oluşturan kamu borç stokunu düşürmek olarak belirlenmiş, bu çerçevede 2004 yılı için büyüme hızı % 5 ve enflasyon hedefi %12 olarak öngörülmüştür.

Belirlenen bu hedeflere ulaşabilmek için 2004 yılı boyunca maliye, para ve gelirler politikaları etkin olarak kullanılmış ve yıl sonu itibariyle büyüme hızı 9,9, enflasyon oranı ise 9,3 olarak gerçekleşmiştir.

2004 yılında finansal piyasalardaki hareketleri ve Merkez Bankası'nın işlemlerini yönlendiren en önemli unsurlar özetle şunlardır;

- Mart ayı sonunda yapılan yerel seçimler ve bu dönemde hakim olan mali disiplinin sürdürülebilirliğine ilişkin endişeler,
- Kıbrıs referandumu ve Kuzey Irak ile ilgili gelişmeler,
- Türkiye'nin Avrupa Birliği'ne üyeliği sürecinde meydana gelen gelişmeler,

- Piyasalarda Amerikan Merkez Bankası'nın faiz artırımına gideceğine dair oluşan beklenti,
- TMSF bünyesine alınan İmar Bankasındaki mevduatların geri ödenmesi,
- IMF ile imzalanan Stand-by anlaşması,
- Kamu kesiminde yapılan yapısal reformlar,⁹

- Vergi Reformu

Vergi konusunda yapılan reformlar, vergi tabanının genişletilmesi, vergi denetimlerinin etkinleştirilmesi, gelir idaresinin yeniden yapılandırılması ve vergi mevzuatının birleştirilmesi reformlarını içermektedir.

- Sosyal Güvenlik Reformu

Bu alanda yapılan düzenlemeler, sosyal güvenlik kurumlarının mali yapısının güçlendirilmesi, idari yapılarının yeniden düzenlenmesi, bu kurumların tek çatı altında toplanması, uzun vadeli ve kısa vadeli sigorta programlarının birbirinden ayrılması ve genel sağlık sigortasının kurulması reformlarını kapsamaktadır.

- İdari Reform

Bu alandaki reformlar, kamu kaynaklarının etkili, ekonomik ve verimli şekilde elde edilmesi ve kullanılması ile kamuda hesap verebilirlik ve mali saydamlığın sağlanması için yapılan düzenlemeler ile kamu idarelerinde uluslararası standartlara uygun, ortak muhasebe ve raporlama sistemine geçiş için yapılan çalışmaları kapsamaktadır.

3.4.2. Para Politikası uygulamaları

2004 yılı para politikası uygulamaları, para politikası genel çerçevesi ve Merkez Bankası Bilançosundaki etkileri olmak üzere iki alt bölümde incelenmektedir.

3.4.2.1. Para politikası genel çerçevesi

Merkez Bankası, 2004 yılında önceki yıllarda olduğu gibi uygulanan ekonomik program gereğince, temel hedefi olan fiyat istikrarını sağlamak için dalgalı

⁹ Detaylı bilgi için bkz. TCMB Para Politikası Raporu 2004-I, s.42-43.

kur rejimi altında örtük enflasyon hedeflemesi politikası ve parasal hedefleme uygulamasını yürütmeye devam etmiştir.

Dalgalı kur rejimi gereğince, Merkez Bankası 2004 yılında da döviz kurlarının piyasa koşullarına göre oluşmasına büyük önem vermiş, yalnızca döviz kurlarında her iki yönde aşırı dalgalanma görüldüğünde döviz piyasasına doğrudan müdahale etmiş ve yıl içerisinde sadece döviz rezervlerini güçlendirmeye yönelik olarak ihale yöntemiyle döviz alımları yapmıştır.

23 Ocak 2004 tarihinde günlük döviz alım ihalelerine başlanmış, ancak çeşitli iç ve dış gelişmeler nedeniyle döviz fiyatlarının artması ve döviz arzında daralma görülmesi ile 27 Nisan 2004 tarihinden itibaren ihalelere ara verilmiştir. Merkez Bankası, döviz alım ihaleleri dışında, 2004 yılı boyunca iki defa olmak üzere, dövizdeki aşırı oynaklığı gidermek amacıyla 16 Şubat'ta alım yönlü ve 11 Mayıs 2004 tarihinde satım yönlü olarak piyasalara müdahale etmiştir. Sene boyunca TCMB tarafından alımı yapılan toplam döviz tutarı toplam 5,4 milyar ABD Doları olmuştur (TCMB, 2004: 77).

IMF ile yapılan Stand-by anlaşması çerçevesinde, ekonomik programla uyum içerisinde olmak kaydıyla parasal hedefleme uygulaması yapılmıştır. Bu bağlamda, daraltıcı nitelikteki parasal gösterge ve performans kriterlerine ulaşabilmek için gerekli para politikası Merkez Bankasınca yürütülmüş, 2004 yılı için Para Tabanı ve Net Uluslararası Rezervlere ilişkin performans ve Net İç Varlıklara ilişkin gösterge niteliğinde hedefler gözetilerek Merkez Bankası'nca yürütülmüştür.

Banka'nın gelecek dönem enflasyonuna odaklanan söz konusu para politikası çerçevesinde, kısa vadeli faiz oranları temel politika aracı olarak kullanılmıştır. Bu oranlar belirlenirken pek çok değişkene bakılmaktadır. Bunların arasında, toplam-arz talep dengesi, maliye politikasına ilişkin göstergeler, ücret-istihdam-birim maliyet-verimlilik gelişmeleri, kamu ve özel sektörde yapılan fiyatlamalar, enflasyon bekleyişleri, döviz kurları ve onu etkileyebilecek faktörlerdeki gelişmeler, olası dışsal şokların analizi ile kurum içerisinde yapılan enflasyon tahminleri yer almaktadır. TCMB, tüm bu değişkenler dikkate alınarak yapılan analizlere

dayanarak, 2004 yılı başında % 26 olan kısa vadeli faiz oranını, yıl içerisinde dört kez düşürerek, yıl sonu itibariyle % 18 seviyesine indirmiştir.

2004 yılında fiyat istikrarı temel hedefi doğrultusunda yürütülen likidite yönetimi stratejisinde önemli bir değişikliğe gidilmeyerek, önceki yıllarda olduğu gibi piyasalardaki likidite fazlası Bankalararası Para Piyasasında TL depo işlemleri ve Açık Piyasa işlemleri çerçevesinde İMKB Repo-Ters Repo Pazarında gerçekleştirilen ters repo işlemleri ile çekilmeye devam edilmiştir. Sene sonuna doğru likidite fazlalığındaki göreceli gerilemeye bağlı olarak, Ekim ayından itibaren TL depo alım ihalelerine ara verilmiştir.

2004 yılında Merkez Bankası Bilançosunda meydana gelen gelişmeler, hedef büyüklükler bazında izleyen bölümde anlatılmaktadır.

3.4.2.2. Merkez Bankası Bilançosundaki etkileri

2004 yılı için, 31 Ekim 2003 tarihli Niyet Mektubuyla Aralık 2004 sonu için Para Tabanı, Net Uluslararası Rezervler ve Net İç Varlıklara ilişkin gösterge niteliğinde hedefler konulmuş, 2 Nisan 2004 tarihli Niyet Mektubunda söz konusu hedeflere ilişkin değerler revize edilmiştir. 15 Temmuz 2004 tarihli Niyet Mektubunda ise, Para Tabanı ve Net İç Varlıklara ilişkin hedefler yeniden revize edilirken, Para Tabanı ve Net Uluslararası Rezervlere ilişkin hedeflerin performans kriteri olarak izlenmesine karar verilmiştir. Bu gelişmeler sonucunda, 2004 yıl sonu itibariyle tüm kriter ve hedeflere ulaşılmıştır (Tablo 2.4).

Tablo 3.4: 2004 Yılı Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri

	Parasal Taban Üst Limit (Trilyon TL)		Net İç Varlıklar Üst Limit (Trilyon TL)		Net Uluslararası Rezerv Seviyesi (Milyon Dolar)	
	Hedef ¹	Gerçekleşen	Hedef ¹	Gerçekleşen	Hedef ²	Gerçekleşen
31 Mart 2004	16.100 ^P	16.948	29.600 ^G	27.321	-2.000 ^P	748
30 Nisan 2004	17.500 ^P	17.508	31.600 ^G	26.076	-2.000 ^P	1.791
31 Ağustos 2004	20.500 ^P	19.301	34.600 ^G	28.015	-2.000 ^P	1.629
31 Aralık 2004	20.900 ^P	19.190	35.000 ^G	30.121	-2.000 ^P	229

Kaynak: TCMB 2004 Yıllık Raporu.

(1) Üst sınırlar, söz konusu tarihlerdeki ve bu tarihlerin her biri ile sona eren son beş iş günündeki stokların ortalaması üzerinden hesaplanacaktır.

(2) Alt Sınır

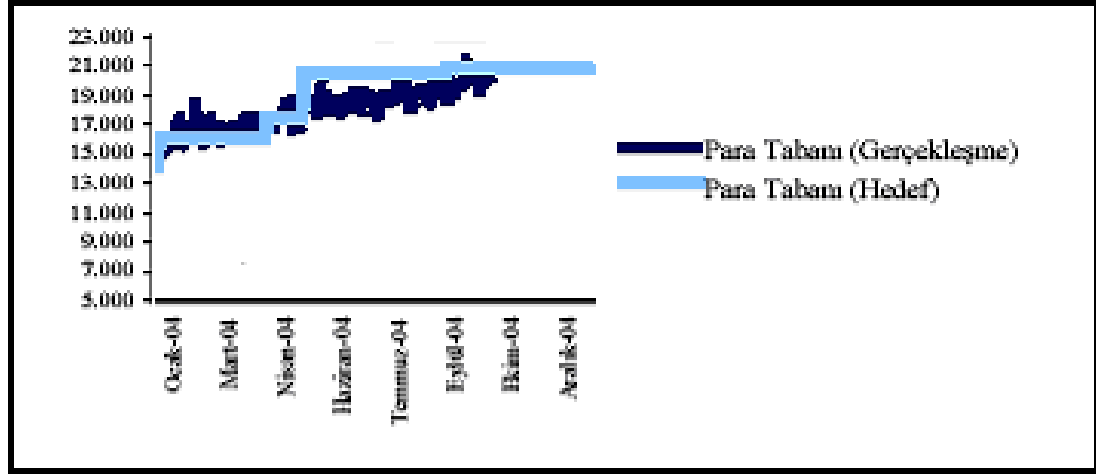
(P) Performans Kriteri, (G) Gösterge Değer

Merkez Bankası Bilançosu gelişmeleri hakkında, Para Tabanı, Net İç Varlıklar ve Net Uluslararası Rezervlerdeki değişimlere bakarak bir değerlendirme yapıldığında durum şu şekilde özetlenebilir;

- **Para Tabanı (PT)**

Parasal hedefleme uygulaması gereğince, ekonomik birimlerin beklentilerini şekillendirmek amacıyla ek bir çapa olarak kullanılan Para Tabanının seyri Merkez Bankası'nca dikkatle izlenmektedir.

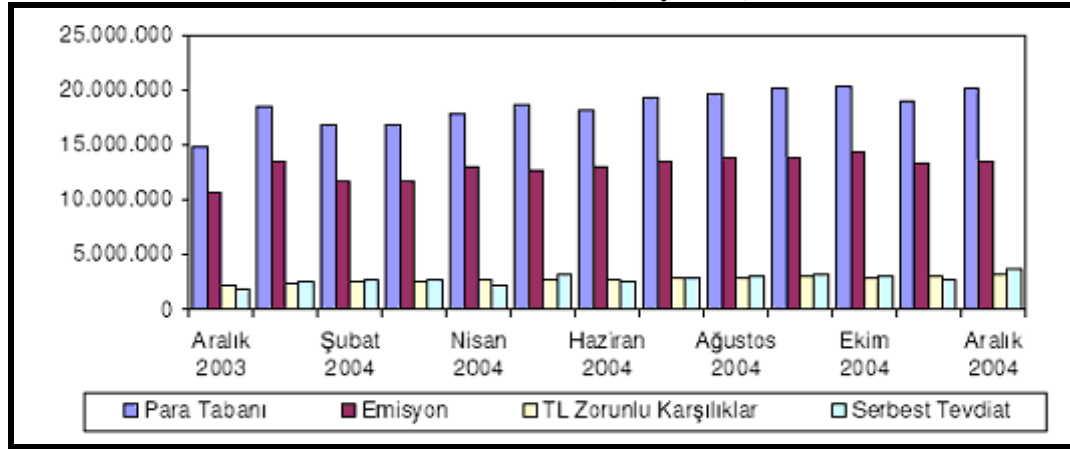
Grafik 3.16: 2004 Yılı Para Tabanı Gelişmeleri (Trilyon TL)



Kaynak: TCMB Para Politikası Raporu Ocak 2005.

2004 yılında bir önceki yıl sonuna göre Para Tabanı % 35,8 oranında artış göstermiştir (TCMB, 2004: 78). Bu durum güçlü ekonomiye geçiş programı çerçevesinde yapılan düzenlemeler ile sağlanan finansal derinleşmenin yanı sıra, enflasyon ve faiz oranlarında gözlenen istikrarlı düşüş eğilimi ve piyasalarda güven ortamının oluşması ile para talebinde meydana gelen artıştan kaynaklanmaktadır. Bunun dışında, Para Tabanı artışında ters para ikamesi de ek bir etken olmaktadır.

PT'nin alt kalemleri olan Emisyon, TL Zorunlu Karşılıklar ve Serbest Tevdiat hesaplarının PT hareketlerine katkıları grafik 3.17'da belirtilmektedir.

Grafik 3.17: 2004 Yılı Para Tabanı ve Alt Kalemleri (Trilyon TL)

Kaynak: TCMB Para Politikası Raporu Ocak 2005.

Uzun yıllar kronik enflasyon yaşamış olan ülkemizde, kredibilitesi yüksek bir para otoritesince yürütülen ve başarılı sonuçları görülmeye başlayan ekonomik program sonucunda piyasalarda mevcut ortama ve geleceğe dair iyimser beklentiler hakim olmuştur. Bununla birlikte, düşen enflasyon ve faiz oranları ve değer kazanan TL sayesinde para talebinde artış meydana gelmiştir. Para talebindeki artış emisyon hacmini artırmış, emisyondaki artış ise Para Tabanındaki artışı beraberinde getirmiştir.

Yıl sonuna doğru ters para ikamesinin sona ermesi ve büyüme oranında görülen yavaşlama bu artışı sınırlayan etkenler olmuştur.

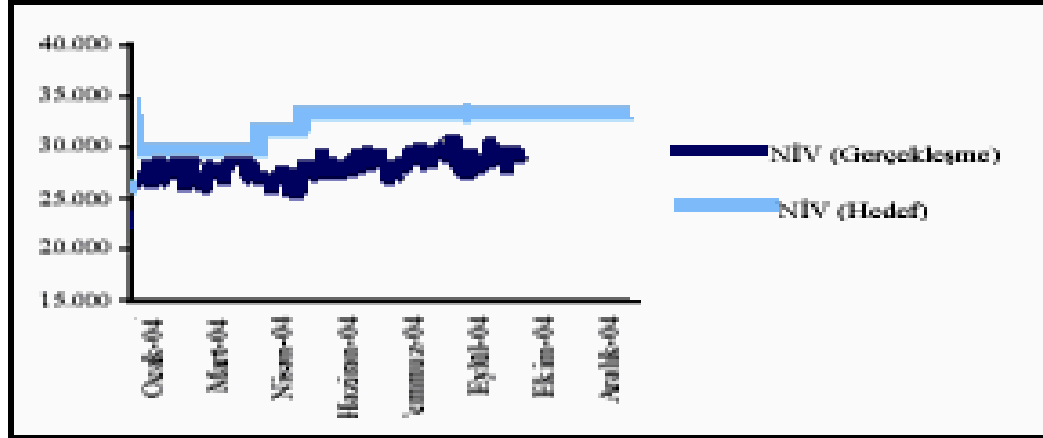
Bankaların TCMB’de dört günlük ortalamalar şeklinde tutabilecekleri Serbest Tevdiat hesabı, bankalara likidite yönetiminde esneklik sağlamaktadır. Bu yapısı gereği ise oldukça dalgalı bir seyir izleyerek, Para Tabanı kalemini de bu yönde etkilemektedir.

TL Zorunlu Karşılıklar alt kalemi ise, ters para ikamesi sonucu artan TL mevduatları nedeniyle 2004 yıl sonunda bir önceki yıl sonuna göre % 36,1 oranında artarken, Para Tabanı kalemini de artış yönünde etkilemiştir. Ancak PT üzerindeki etkisi, Emisyon ve Serbest Tevdiat alt kalemlerinin etkisine kıyasla sınırlı kalmıştır.

• Net İç Varlıklar (NİV)

2004 yılında gösterge niteliğinde hedef olarak takip edilen NİV büyüklüğü, bir önceki yıl sonuna göre % 34 oranında artmış olmasına rağmen, niyet mektuplarında 2004 yıl sonu için belirlenen hedef değerler tutturulmuştur (Grafik 3.18).

Grafik 3.18: 2004 Yılı Net İç Varlıklar Gelişmeleri (Trilyon TL)

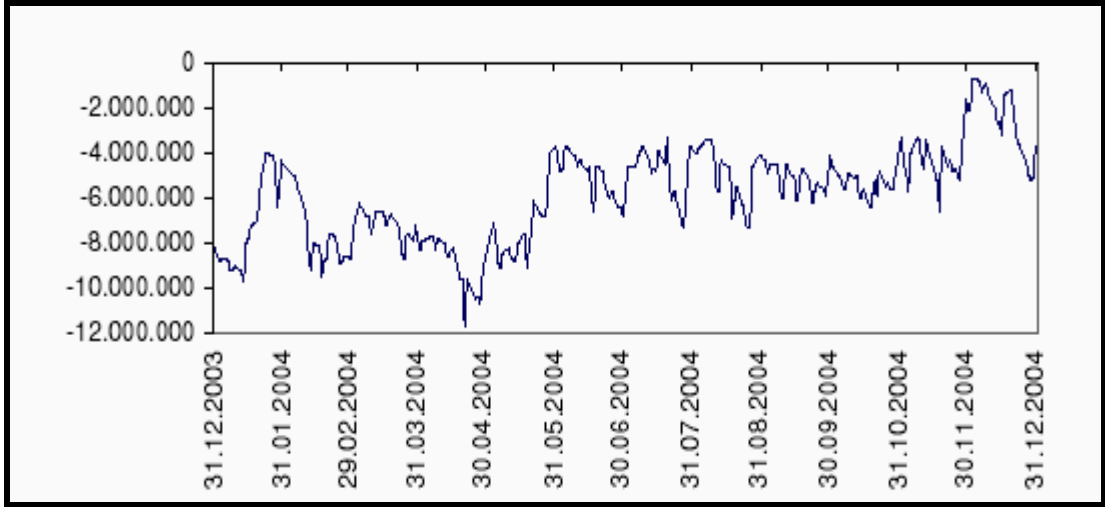


Kaynak: TCMB Para Politikası Raporu Ocak 2005.

Yıl boyunca NİV kalemindeki hareketlerin temel belirleyicileri, Hazine Borçları, Kamunun TCMB Nezdindeki TL ve Döviz Olarak Takip Olunan Mevduatı, APİ ve Değerleme Hesabı ile Bankacılık Sektörüne Açılan Krediler hesapları olmuştur.

TCMB likidite yönetimi uyarınca, yıl içerisinde piyasalarda görülen likidite fazlasını özellikle APİ aracılığıyla çekmeye çalışmıştır (Grafik 3.19). Bu dönemde, fazla likiditenin en önemli kaynağını 2001 bankacılık operasyonu çerçevesinde yapılan ve etkisi hâlâ süren uygulamalar oluşturmuştur. Hazine'nin 2002-2003 yıllarında IMF kredisi kullanması, özellikle ters para ikamesi ve sistem dışı döviz ve efektif girişi ile artan döviz arzını dengelemeye yönelik yoğun döviz alım ihaleleri likidite fazlasına neden olan diğer önemli etkenlerdendir.

2004 yılının üçüncü çeyreğinde piyasalardaki likidite düzeyi gerilemiş ve Ekim ayından itibaren TL depo alım ihalelerine ara verilmiştir. Likiditede değişime yol faktörler arasında, yıl boyunca para talebinde artış yaşanması, Hazine'nin net döviz cinsi borç geri ödemeleri ve Hazine'nin TCMB portföyündeki DİBS kuponları için ödeme yapılması sayılabilir.

Grafik 3.19: 2004 Yılı Açık Piyasa İşlemleri (Trilyon TL)

Kaynak: TCMB 2004 Yıllık Raporu.

TCMB, 2004 yılında portföyünde bulunan TÜFE'ye endeksli ve yılda bir kupon ödemeli DİBS nedeniyle, büyük kısmı Mayıs ayında olmak üzere Hazine'den oldukça yüklü miktarda Türk Lirası kupon tahsilatı gerçekleştirmiştir.

Ancak, Ekim ayına kadar devam eden döviz alım ihaleleri sonucu ortaya çıkan fazla likiditenin çekilmesine yönelik Açık Piyasa işlemlerinin oldukça yoğun olması, APİ kaleminde yıl genelinde artışa neden olmuştur. Bunun dışında, Şubat ayında TMSF'ye TCMB tarafından yaklaşık 250 trilyon TL tutarında kredi kullanılması ile TMSF'ye Kullanılan Krediler hesabı artmıştır. Bu iki kalemdaki değişimler NİV kaleminde önemli ölçüde artışa neden olmuştur.

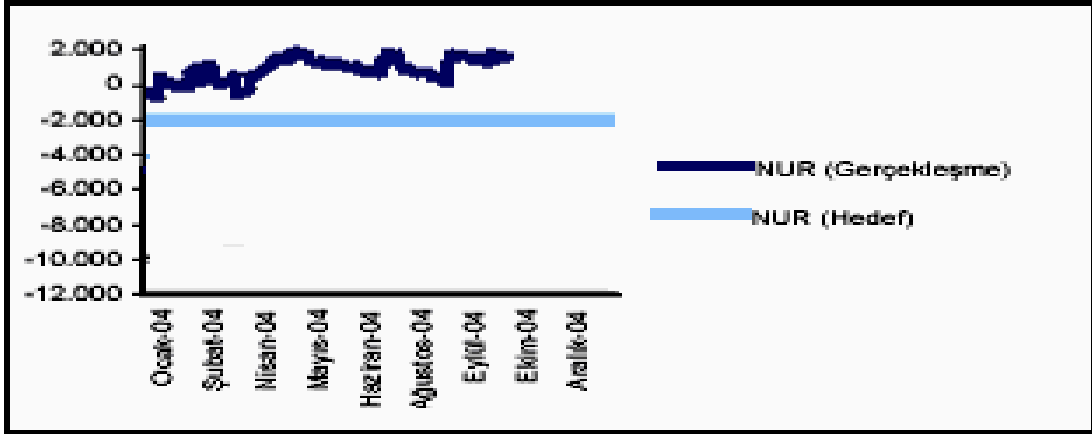
2004 yılında NİV kaleminde görülen artışın, APİ kaleminden sonra en etkin kaynağı Değerleme Hesabı gelişmeleri olmuştur. TCMB dış varlık ve yükümlülüklerinin TL'nin yabancı paralar karşısındaki değişimine paralel olarak yeniden değerlendirilmesi sonucu ortaya çıkan lehte ve aleyhte kur farklarını gösteren bu hesapta, yıl içerisinde ABD dolarının euro karşısında değer kaybetmesi ile Değerleme Hesabında yüksek oranlı bir artış görülmüştür.

Bu çerçevede bakıldığında, NİV'de 2004 yılı boyunca artış yönünde etki eden alt kalemler TMSF'ye Kullanılan Krediler, APİ ve Değerleme Hesabı iken, NİV'deki artışı sınırlandıran en önemli unsur Hazine Borçları kaleminde görülen azalış olmuştur.

• Net Uluslararası Rezervler (NUR)

NUR kaleminin 2004 yılında aylar itibariyle gösterdiği değerlerin dikkate alındığı Grafik 3.20'ye göz atıldığında, bu kalemin yıl boyunca dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir.

Grafik 3.20: 2004 Yılı Net Uluslararası Rezervler (Milyon ABD Doları)



Kaynak: TCMB Para Politikası Raporu Ocak 2005.

Yıl boyunca bu kalemin seyrini belirleyen en önemli faktör döviz alım ve satım müdahaleleri olmuştur. Güçlü ekonomiye geçiş programı çerçevesinde tasarlanan 2004 yılı kur politikası gereğince, döviz piyasalarına müdahaleler sınırlı kalmıştır. “Ancak, geçiçi ve aşırı nitelikte dalgalanmaları azaltmak amacıyla müdahale edilmesi ve yalnızca TCMB döviz rezervlerini artırmak yada azaltmak amacıyla önceden açıklanan bir programla döviz ihaleleri yapılması” ilkesi bu yıl da korunmuştur.

Yılın ilk üç ayında TL, ABD doları karşısında değer kazanmaya başlamıştır. Bunun arkasında yatan neden, IMF ile yapılan 7. Gözden Geçirmenin ve enflasyondaki istikrarlı düşüşün beklentileri olumlu yönde şekillendirmesidir. Bu dönemde, döviz arzındaki gelişmeler dikkate alınarak 23 Ocak'ta döviz alım ihalelerine başlanmıştır. Sonrasında, Kıbrıs referandumu ve AB üyeliği konusundaki belirsizlikler ve FED'in faiz artırımına gideceği yönündeki beklentilerin kuvvetlenmesi ile döviz kurları yükselişe geçmiştir. Bu sebeple 27 Nisan'da döviz alım ihalelerine ara verilmiştir. Bu dönemde, Kıbrıs görüşmeleri ile ilgili olumlu gelişmelerin etkisiyle beklentilerde görülen iyileşme ile birlikte döviz kurlarında aşırı dalgalanma gözlenmiştir. TCMB, bu oynaklığı önlemek amacıyla 16 Şubat tarihinde

döviz piyasalarına alım yönlü müdahale etmiş ve bu dönemde NUR kalemi ciddi ölçüde artmıştır.

27 Nisan tarihinden sonra ise piyasalarda hakim olan havanın etkisiyle döviz arzında görülen daralma sonucu kurların yükselişi devam etmiştir. TCMB, bu sefer, 11 Mayıs'ta doğrudan satım yönünde müdahalede bulunmuştur. Bu müdahale NUR kalemini azaltan bir etki yapmıştır.

TCMB'nin yıl içerisinde, ihale ve müdahale yoluyla yapmış olduğu döviz işlemleri toplamda 5,4 milyar ABD dolarına ulaşmıştır.

Yıl boyunca NUR kalemini etkileyen bir diğer etken de, Hazine'nin döviz cinsinden iç ve dış borç ödemeleri ile IMF'den kullanılan krediler olmuştur. Bu kalem, Hazine'nin dış borç servisi, IMF'ye anapara ve faiz ödemeleri ile doğrudan döviz satım müdahaleleri ile azalış gösterirken, IMF'den kullanılan krediler ve doğrudan alım müdahaleleri sonucunda artış göstermek suretiyle 2004 yılı boyunca dalgalı bir seyir izlemiştir.

3.5. 2005 Yılı Para Politikası

2001 yılı krizinden 2005 yılına kadar olan süreçte, uygulanan güçlü ekonomiye geçiş programı çerçevesinde önemli bir iktisadi dönüşüm yaşanmıştır. Yapısal reformlar ve bu çerçevede Merkez Bankası'nın bağımsızlığı yolunda atılan adımlar, mali disiplin ve uygulanan dalgalı döviz kuru rejimi sayesinde, T.C. Merkez Bankası "fiyat istikrarını sağlamak" nihai amacı doğrultusunda önemli aşamalar kaydedilmiştir.

Bu dönemde, uygulanan sıkı para politikaları, maliye politikalarının kararlılıkla sürdürülmesi ile daha da güçlenmiş ve finansal piyasalarda kaybolan güven unsurunun yeniden hakim olmasını sağlamış, gerek kamu gerekse özel sektörde iktisadi davranış biçimleri hızla değişmeye başlamıştır. Bu anlamda, enflasyon hedeflemesine geçiş için elverişli ortamın sağlandığı söylenebilir.

2005 yılında, Merkez Bankası, makroekonomik istikrarın olmazsa olmaz koşulu olan fiyat istikrarı hedefinin güvenilirliğini daha da artıracak olan açık enflasyon hedeflemesi stratejisine aşamalı olarak geçme kararı almıştır. Bu süreçte, para politikası karar alma mekanizmasında faiz kararlarının zamanlaması ve yönünün

daha şeffaf ve öngörülebilir hale getirilmesi üzerine odaklanılmıştır. Ayrıca, açıklık ve hesap verebilirlik ilkelerine paralel olarak, karar alma sürecinin diğer unsurları hakkında giderek daha fazla bilgi paylaşılmaya başlanmıştır.

2006 yılında enflasyon hedeflemesine geçilmesi ile birlikte, bu uygulamanın gereklerinin karşılanabilmesi amacıyla, önümüzdeki üç yıl için uygulanacak olan yeni bir ekonomik program tasarlanmaktadır. Bu programın da mali ve parasal disiplin ile yapısal reformlar üzerinde odaklanacağı Merkez Bankasıca duyurulmuştur.

2006 yılında yapılacak olan, ancak 2005 yılını da doğrudan etkileyen bu uygulamaların yanısıra 2005 yılı için belirlenen büyüme hızı % 5 ve enflasyon hedefi % 8 olarak öngörülmüş ve Eylül ayı itibariyle büyüme oranları henüz açıklanmamış olmakla birlikte, bu ay için gerçekleşen enflasyon oranı % 7,99 ile tutturulmuştur.

Merkez Bankası, uygulanmaya devam edilen dalgalı kur rejimi gereğince, 2005 yılında da döviz kurlarının piyasa koşullarına göre oluşmasına büyük önem verilerek, yalnızca döviz kurlarında her iki yönde aşırı dalgalanma görüldüğünde döviz piyasasına doğrudan müdahale edileceğini ve yıl içerisinde sadece döviz rezervlerini güçlendirmeye yönelik olarak ihale yöntemiyle döviz alımları yapılacağını açıklamıştır.

IMF'ye sunulan 26 Nisan 2005 tarihli Niyet Mektubu ile daha önceki yıllarda olduğu gibi, 2005 yılı için Para Tabanı ve Net Uluslararası Rezervlere ilişkin performans ve Net İç Varlıklara ilişkin gösterge niteliğinde hedefler konulmuş ve 2005 yılı Haziran ayı itibariyle bu hedef değerlere ulaşılmıştır (Tablo 3.5).

Tablo 3.5: 2005 Yılı Performans Kriterleri, Gösterge Değerler ve Gerçekleşmeleri

	Parasal Taban Üst Limit (Trilyon TL)		Net İç Varlıklar Üst Limit (Trilyon TL)		Net Uluslararası Rezerv Seviyesi (Milyon Dolar)	
	Hedef ¹	Ger.	Hedef ¹	Ger.	Hedef ²	Ger.
31 Mayıs 2005	23.600	22.976	37.700	31.315	2.000	5.835
31 Haziran 2005	23.600	22.598	37.700	23.987	2.000	10.455

Kaynak: TCMB.

(1) Üst sınırlar, söz konusu tarihlerdeki ve bu tarihlerin her biri ile sona eren son beş iş günündeki stokların ortalaması üzerinden hesaplanacaktır.

(2) Alt Sınır

(P) Performans Kriteri, (G) Gösterge Değer

2005 yılında Merkez Bankası'nın temel para politikası aracı, önceki yıllarda olduğu gibi, kısa vadeli faiz oranları olmuştur. Bu oranlar, Bankalararası Para Piyasasında TL depo işlemleri ve Açık Piyasa işlemleri çerçevesinde İMKB Repo-Ters Repo Pazarında yapılan işlemler aracılığıyla belirlenmiştir.

2005 yılı Haziran ayına kadar olan dönemde Merkez Bankasınca piyasalarda oluşacağı beklenen likidite sıkıntısı yaşanmamıştır¹⁰. 2004 yılının ikinci yarısından itibaren, özellikle Hazine'nin Merkez Bankası'na olan itfaları, yine Hazine'nin döviz cinsi net borç ödemeleri ve para tabanı artışı sonucu mevcut likidite fazlası azalmaya başlamıştır. Nitekim, 2004 yılı başında 8,8 katrilyon TL civarında olan piyasadaki fazla likidite, 17 Aralık 2004 itibarıyla 1,4 katrilyon TL düzeyine gerilemiştir. Ancak beklenin aksine, piyasalardaki likidite fazlası özellikle Merkez Bankası'nın döviz alımlarına bağlı olarak devam etmiştir.

2001-2005 dönemi gelişmeleri özetlenecek olursa; sermaye hareketlerinin tamamen serbest olduğu, finansal piyasaların geliştiği ve TCMB'nin yasal düzenlemelerle kazanmış olduğu bağımsızlık sayesinde daha etkin şekilde para politikası uygulayabildiği 2001 sonrası dönemde, likidite kontrolü ve fiyat istikrarına yönelik olarak kullanılan temel para politikası aracı kısa vadeli faiz oranları olmuştur. Bunun yanı sıra TCMB Bankalararası Para Piyasasında TL depo işlemleri ve Açık Piyasa işlemleri çerçevesinde, İMKB Repo-Ters Repo Pazarında gerçekleştirilen işlemler ile piyasalardaki likiditeyi aktif şekilde düzenlemiştir. Özellikle 1980'li yıllarda öncelikli para politikası aracı olarak kullanılan disponibilite ve reeskont oranları bu dönemde terk edilmiştir. Zorunlu karşılıklar oranı ise dönem dönem yapılan düzenlemeler ile etkinleştirilerek kullanılmıştır.

3.6. Para Politikası Açısından TCMB Analitik Bilançosunun Analizi

Para politikası Merkez Bankalarının banka ve banka dışı kesimlere olan yükümlülüklerini değiştirmek yoluyla iktisadi faaliyetlerin seyrini etkileyebilmesidir. Bir ülkede uygulanan para politikaları uygulamalarının izlenebileceği en önemli kaynak ise o ülkenin Merkez Bankası Bilançosudur.

¹⁰ Bknz. 20 Aralık 2004 tarihli "2005 Yılında Para ve Kur Politikası" konulu duyuru.

Merkez Bankası Bilançoları söz konusu uygulamaları sonucu biçimlenmekte ve dolayısıyla ekonomik birimlerin karar alma sürecinde en önemli yol göstericilerden olmaktadır. Bu anlamda Merkez Bankası Bilançolarının anlaşılması çok önemlidir. Ancak, bilindiği üzere Merkez Bankası Bilançolarında para politikaları ile doğrudan ilgili olmayan kalemler de yer almakta olup, bunlar oldukça karmaşık ve anlaşılması güç bilgi kaynaklarıdır. Bu yüzden, para politikası incelemelerinde Bilançodan ziyade Analitik Bilanço kullanılması tercih edilmektedir.

Analitik Bilançolar, para ve kur politikasının esas parametrelerini göstermektedir. Bu nedenle, Analitik Bilançoda yıllık Bilançonun aktifinde bulunan sabit kıymetler, bina ve demirbaşlar ile pasifinde bulunan öz varlık veya ihtiyatlar gibi para politikası ile ilgili olmayan kalemlere yer verilmektedir.

TCMB Analitik Bilançosu da, 1986 yılından beri kamuoyuna sunulmakta olan, Merkez Bankası Bilançosu kalemlerinin toplam olarak düzenlendiği ve Bilançonun finansman şekli ile bu finansman yoluyla yaratılan varlıkları gösteren ayrıntılardan kaçınmış bir tablo olup, yalnızca para politikasının etkin işleyişinde geçerli kalemleri dikkate almaktadır.

3.6.1. 2001-2005 Dönemi Analitik Bilanço gelişmeleri

Kronik enflasyon, yüksek faiz oranları ve gittikçe bozulan borç dinamikleri nedeniyle sorunlar yaşayan ekonomisini istikrara kavuşturmayı hedefleyen Türkiye, 1999 yılı Aralık ayında IMF tarafından desteklenen döviz kuruna dayalı bir istikrar programı (DKDİP) uygulamaya başlamıştır.

Genel olarak bakıldığında, sabit kur rejimleri enflasyonu düşürmede oldukça etkili olmakla beraber, ülke yapısına bağlı olarak programın çöküşü ve ekonomik krizlere yol açacak büyük riskler taşımaktadır. 1999 yılında tasarlanan DKDİP, uygulanmaya başladıktan 18 ay sonra genişleyecek bir döviz kuru bandına geçişi öngörmesi ile sabit kur sisteminden çıkış için ileriye dönük bir stratejiden yoksun değilmiş gibi görünmekteydi. Ancak, teoride olumlu sonuçlar getireceği hesaplanan bu program, bir takım ülke gerçeklerinin baskın gelmesi ile büyük bir krize zemin hazırlamıştır.

Bugün, programın çöküşüne neden olan en önemli etkenler arasında; bu dönemde uygulanan tutarsız mali politikalar, zayıf ve kırılabilir yapıya sahip bankacılık sektörü, öngörülen çıkış stratejisinin finansal piyasaların verebileceği tepkiler hesaba katılmadan planlanmış olması ve bu dönemde döviz kurunun yükseltilmesinin refahı yükseltici hale geldiği olumsuz şokların varlığı sayılmaktadır (Özmen, 2005: 5).

Tablo 3.6: 2001-2005 Dönemi Analitik Bilanço Verileri (Milyar TL)

	2001	2002	2003	2004	2005/6
<u>VARLIKLAR</u>					
DIŞ VARLIKLAR	34.409.563	50.995.283	52.891.85	53.592.147	58.726.148
İÇ VARLIKLAR	25.679.957	23.075.242	23.605.27	21.080.644	18.310.406
Nakit İşlemler	25.664.127	24.221.843	22.881.79	19.048.118	16.090.897
Hazine Borçları	34.403.119	30.812.443	28.019.13	23.236.563	20.333.227
Bankamız Portföyü	34.459.512	30.919.409	28.078.80	23.292.479	20.371.160
5 Kasım 2001 öncesi DİBS	34.301.090	30.919.409	28.078.80	23.292.479	20.371.160
İkincil Piyasadan Alınan DİBS	158.422	0	0	0	0
Diğer	-56.394	-106.966	-59.673	-55.916	-37.933
Bankacılık Sekt. Aç.Krediler	16.270	12.804	6.556	7.678	7.975
TMSF'ye Kullandırılan Krediler	750.000	250.000	0	302.300	0
Diğer Kalemler	-9.505.262	-6.853.404	-5.143.890	-4.498.423	-1.250.305
Değerleme Hesabı	-174.804	-1.146.601	723.478	2.032.526	2.219.509
İMF Acil Yardım Takip Hesabı	190.634	0	0	0	0
TOPLAM	60.089.520	74.070.525	76.497.13	74.672.791	77.036.554
<u>YÜKÜMLÜLÜKLER</u>					
TOPLAM DÖVİZ	50.220.700	53.551.071	52.362.59	49.929.437	46.925.778
Dış Yükümlülükler	36.733.224	37.368.781	35.647.91	30.554.024	24.576.806
İç Yükümlülükler	13.487.475	16.182.290	16.714.67	19.375.413	22.348.972
Döviz Olarak Takip Olunan	3.139.113	5.462.814	6.518.301	6.099.459	9.945.256
Bankaların Döviz Mevduatı	10.348.363	10.719.476	10.196.37	13.275.954	12.403.716
MERKEZ BANKASI PARASI	9.868.820	20.519.454	24.134.53	24.743.555	30.110.776
Rezerv Para	7.975.887	10.668.323	15.010.39	30.327.876	24.749.225
Emisyon	5.282.660	7.635.622	10.675.52	13.465.237	16.283.524
Bankalar Mevduatı	2.520.198	2.791.824	4.191.278	6.723.267	8.295.979
Bankalar Zorunlu Karşılıkları	1.626.371	1.671.841	2.288.617	3.115.294	3.670.381
Bankalar Serbest İmkânı	893.827	1.119.983	1.902.661	3.607.973	4.625.598
Fon Hesapları	104.157	178.059	48.310	24.372	140.233
Banka Dışı Kesimin Mevduatı	68.872	62.818	95.281	115.000	29.489
Diğer Merkez Bankası Parası	1.892.934	9.851.131	9.124.140	4.415.479	5.361.551
Açık Piyasa İşlemleri	1.243.969	9.578.737	8.260.095	3.622.090	2.366.006
Kamu Mevduatı	648.964	272.394	864.045	793.389	2.995.545
TOPLAM	60.089.520	74.070.525	76.497.13	74.672.791	77.036.554

Kaynak: TCMB Yıllık Raporları 2001-2004 ve Para Politikası Raporu 2005.

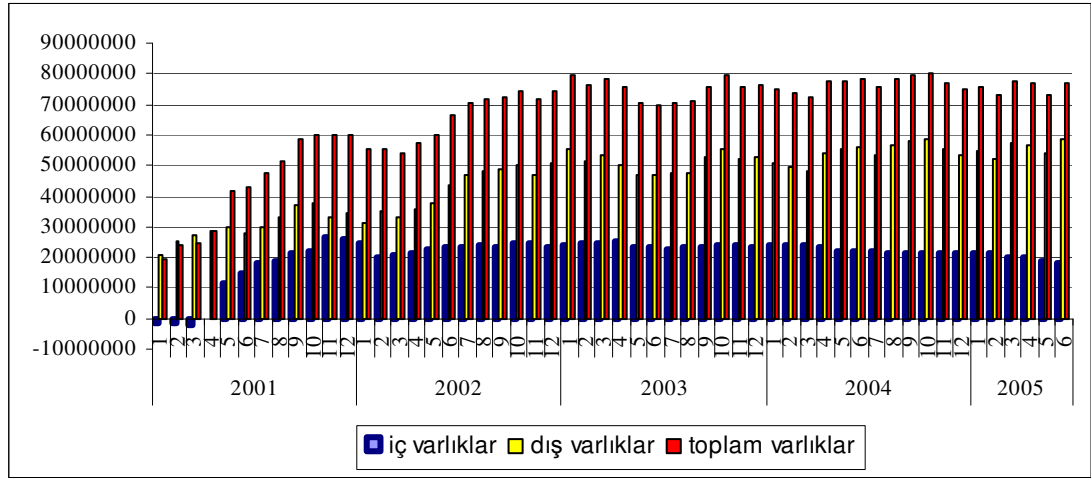
TCMB'nin Analitik Bilançosuna bakıldığında, ülkemizde 2001 yılından bu yana güçlü ekonomiye geçiş programı ve bu çerçevede uygulanan para politikalarının finansal piyasalar ile genel ekonomi üzerinde ne denli etkin olduğu ve ülke ekonomisinin ne durumda olduğu hakkında bilgi edinmek mümkündür (Tablo 3.6).

2001-2005 yılları arasında uygulanan para programı neticesinde Analitik Bilançonun aktifinde ve pasifinde meydana gelen gelişmeler olarak izleyen alt bölümlerde açıklanmaktadır.

3.6.1.1. Analitik Bilançonun aktifindeki gelişmeler

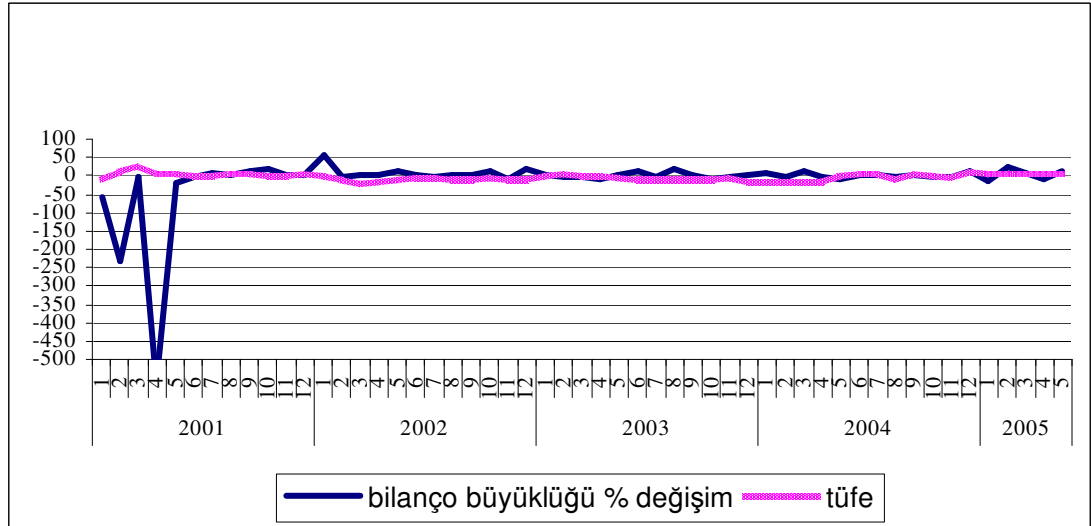
Analitik Bilançonun aktifinde Dış Varlıklar ve İç Varlıklar olmak üzere iki ana kalem vardır. Toplam İç Yükümlülükler ile ölçülen Bilanço büyüklüğü bu iki kalemlerle yakından ilgili olup, bir Bilanço analizinde bakılması gereken temel büyüklüklerden birisidir.

Etkin bir para politikası yürütmek isteyen merkez bankalarının öncelikle kendi Bilanço büyüklüklerini kontrol ve denetim altında tutmaları gerektiği genel kabul gören bir olgudur. Bu anlamda TCMB, 2001 yılı sonrasında şekillenen para politikası gereğince kendi Bilanço büyüklüğünü kontrol altında tutmak için İç Varlıklarındaki büyümeyi sınırlandırarak, Dış Varlıklar kalemindeki artış ile likidite yaratma yoluna gitmiştir. 2005 yılına kadar olan döneme ait veriler incelendiğinde likidite yönetimin öngörüldüğü şekilde uygulandığı açıkça görülmektedir (Grafik 3.21). Bu dönemde Dış Varlıkların Bilanço içerisindeki payı mümkün olduğunca yüksek tutularak, aktifin kalitesinin yüksek olması sağlanmış ve özellikle iç kredilerin kontrol altına alınmaya çalışılması ile İç Varlık büyümesinin önüne geçilerek daha etkin bir para politikası yürütülmüştür.

Grafik 3.21: İç varlıklar ve Dış Varlıkların Toplam Varlıklar İçerisindeki Payı

Bilanço büyüklüğünün genel olarak belirlenmiş ideal bir düzeyi olmamakla birlikte, finansal sistemin sağlıklı gelişebilmesi ve para politikası hedeflerine ulaşabilmesi için düşük seviyelerde tutulmasının gerekliliği kabul edilmektedir.

2001-2005 yılları arasında, Bilanço büyüklüğünde enflasyon oranı ile paralel bir artış olması öngörülmüştür.

Grafik 3.22: Bilanço Büyüklüğündeki Değişim

Grafik 3.22’de görüldüğü üzere, 2001 yılı kriz dönemindeki dikkat çekici dalgalanma dışında, Bilanço büyüklüğünde görülen yüzdelerik değişim ile TÜFE arasındaki ilişki hedeflenen seviyelerde gerçekleşmiştir.

TCMB'nin uyguladığı para politikası ve sonucunda şekillenen Analitik Bilançosu, 2001 yılı başından 2005 yılı Haziran ayına kadar olan dönemde incelendiğinde bir takım önemli tespitleri yapmak mümkündür.

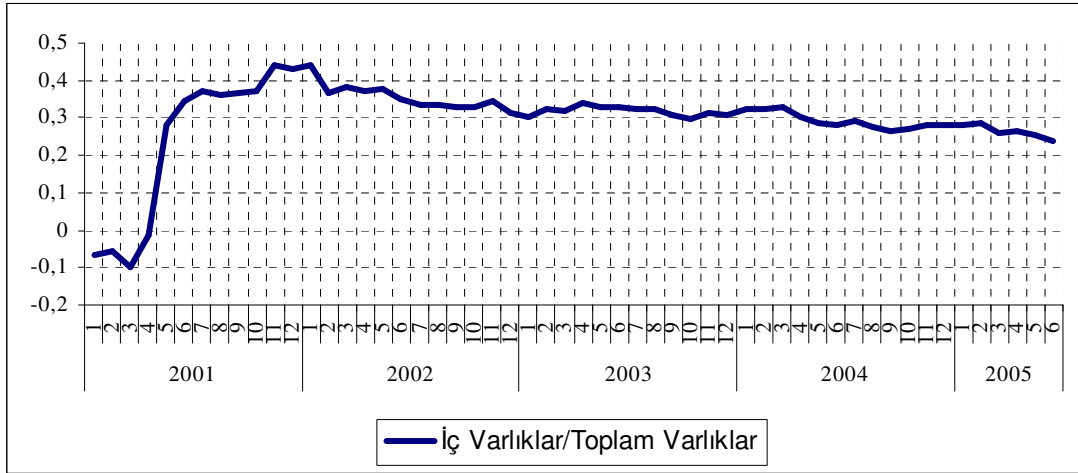
- **İç Varlıklar gelişmeleri**

TCMB'nin 2001 yılında öncelikli amacı, kriz sırasında kilitlenen ödemeler sistemine işlerlik kazandırmak olmuştur. Bu amaca yönelik olarak Hazine'nin desteği ile çok geniş çaplı bir likidite operasyonu başlatılmış ve bu kapsamda kamu bankalarına ve TMSF bünyesindeki bankalara toplam 21 katrilyon tutarında likidite sağlanmıştır.

Operasyonun başında Hazine, kamu bankalarının görev zararlarını kapatmak için Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) ihraç etmiş ve bankaların negatif sermaye dengelerine müdahale etmiştir. Bu senetlerin kupon oranları TCMB repo oranlarına endekslenmiştir. Bu işlemle, dolaylı kamu borçları doğrudan kamu borçlarına dönüştürülmüştür.

Bir sonraki adımda TCMB, Hazine tarafından ihraç edilen 14 katrilyonluk senetleri doğrudan satın almıştır. TCMB, aynı zamanda bu bankalara 7 ve 14 gün vadeli olmak üzere toplam 7 katrilyon tutarında repo kolaylığı sağlamıştır. 14 katrilyon liralık tutar Merkez Bankası Bilançosunun aktifinde yer alan Menkul Değerler Cüzdanı ve pasifinde yer alan Tedavüldeki Banknotlar hesaplarında artışa yol açmıştır. Bunun yansıması olarak, Analitik Bilançoda Menkul Değerler Cüzdanının aktarıldığı İç Varlıklar kalemi altındaki Hazine Borçları-Bankamız Portföyü hesabı ve pasifinde Emisyon hesabı artış göstermiştir.

Bu işlemler sonucunda piyasalarda oluşan ve geçici olarak nitelenen yüksek miktarlı likidite fazlası ise yoğun olarak Açık Piyasa işlemleri ile çekilmeye çalışılmıştır. Dolayısıyla Bilançodaki Açık Piyasa İşlemleri hesabı değişim göstermiştir. Bunun yansıması ise Analitik Bilançonun aktifinde yine Hazine Borçları-Banka Portföyü ile pasifinde Diğer Merkez Bankası Parası-Açık Piyasa İşlemlerinden Borçlarımız hesaplarında görülmüştür.

Grafik 3.23: İç Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı

Bu gelişmelerin etkisiyle İç Varlıklar kalemi 2001 yılı Şubat krizi sonrasında yüksek oranda artış göstermiş ve Bilanço içerisindeki payı eksi 0,1 düzeylerinden sene sonu itibariyle 0,5 düzeylerine çıkmıştır (Grafik 3.23).

Grafiğe bakıldığında, İç Varlıklar kaleminin 2001 senesindeki dalgalanma dışında 2002 Ocak ayından başlayarak 0,4-0,2 aralığında seyrettiği ve gittikçe artan bir düşme eğiliminde olduğu görülmektedir. Bunda en büyük etken TCMB'nin uyguladığı İç Varlıklara sınır koyarak, Dış Varlıklar ile likidite yaratma politikasıdır. Bu politika gereği, Toplam Varlıklar içerisindeki Dış Varlıklar kaleminin payı artarken, İç Varlıklar kaleminin payı da matematiksel olarak azalmıştır.

İç varlıklar kaleminin genel seyrinin düşme eğilimli olmasının temel nedeni olan bu politika gereği yapılan uygulamaların yanısıra, 2001-2005 döneminde bu hesabın seyrinde etkin olan diğer faktörler; bankacılık operasyonu çerçevesinde yapılan işlemler, 1211 sayılı Merkez Bankası Kanunu'nda yapılan değişikliklerle Hazine'ye verilen avansın yasaklanması, dalgalı kur rejimine geçilmesi, Hazine'nin borçlanma durumu, repo ters repo işlemlerinin yoğunluğu ve TL'deki değer değişimleri olarak sıralanabilir.

Bu faktörlerin Analitik Bilanço'yu ne şekilde etkilediğine bakılacak olursa; yukarıda anlatılan bankacılık operasyonu çerçevesinde TMSF nezdindeki bankalara kredi verilmesi ile İç Varlıklar kaleminde yüksek oranlı artış gözlenmiştir. Hazine'ye verilen avansın yasaklanması kapsamında 5 Kasım 2001'e kadar yapılan geçiş uygulamasının İç Varlıklar kalemi üzerindeki etkisi sınırlı olmuştur. Ancak 5

Kasım 2001 tarihinden itibaren Hazine'ye avans yasağı uygulamasının tam olarak hayata geçirilmesi ile bu tarihten sonra, İç Varlıklar kalemi nispeten kontrol altına alınabilmiş ve bu kalemin belirli bir aralıkta seyretmesi sağlanmıştır.

7 Şubat 2002'de Hazine, IMF tarafından kendisine verilen kredilerin bir kısmını kullanarak TMSF bünyesindeki bankalara önceden ihraç etmiş olduğu DİBS'leri erken itfaya tabii tutmuştur. Söz konusu bankalar ise Hazine'den bu yolla aldıkları likiditenin bir kısmı ile Merkez Bankası'na repo işlemlerinden kaynaklanan borçlarını ödemişlerdir. Bu işlemlerden dolayı Hazine Borçları ve Değerleme Hesabının negatif yönde artması ile İç Varlıklarda azalış kaydedilmiştir.

Hazine ile TCMB arasında 6 Mayıs 2002 tarihinde imzalanan Kâr Payı Aktarım Protokolü uyarınca, TCMB 2001 yılı dönem kârından Hazine'ye aktarılması gereken tutar, 10 Mayıs 2002 tarihinde daha önce Hazine tarafından TCMB'ye ihraç edilmiş bulunan DİBS'lerin kupon ödemeleri ve ana para itfaları için kullanılmıştır. Bu durumda yine Hazine Borçları kalemi azalmış, Değerleme Hesabı hareket görmüş, dolayısıyla İç Varlıklar kalemi azalmıştır.

Ayrıca, Bilançoda yapılan bir düzenleme ile İç Varlıkların alt kalemi olan IMF Acil Yardım Takip (Hazine) hesabında izlenen tutar, Hazine'nin yükümlülüğü olarak takip edilmeye başlanarak, bu hesap sıfırlanmıştır. Dolayısıyla, bu durum da İç Varlıklar hesabının azalmasına yol açmıştır.

2003-2005 döneminde İç Varlıklar kaleminin % 20 seviyelerinde seyrettiği, dalgalanmalara maruz kalmadığı ve genel olarak düşme eğiliminde olduğu görülmektedir. Bu dönemde, güçlü ekonomiye geçiş programı gereğince yapılan uygulamaların işlerlik kazandığı ve etkilerinin artık hedeflenen seviyelerde tutulabildiği görülmektedir.

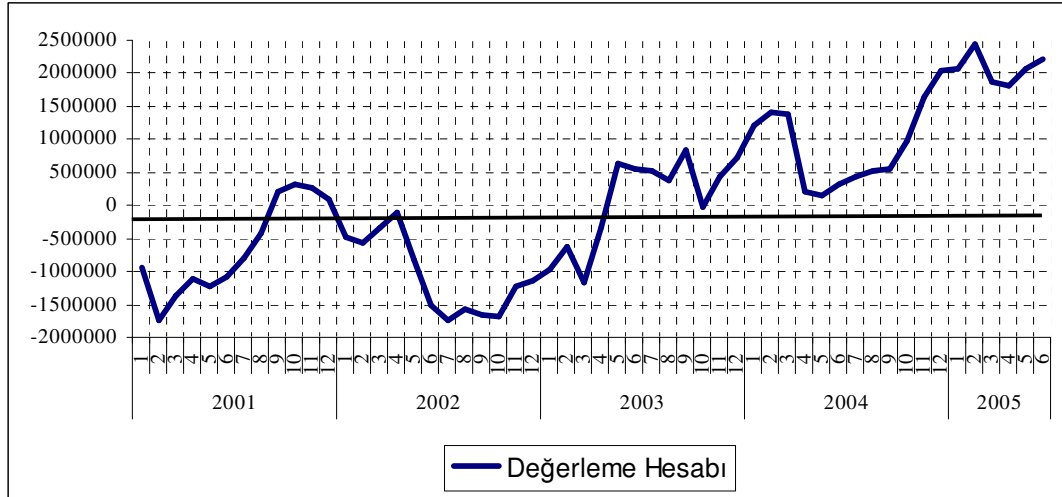
İç Varlıklar gelişmelerini anlatırken üzerinde durulması gereken bir diğer önemli faktör Değerleme Hesabındaki değişimlerdir.

2001 krizi sonrası dönemde dalgalı kur rejimine geçilmesi ile birlikte Türk Lirasında yaşanan yüksek oranlı değer kaybı nedeniyle negatif yönde büyüyen Değerleme Hesabı, İç Varlıklar kaleminin artmasına yol açmıştır. Bilindiği gibi, Analitik Bilançonun aktifinde İç Varlıklar kalemi altında gösterilen bu hesap, Türk

lirasının yabancı paralar karşısındaki değerinin değişmesine paralel olarak Merkez Bankası'nın dış varlık ve yükümlülüklerinin yeniden değerlendirilmesi sonucunda oluşan kur farklarını içermektedir. Bu kalemin Bilançodaki payının büyümesi, Merkez Bankası'nın para politikasını yürütürken aktif kalemlerini kullanabilme olanağını sınırlar ve esnek bir politika izlenebilmesini engeller. Bu hesabın kısa sürede tasfiye edilemeyecek bir kalem olması, Bilançonun aktifinin uzun vadeli olmasına yol açar. Tanımından da anlaşılacağı üzere Merkez Bankası'nın direkt kontrolünde olmayan bir kalem olan değerlendirme hesabının Bilanço içindeki payının yükselmesi, "Bilanço büyüklüğünün İç Varlıkların kontrol altında tutularak sağlanması" ilkesinin uygulanabilirliği açısından istenmeyen bir durumdur.

Bu kalemin 2001-2005 döneminde gösterdiği değerler baz alınarak çizilen Grafik 3.24 incelendiğinde, bu dönem için Değerleme Hesabındaki gelişmelerin genel olarak hedeflenen seviyelerde olduğu, ancak bu hesabın 2004 yılının ortalarından itibaren yükselme eğiliminde olduğu görülmektedir.

Grafik 3.24: Değerleme Hesabının Gelişimi



Bu durumun temel nedeni, Değerleme Hesabının TL'deki değerlendirme süreci ile birebir ilgili olmasıdır. 2001-2005 döneminde Değerleme Hesabının bazen negatif, bazen de pozitif değerler aldığı görülmektedir. Burada dikkat edilmesi gereken nokta, Değerleme Hesabının Analitik Bilançoda negatif değerler almasının, bu hesabın Bilançoda lehte kur farkını ve Değerleme Hesabı kârını gösterdiğini; pozitif değerler almasının ise aleyhte kur farkını ve Değerleme Hesabındaki zararı gösterdiğidir.

Değerleme Hesabının durumunu belirleyen temel unsurlar arasında, Hazine'nin borçlarını ödeme şekli, kur seviyesi ve döviz yükümlülüklerini oluşturan döviz cinsi ile Dış Varlıkları oluşturan döviz cinsinin paritesindeki değişim yer almaktadır.

Söz konusu unsurlar incelendiğinde şu tespitleri yapmak mümkündür:

➤ Hazine'nin Değerleme Hesabı karşılığında menkul değer olarak ödeme yaptığı dönemlerde Değerleme Hesabı azalmıştır. DİBS'lerin birikmiş faizlerinin erken itfaya tutulduğu dönemlerde de benzer şekilde Değerleme Hesabında azalma görülmüştür.

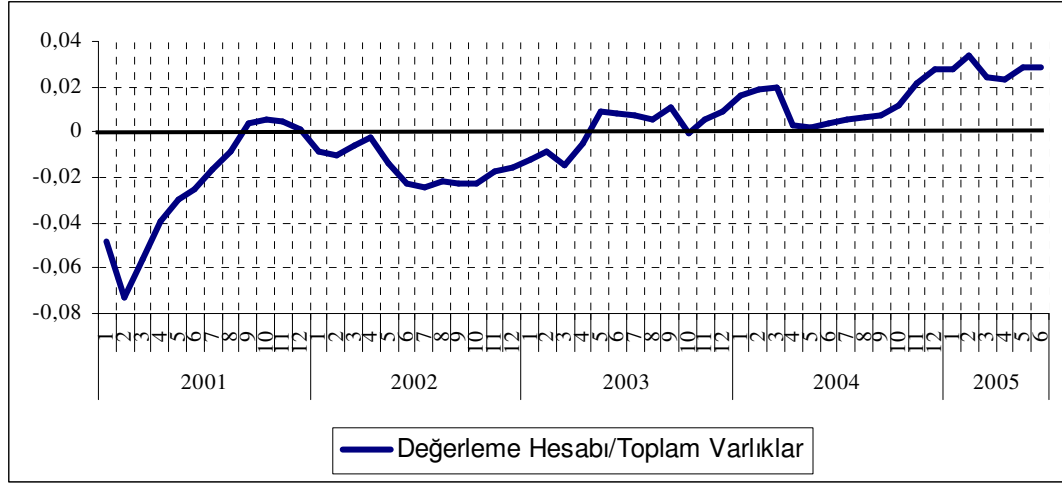
➤ TL'de 2002 yılından beri süregelen bir değerlenme söz konusudur. TCMB Dış Varlıklarının Toplam Döviz Yükümlülüklerine oranı 1,2 seviyelerindedir ve Banka'nın Toplam Döviz Yükümlülüklerinin çoğunluğu euro cinsindedir. Buna paralel olarak 2004 yılından itibaren uygulanmaya başlanan TCMB risk yönetimi¹¹ çerçevesinde Dış Varlıklarının çoğunluğunun da euro olarak tutulması esastır. Ancak mevcut durumda halen döviz yükümlülüklerinin büyük kısmı euro, Dış Varlıkların büyük kısmı ise dolar cinsindedir. TL ve euro/dolar paritesindeki değişimler, Dış Varlıklar hesabındaki azalış/artış ile Toplam Döviz Yükümlülükleri hesabındaki azalış/artış arasındaki fark kadar Değerleme Hesabına zarar/kâr kaydedilir. Bilançonun aktifine işlenecek bu aleyhte/lehte kur farkı Analitik Bilançoya pozitif/negatif değer olarak geçecektir.

Bu faktörlerin etkilerini tek tek değerlendirerek genel bir izlenim edinmek zordur. Örneğin, bir faktörün yarattığı değerleme zararı bir başka faktörün yarattığı yüksek oranlı bir değerleme kârı tarafından bastırılacak ve toplamda değerleme hesabında zarar değil kâr görünecektir. Bu nedenle, para politikası açısından değerlendirildiğinde önemli olan değerleme hesabındaki negatif veya pozitif yönlü nominal değişimler değil, bu hesabın Toplam Varlıklar içindeki payıdır.

¹¹ MB rezervlerini yönetirken öncelikle güvenli yatırım unsurunu dikkate almakta, sonrasında likidite ve getiri unsurlarını göz önüne alarak hareket etmektedir. Bu çerçevede riski en aza indirmek açısından, döviz yükümlülükleri kompozisyonu ile dış varlıklar kaleminin kompozisyonu aynı şekilde ayarlanmaktadır.

Değerleme Hesabı tanımı gereği direkt belirlenebilir bir büyüklük değildir. Ancak, Bilanço içerisindeki payının mümkün olduğunca düşük olması, para politikası esnekliği açısından istenilen bir durumdur.

Grafik 3.25: Değerleme Hesabının Toplam Varlıklara Oranı



Bu bağlamda, Değerleme Hesabının Toplam Varlıklar içerisindeki payını gösteren DH/TV oranı para politikasının esnekliği ile ilgili yorum yapılırken önemli bir yol gösterici olmaktadır (Grafik 3.25).

Grafik 3.25'e incelendiğinde, DH/TV oranının dönem dönem negatif değerler aldığı görülmektedir. Bunun nedeni, lehte kur farkı oluştuğunda, Bilançonun pasifine işlenmesi ve Analitik Bilançonun aktifinde İç Varlıklar kalemi altında yer alan Değerleme Hesabına negatif olarak geçmesidir.

Değerleme Hesabının Toplam Varlıklar içerisindeki payı incelenirken, bu değer in işareti (+/-) dikkate alınmayarak, yalnızca orandaki değişime bakılmalıdır. Grafik 3.25 incelendiğinde, 2001 yılından itibaren DH/TV oranının en yüksek 0,08 değerini aldığı ve bunun 2001 yılında yaşanan kriz dönemine rastladığı açıkça görülmektedir. Bu dönem dışındaki genel seyir 0,02 düzeyindedir. Değerleme hesabının Bilanço hacmindeki payının bu denli düşük olması, para politikasının esnekliği açısından istenilen bir durum olup, 2001 sonrası dönem için değerlendirme hesabından kaynaklanan bir zorlanmanın olmadığı görülmektedir.

2004 yılı ikinci yarısından itibaren bu oran yükselmeye başlamış ve 2005 yılı Haziran ayı itibarıyla 0,04 değerini almıştır. DH/TV oranı yükselmiş olmasına

rağmen, bu payla para politikası uygulamasında herhangi bir sakınca yaratmayacağı açıktır. Ancak, bu yükselme eğilimi dikkatle izlenmelidir.

Tüm bu bilgiler ışığında bir değerlendirme yapıldığında; İç Varlıklar kaleminin, 2001 yılında bankacılık operasyonu çerçevesinde yapılan işlemler ve dalgalı döviz kuru rejiminin etkisiyle artan kur nedeniyle yükseliş gösterdiği, ancak sene sonundan itibaren programa olan güvenin oluşması, uygulamaların işlerlik kazanması, kurun piyasa değerini bularak yüksek oranlı dalgalanmalara maruz kalmaması gibi etkenler sayesinde 2004 sene sonuna kadar göreceli olarak 0,3 ve 0,4 bandında bir seyir izlediği görülmektedir. 2005 yılı başından itibaren İç Varlıklar kaleminde görülen bu düşüşün arkasında yatan en önemli etken, nakit işlemler kalemindeki genel düşüş eğilimidir. Söz konusu kalem altındaki bankalara açılan nakit krediler ve değerlendirme hesabı kalemlerinde yükseliş görülmüş, ancak diğer tüm alt kalemlerindeki azalma bu yükselişi nötralize etmiştir.

• Dış Varlıklar gelişmeleri

Dış Varlıklar kaleminin Bilanço içerisindeki payı aktifin kalitesini göstermesi açısından önemlidir. Bu nedenle, 2001-2005 dönemi analizi için bu kalemin Bilanço içindeki payını gösteren DV/TV oranı dikkatle izlenmesi gereken bir orandır.

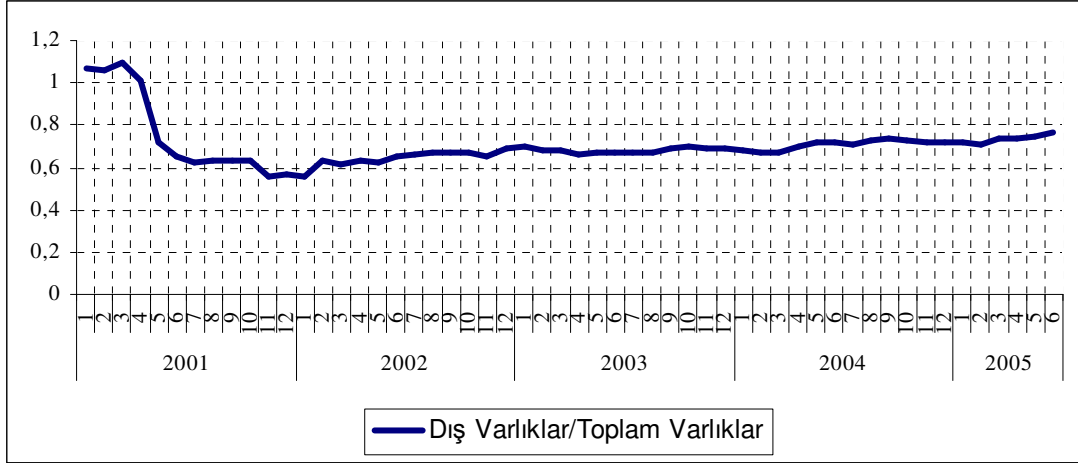
2000 Kasım ayında yaşanan küçük çaplı krizin arkasından alınan ek tedbirler ve IMF'den gelen ek rezerv kolaylığı ile piyasalar rahatlamıştır. Ancak, 2001 yılında yaşanan ekonomik ve siyasi gelişmeler sonucunda ortaya çıkan gergin atmosfer nedeniyle yoğun olarak yabancı sermaye çıkışları görülmüş¹² ve söz konusu dönemde resmi döviz rezervleri 2,7 milyar ABD dolarına gerilemiştir.

Bu gelişmeler sonucunda, 2001 Aralık ayında Dış Varlıkların Toplam Varlıklar içerisindeki payı 0,6 ile sınırlı kalmıştır. Dış varlıkların Bilanço hacmindeki payındaki düşüşde, bu dönemde İç Varlıkların payının artmasının da matematiksel olarak etkisi vardır. 2005 yılı başına kadar İç Varlıklar payı 0,3 ve Dış Varlıklar payı

¹² Sermaye çıkışının büyük bir bölümü Şubat krizini takiben Şubat-Mart döneminde yabancıların menkul kıymet satışı yoluyla gerçekleşmiştir. Bir kısmı ise bankaların özellikle kısa vadeli kredi geri ödemeleri nedeniyle meydana gelmiş olup, 2001 yılı toplam sermaye çıkışı 13,9 milyar ABD doları tutarında olmuştur (TCMB, 2001 Yıllık Raporu: 51)

0,7 civarında iken, 2005 ocak ayından itibaren İç Varlıklar payı düşerek 0,2, Dış Varlıklar payı ise artarak 0,8 değerlerinde seyretmiştir (Grafik 3.26).

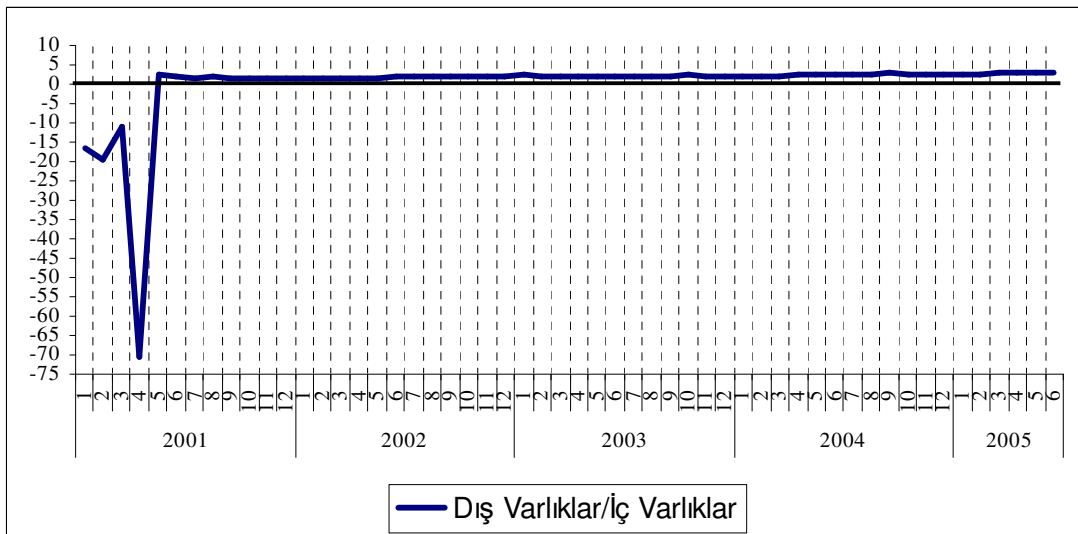
Grafik 3.26: Dış Varlıkların Toplam Varlıklara Oranı



Burada, Dış Varlıklar ve İç Varlıkların Toplam Varlıklar içerisindeki payını gösteren DV/TV ve IV/TV oranlarının yanısıra dikkat edilmesi gereken ve bu iki kalemin arasındaki ilişkiyi daha net ifade eden bir oran daha vardır. Bu iki kalemin oranlanması ile elde edilen DV/IV oranı TCMB'nin ekonominin likiditesini hangi varlık hareketiyle sağladığını göstermektedir. Bu oran için ideal değer 1 olduğu kabul edilmektedir (Yentürk, 2000: 230).

TCMB'nin likidite yönetimi esaslarını gösteren Dış varlıklar/İç Varlıklar oranı grafik 3.27'de yer almaktadır.

Grafik 3.27: Dış Varlıkların İç Varlıklara Oranı



Burada dikkat çeken bir unsur grafiğin negatif ekseninde de oluşmasıdır. Bunun nedeni, Analitik Bilançonun aktifinde Değerleme Hesabı ve Diğer Kalemlerin netleşmesidir. 2001 yılının ilk 5 aylık döneminde gösterdiği iniş-çıkışlar dikkat çeken bu oran, 2001 Mayıs ayından sonra ideal değer olan 1'e yakın seviyede seyretmiştir.

Bu oranda, 2001 yılının ilk yarısında görülen yüksek oranlı düşüşün iki önemli nedeni vardır. Bunlar; kriz öncesinde meydana gelen yoğun sermaye çıkışları nedeniyle oluşan yüksek miktarda döviz talebinin karşılanması sonucu TCMB döviz rezervlerinde görülen düşüş ve TCMB Kanunundaki değişiklikle Hazine'ye verilen avansın yasaklanmasıdır. Bu oran Mayıs ayından itibaren, bankacılık operasyonu ile TMSF bünyesindeki bankalara kredi kullandırılması ve kriz sırasında azalan döviz rezervlerinin güçlendirilmesi amacıyla döviz alım ihalelerinin yapılması ile normal seviyelere dönmüştür.

Dış varlıklar hesabı incelendiğinde, bu hesabın Altın Varlıkları, Döviz Borçluları, Dahildeki Muhabirler, Dış Krediler, İştirakler, Muvakkat Borçlular, Diğer Aktifler ve Takipteki Alacaklar alt kalemlerinden oluştuğu görülmektedir. Para politikası açısından, bu hesabın seyrinde etkili olan en önemli alt kalem Döviz Borçluları kalemidir. Diğer kalemlerin içeriklerine bakıldığında ise, Dış Varlıkların büyüklüğünde önemli bir payları olmasına rağmen para politikası uygulamaların etkin işleyişinde bir rol oynamadıkları anlaşılmaktadır.

Döviz Borçluları alt kalemi döviz ve efektif piyasalarında TL karşılığında döviz alım veya satımları olduğunda hareket görmektedir. Bu anlamda, Dış Varlıkların 2001-2005 dönemindeki seyrinde, piyasalardaki fazla likiditenin çekilmesine yönelik yapılan işlemler ve Merkez Bankası'nın döviz rezervini güçlendirme stratejisi belirleyici olmuştur.

Bankacılık operasyonu ve dış kaynaklı kredilerin Hazine tarafından iç finansman amacıyla kullanılması nedeniyle piyasalarda likidite fazlası oluşmuştur. Bu fazlalığın API yoluyla çekilemeyen kısmı, döviz ve efektif piyasalarından döviz satışı yapılarak çekilmeye çalışılmıştır. TL karşılığında yapılan bu döviz satım işlemleri gereğince Bilançoda yer alan Döviz Borçluları kalemi ve dolayısıyla Analitik Bilançoda bu kalemin yansıtıldığı Dış Varlıklar kalemi azalmıştır. Ancak,

bu azalışın etkisi, aşağıda belirtilen etkenlerin döviz rezervlerini yüksek miktarda artırmasıyla sınırlı kalmıştır.

Öncelikle, TCMB'nin Şubat krizi ile başlayan yeni dönemde İV artışına sınır getirerek DV artışıyla likidite yaratmayı amaçlaması çerçevesinde izlenen para politikası, Dış Varlıkların artmasına yol açmıştır. Bu dönemde dalgalı kur rejimine geçilmesi ile birlikte döviz piyasalarına ancak, aşırı ve geçici nitelikteki dalgalanmaları azaltmak amacıyla müdahale edilmiş ve yalnızca döviz rezervlerini yönetmek amacıyla önceden açıklanan bir program çerçevesinde döviz alım-satımları yapılmıştır. Kriz sonrasında sürekli olarak olası şoklara karşı güçlü durabilmek amacıyla döviz rezervlerini kuvvetlendirmeye yönelik alımlar yapılmıştır. 2001 senesinden 2005 senesine kadar yapılan toplam döviz alım ihaleleri 35,9 milyar ABD dolarına ulaşmıştır.

Yine bu dönemde güçlü ekonomiye geçiş programı çerçevesinde yapılan uygulamalar ile piyasalarda oluşan güven ve olumlu ekonomik havanın etkisiyle sermaye girişlerinin artması da Dış Varlıklar kaleminin artışında önemli rol oynamıştır.

3.6.1.2. Analitik Bilançonun pasifindeki gelişmeler

Ülke ekonomisinin temel göstergelerinden birisi olan TCMB Bilançosu aktif hareketli olduğu için, hakkında yorum yapılırken öncelikle aktifindeki gelişmelere bakılır. Bundan sonra, pasifte yer alan ve aktifteki varlıkların finansman şeklini gösteren kalemlere bakmak gerekir. Aynı durum, Analitik Bilanço için de geçerlidir.

Bu çerçevede, önceki bölümde Analitik Bilançonun aktifinde yer alan İç ve Dış Varlıkların 2001-2005 döneminde göstermiş olduğu gelişmeler değerlendirilmiştir. Bu bölümde ise Analitik Bilançonun pasifinde yer alan Toplam Döviz Yükümlülükleri ve Merkez Bankası Parası kalemlerinin hareketleri incelenecektir.

TCMB'nin esas olarak iki türlü finansman kaynağı olduğu bilinmektedir. Bunlar döviz finansmanı ve Türk Lirası kaynaklarıdır.

- Döviz Finansmanı

Analitik Bilançoda yer alan Toplam Döviz Yükümlülükleri kalemi TCMB'nin döviz kaynaklarını göstermektedir. Bu kalem altında Dış ve İç Yükümlülükler olarak iki ayrı hesap vardır. Bunlar TCMB'nin dahildeki ve hariçteki yerleşiklere olan döviz borcunu kapsamaktadır. Harice döviz borçları büyük ölçüde kredi mektuplu döviz tevdiat hesabı, diğer adıyla Dresdner hesabı ile devlet ve kamu için gerçekleştirilen borçlanmalardan oluşmakta ve dış yükümlülükler kaleminde izlenmektedir. TCMB'nin diğer döviz borçları yurt içinde yerleşiklere olan borçlarıdır. Bunlar kamunun ve bankaların döviz mevduatı olup, İç Yükümlülükler kaleminde takip edilmektedir. TCMB bu kalemlerdeki yükümlülükleri, istendiğinde, döviz olarak yerine getirmek durumundadır.

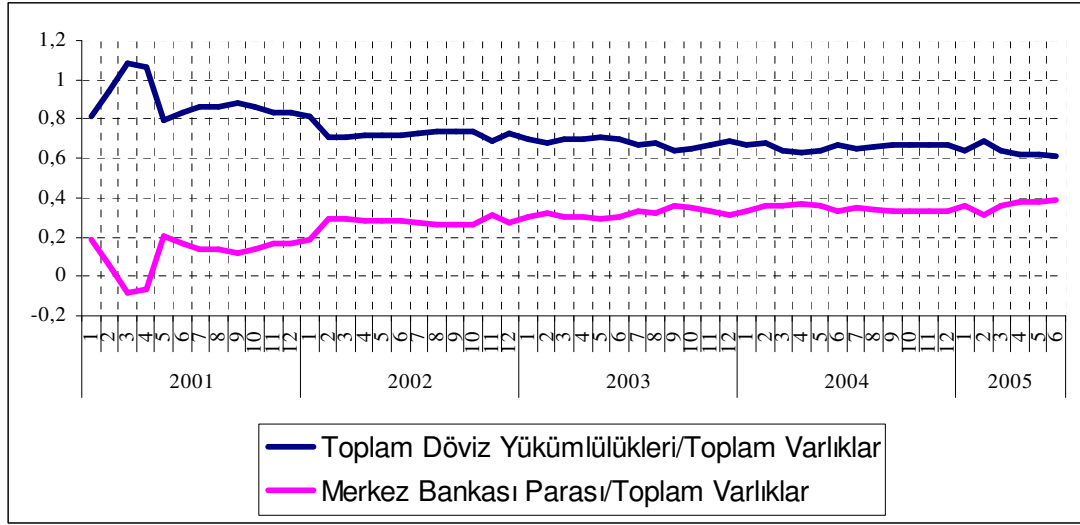
- Türk Lirası Kaynakları (MBP)

Aktifin finansmanındaki diğer kalem Türk Lirası kaynaklarıdır. Analitik Bilançoda yer alan Merkez Bankası Parası kalemi, TCMB'nin ekonomideki diğer tüm birimlere olan TL yükümlülüklerini göstermektedir. Merkez Bankası Parası, sadece TL karşılığında döviz alım satımı olduğunda hareket görmekte olup, TCMB'nin döviz borçlanması veya borç vermesi ile etkilenmemektedir.

Para yaratma aktiften pasife doğru bir süreçtir ve yaratılan paranın göstergesi, T.C. Merkez Bankası'nın tüm likit borçlarını içeren para olarak da tanımlanan Merkez Bankası Parası büyüklüğüdür. Bu büyüklük, Emisyon, Bankalar Mevduatı ve Diğer Merkez Bankası Parası kalemlerinin toplamından oluşmaktadır.

Turan (1998: 59) MBP'nin kontrol altında tutulabilecek bir büyüklük olduğunu ve bir Merkez Bankası Analitik Bilançosunun ideal pasif kompozisyonunun % 75 Merkez Bankası Parası (MBP) ve % 25 Toplam Döviz Yükümlülükleri (TDY) oranından oluşması gerektiğini belirtmektedir. Nitekim, mali yapıları gelişmiş ve enflasyonun yüksek olmadığı ülkelere bakıldığında da MBP'nin ve onun en belirleyici alt kalemi olan Emisyonun payının yüksek olduğu görülmektedir (Parasız, 1994: 276).

Bu anlamda, Bilançonun pasifinin analizi yapılırken öncelikle Bilançodaki varlıkların hangi oranlarda döviz ve TL kaynakları ile finanse edildiği incelenmelidir.

Grafik 3.28: Varlıkların Finansmanı

2001-2005 dönemi aylık verilerini kapsayan grafik 3.28'den net olarak anlaşılacağı üzere, TCMB Analitik Bilançosu yukarıda belirtilen ideal kompozisyona henüz ulaşmamıştır. 2001-2005 döneminde aktiflerin ortalama % 40 oranında MBP ve % 60 oranında TDY ile finanse edildiği görülmektedir.

2001 Şubat krizi öncesinde piyasalarda hakim olan likidite sıkışıklığı nedeniyle Emisyon kalemi 0,15'den 0,10 düzeylerine düşmüştür. Yine bu dönemde meydana gelen sermaye çıkışları nedeniyle Dış Varlıklar kaleminde görülen yüksek oranlı düşüş ile birlikte MBP'nin Bilançodaki payı kritik noktalara inmiştir. Bu durum, para politikasının etkinliği açısından çok önemli bir tehdit oluşturmuştur. Ancak, 2001 yılı Mayıs ayında uygulamaya konulan yeni program ve yeni para politikası çerçevesinde alınan önlemler ile bu tehlike kısa sürede bertaraf edilmiştir. Yeni program çerçevesinde, varlıkların daha çok TL kaynakları ile finansmanına önem vermeye başlanmıştır. Nitekim, Bilançoda MBP'nin payının TDY'ye kıyasla daha yüksek olması para hacminin kontrolünde TCMB'ye güç kazandırmış ve uygulanan para politikalarının esnekliğini artırmıştır. Böylece 2001 yılı başında % 82 olan TDY payı, 2002 yılından itibaren % 70'lere çekilmiştir.

Bu oranlar değerlendirilirken dikkat edilmesi gereken husus, Bilançonun aktifindeki gelişmelerden aynı oranda pasifinin de etkilendiğidir.¹³ Aktifte yer alan İç Varlıklar ve Dış Varlıklar kalemlerindeki değişimler anlatılırken, aslında MBP ve

¹³ Bilanço denkliği açısından, Bilançonun aktif ve pasif toplamının birbirine eşit olması esastır.

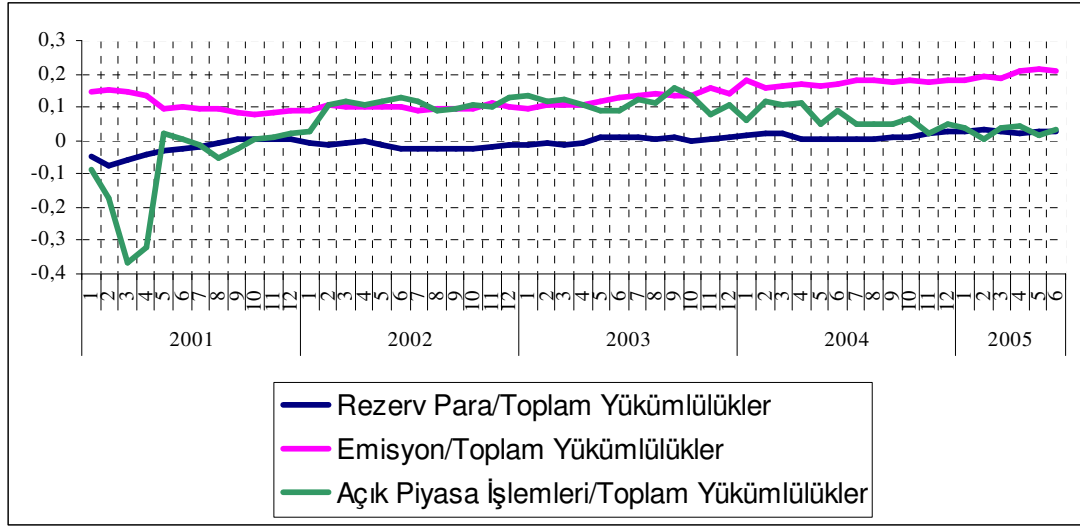
TDY değişimlerinin de nedenleri verilmiştir. Ancak, bu gelişmeleri bir de pasif kalemleri açısından değerlendirmekte fayda vardır.

2001 Şubat krizi öncesinde İç Varlıklar ve Dış Varlıklar arasındaki makas hızla açılmıştır (Grafik 3.30). Ancak, kriz atlatıldıktan hemen sonra bu makas daralmaya başlamıştır. Bu dönemde görülen yüksek oranlı sermaye çıkışları, IMF kredileri, Hazine'ye avans verilmesinin yasaklanması, Bankacılık operasyonu çerçevesinde TMSF'ye kullandırılan krediler ve yine bu operasyon sonucunda piyasalarda oluşan likidite fazlasının çekilmesine yönelik yapılan Açık Piyasa İşlemleri ve döviz satış işlemleri Bilançonun seyrini etkileyen temel faktörler olarak karşımıza çıkmaktadır. Burada sermaye çıkışları, Hazine'ye verilen avansın yasaklanması ve TMSF'ye kredi kullandırılması İç Varlıklar ve Dış Varlıklar kalemlerini direkt olarak etkilerken, dolaylı olarak da MBP kalemi üzerinde etkili olmuştur.

2001 yılı gelişmeleri üzerinde bu etkenler önemli rol oynarken, 2002 yılında IMF kredileri ve APİ kapsamında yapılan repo ters-repo ve TL depo işlemleri ile döviz satışının yoğunluğu belirleyici olmuştur.

Sonraki yıllarda da temel etken olan bu gelişmelerin etkisini yansıtan Emisyon, Rezerv Para ve APİ büyüklüklerinin Toplam Yükümlülükler (TY) içerisindeki payına bakıldığında, 2001-2005 döneminde Rezerv Para ve Emisyonun sürekli olarak yükselme eğilimli olduğu, ancak APİ'nin dönem ortalarında yükselme eğiliminde iken dönem sonuna doğru düşmeye başladığı gözlemlenmektedir (Grafik3.29).

Rezerv Para, Merkez Bankası Parası kaleminin kapsadığı bir değer olup, Emisyon, Bankalar Mevduatı Fon Hesapları ve Banka Dışı Kesimin Mevduatlarının toplamına eşittir. Bu anlamda, RP büyüklüğünün alt kalemlerine ve Bilançodaki pozisyonuna bakıldığında Dış Varlıklar ve İç Varlıklardaki değişimlerden ve likidite yönetimi çerçevesinde kullanılan APİ den doğrudan etkilendiği açıkça görülmektedir.

Grafik 3.29: Rezerv Para, Emisyon ve Açık Piyasa İşlemlerinin Toplam Yükümlülükler Oranı

Bu çerçevede bakıldığında, TCMB tarafından likidite sıkıntısı yaşandığında piyasalara TL verilmesi; Emisyonda dolayısıyla RP'de artışa; likidite fazlası olduğunda likidite sterilizasyonuna gidilmesi ise RP'de azalışa neden olduğu görülmektedir.

TCMB, piyasalarda yaşanan likidite fazlasının geçici ya da kalıcı olmasına göre farklı uygulamalar yapmakta ve bu da Bilançonun farklı kalemlerinde hareket görülmesine neden olmaktadır.

Piyasalardaki likidite fazlası geçici olduğunda, APİ kapsamında IMKB Repo-Ters Repo Pazarında ters repo işlemleri yapılır. Bu işlemler sonucunda, TCMB'nin aktifinde Menkul Değerler Cüzdanı kalemi artar. Pasifinde ise Tedavüldeki Banknotlar veya Mevduat kalemi azalırken, APİ kalemi artar. Analitik Bilançoda ise Menkul Değerler Cüzdanının yer aldığı İç Varlıklar kalemi artarken, pasifte Emisyon ya da Serbest Mevduat kalemleri azalır ve Merkez Bankası Parası altındaki Açık Piyasa İşlemlerinden Borçlar kalemi hareket görür.

Piyasalardaki likidite fazlası kalıcı olduğunda ise TCMB yine APİ kapsamında olmak üzere kesin satış işlemi yapar. Bu işlem sonucunda aktifte Menkul Değerler Cüzdanı azalırken, pasifte Tedavüldeki Banknotlar ya da Mevduat kalemleri azalır. Bu işlem, Analitik Bilançoda aktifteki İç Varlıklar kalemi ike pasifteki Emisyon ya da Serbest Mevduat kalemlerinde azalışa neden olmaktadır.

Bir diğer uygulama ise TCMB'nin Bankalararası Para Piyasası (BPP) kanalıyla bankalardan TL borçlanmasıdır. TCMB'nin BPP işlemleri pasifte yer alan APİ kaleminde netleşir. Bu işlem sonucunda aktifte net diğer kalemler hesabı ödenecek faiz kadar artar ve pasifte ya Emisyon ya da Serbest Mevduat kalemi azalır. Yine likidite fazlasını çekmek için TL karşılığında döviz veya efektif satılırsa aktifte Dış Varlıklar kalemi ile pasifte Emisyon veya Serbest Mevduat kalemleri azalır.

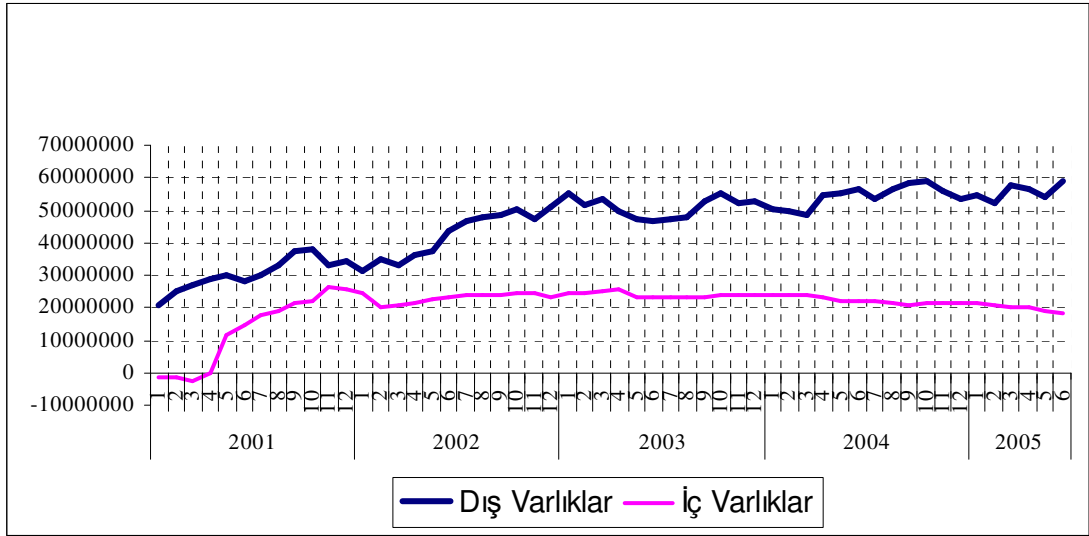
2001-2005 döneminde likidite fazlasını çekmek için tüm bu işlemlerin yapıldığı göz önüne alınırsa, Emisyonda dolayısıyla Rezerv Parada meydana gelen azalışın nedenleri ortaya çıkmaktadır. Ancak, özellikle 2003 yılından sonra RP kaleminde yükseliş eğilimi hakimdir. Bunun nedeni ise döviz yükümlülüklerinin Bilançodaki payının azalması ve Dış Varlıklardaki artış karşılığında Emisyonun artması olarak değerlendirilebilir.

Bütüne bakıldığında unutulmaması gereken bir nokta vardır; MBP, RP'nin aksine APİ hareketlerinden etkilenmemektedir. Bunun sebebi ise MBP'nin Rezerv Paraya TCMB Bilançosunun aktifinde ve pasifinde yer alan APİ kalemlerinin netleştirilerek eklenmesi ile elde edilmesidir.

Kepenek ve Yentürk (2000: 229) APİ'nin kısa dönemli bir likidite ayarlama aracı olması nedeniyle, Analitik Bilançoda yer alan ilgili kalemin değerinin sıfıra eşit olması gerektiği, diğer bir deyişle, uzun dönemde MBP'nin RP'ye eşit olması gerektiğini vurgulamaktadır. Ancak ülkemizde bu durum henüz söz konusu değildir.

3.6.2. Genel değerlendirme

TCMB Bilanço verileri yardımıyla genel bir değerlendirme yapmak için, önceki alt bölümlerde ele alınan oranların yanısıra İç Varlıklar ve Dış Varlıklar kalemlerinin nominal değerlerine ve bu iki kalem arasındaki makasa da bakılmalıdır.

Grafik 3.30: Dış Varlıklar ile İç Varlıkların Gelişimi

İç Varlıklar ile Dış varlıklar oranlarının ters hareket ederek, aralarının açılmasının kriz sinyali verdiği kabul edilmektedir¹⁴ (Ardıç, 2000: 260). Nitekim Grafik 3.30’da görüldüğü gibi, 2001 Şubat krizi öncesinde bu iki kalem arasındaki makas açılmış, ancak krizden sonra aralarındaki ters yönlü hareket durmuş ve bu oranlar birbirine yaklaşılmaya başlamıştır. Bu durum ise, 2004 yılına kadar sürmüştür.

Kriz döneminde DV’ın hızla düşmesindeki etken, 19 Şubat 2001 tarihinde piyasalarda yaşanan gerginlik nedeniyle oluşan sermaye çıkışlarının yoğunlaşması ve dolayısıyla söz konusu gün meydana gelen 7,6 milyar dolarlık döviz talebi nedeniyle TCMB döviz rezervlerinde görülen ani azalıştır. Kriz sonrasında normal seyrine dönen DV/İV oranındaki değişimler, büyük oranda, döviz müdahaleleri nedeniyle gerçekleşmiştir.

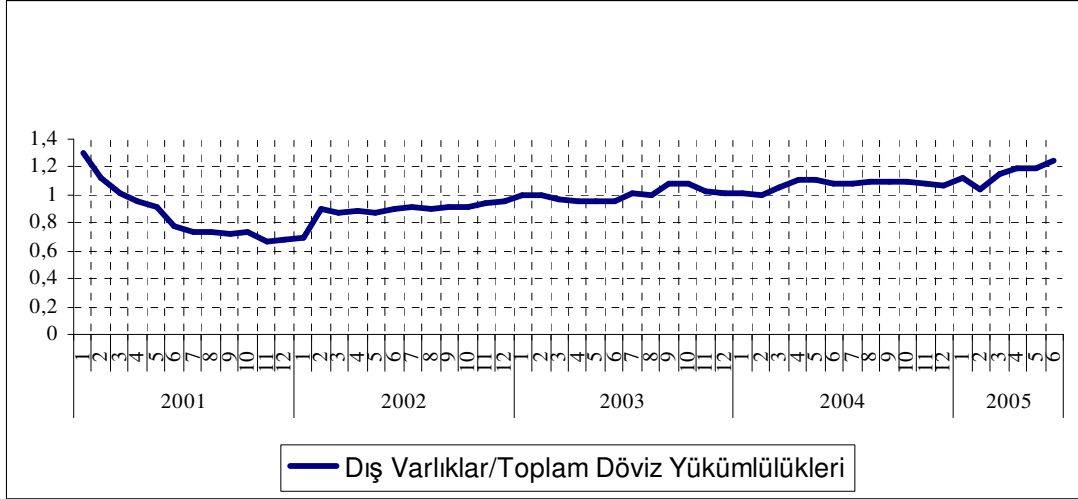
Buna göre, satım müdahaleleri olduğunda Dış Varlıklarda meydana gelen azalış, alım müdahaleleri olduğunda ise ortaya çıkan artış, grafik 3.30’a bakıldığında görülmektedir.

2002 Ocak ayından itibaren İç Varlıklar ile Dış Varlıklar arasındaki makas açılmaya başlamış ve 2005 sene başından itibaren bu hareket hız kazanmıştır. Bu

¹⁴ Hanke ve Sekerke (2003: 278), Net Dış Varlıklar ve Net İç Varlıklar (ki bunlar DV ve İV kalemlerini kapsamaktadır) zıt yönde harekete başladığında döviz kuru politikası ile para politikası arasında uyumsuzluğun olduğu, ödemeler dengesinin bozulduğu ve döviz krizinin her an başlayabileceğini savunur.

haliyle kriz sinyali veriyor gibi görünen Bilançoya, bu anlamı yüklemeyen önce bir kaç önemli orana daha bakmakta fayda vardır. Bunlardan ilki KRO-1 oranıdır.

Grafik 3.31: Kur Riski Oranı-1 (KRO-1)



Dış Varlıkların Toplam Döviz Yükümlülüklerine oranı olarak tanımlanan KRO-1'in ideal değeri 1 olarak kabul edilmektedir (Ardıç, 2000: 236). Bir Bilançoda KRO-1 oranının 1'den yüksek olması Dış Varlıkların Toplam Döviz Yükümlülüklerinden fazla olduğunu göstermekte olup, bu Bilanço riskli Bilanço olarak kabul edilmektedir¹⁵.

Bu bağlamda, 2001-2005 yıllarına ait KRO-1 verilerinin aylar itibariyle değişimi dikkate alınarak çizilen grafik 3.31'in yardımıyla şu tespitleri yapmak mümkündür:

2001 yılı Ocak ayında 1,3 değerini göstermekte olan KRO-1, bu aydan itibaren hızlı bir düşüşe geçmiş ve bu Haziran ayı sonuna kadar devam etmiştir. Bu seyrin arkasında yatan en önemli neden, 2001 Şubat ayında yaşanan ve Cumhuriyet tarihinin en büyük krizi olarak kabul edilen ekonomik krizdir.

Dikkat edilirse, Şubat krizinden önce 2000 yılından itibaren gelen yüksek bir KRO-1 değeri mevcuttur ve bu riskli bir Bilançoya işaret etmektedir. 2000 yılı

¹⁵ Burada 94 ve 2001 krizleri öncesinde KRO-1 değerinin gösterdiği seyir referans olarak kabul edilmiştir. Ülkemizde gerek 94, gerek 2001 gerekse 2005 yılı itibariyle, TL'nin değerlendirilerek kısa vadeli yabancı sermaye girişlerini cezabetmesi söz konusudur. Sıcak para olarak adlandırdığımız bu finansman kaynağı ise oldukça risklidir.

Kasım ayında yaşanan küçük çaplı bir krizle birlikte alınan ek önlemler ve IMF ek rezerv kolaylığı ile Dış Varlıklar artmış ve KRO-1 oranı 1'in üzerine çıkmıştır.

Şubat 2001 krizi sonrasında uygulanan politikalar ile kontrol altına alınmaya çalışılan Bilanço kalemleri, özellikle güçlü ekonomiye geçiş programı çerçevesinde alınan kararlar neticesinde olumlu yönde gelişme göstermiş ve KRO-1 oranı 2002 ocak ayından başlayarak 2003 sene sonuna kadar ideal değer olan 1 düzeyinde seyretmiştir. Ancak, KRO-1 değeri 2004 yılından itibaren yükselme eğilimine girmiş ve bu eğilim 2005 yılı başında artan oranda kendini göstermiştir. 2005 yılı Haziran ayı itibariyle 1,2 değerini aşan bu orana bakıldığında, TCMB Bilançosunun riskli Bilanço olma yolunda olduğu söylenebilir.

KRO-1 oranı, 2001-2005 döneminde yalnızca 3 kez belirgin bir değişim göstererek yükselmiştir. Bunlardan Şubat 2002 ayında görülen yükseliş, Dış Varlıklarda artıştan ziyade Toplam Döviz Yükümlüklerinde görülen azalışın etkisiyle gerçekleşmiştir. Bu dönemde daha evvel alınan IMF kredilerinin bir kısmı geri ödenmiş ve dolayısıyla TDY azalmıştır. 2003 yılı Eylül ayında 2 kez yapılan alım yönlü döviz müdahalelerinin etkisi ve 2004 yılı Mart-Haziran döneminde Hazine'nin döviz borçlarının bir kısmını ödemesi, yine benzer şekilde sırasıyla Dış Varlıkların artması ve Toplam Döviz Yükümlülüklerinin azalması yönünde etki ederek bu yükselişte ana etken olmuştur.

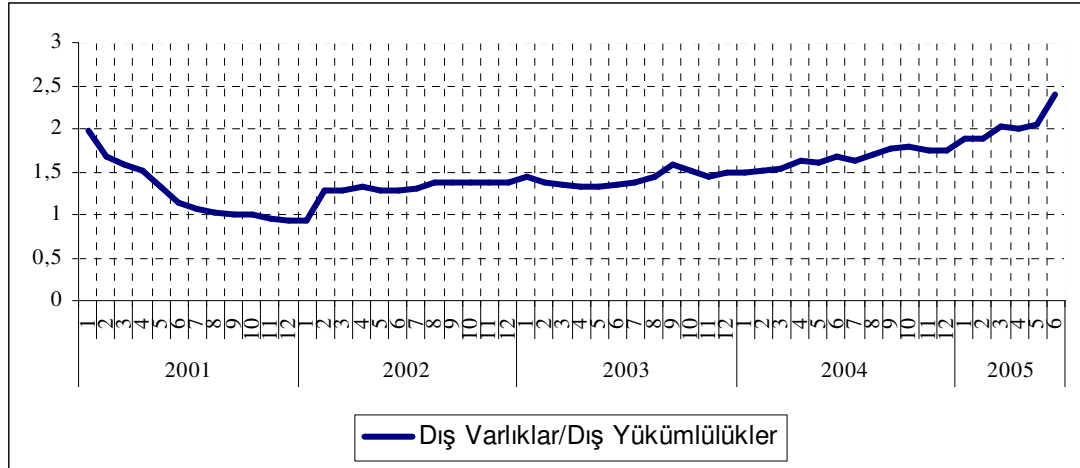
2005 yılındaki genel yükselişin nedeni ise, TCMB'nin döviz rezervlerini kuvvetlendirmek ve piyasada döviz kurunun lehine olan dalgalanmaları önlemek amacıyla yaptığı döviz alım ihalelerinin etkisiyle Dış Varlıkların artmasıdır. Ancak, bu oranın yükseliş eğilimli olması dikkatle izlenmesi gereken bir durumdur¹⁶.

Bilanço analizinde bakılması gereken bir diğer oran, TL'nin değerlendirme süreci ile yakından ilişkili olduğu kabul edilen KRO-2 oranıdır (Grafik 3.32).

¹⁶ 94 ve 2001 krizleri öncesinde TCMB dış varlıkları, olası döviz taleplerini karşılayabilmek amacıyla yüksek tutulmuş, ancak kriz sırasında sıcak para çıkışlarını karşılayamamıştır. Benzer şekilde 2005 senesi itibariyle rekor seviyede olan Dış Varlıkların tutulma amacı da budur.

Bu oranın ideal değerinin 1 olduğu ve bu değer altına inildiğinde TL’de değer kaybı, üstüne çıktığında ise TL’de değerlenme olduğu kabul edilmektedir (Kepenek veYentürk, 2000: 230).

Grafik 3.32: Kur Riski Oranı-2 (KRO-2)



2001 Ocak ayına bakıldığında, hemen kriz öncesinde TL’de meydana gelen çok yüksek oranlı değerlenme KRO-2 oranının aldığı 2 değerinden anlaşılmaktadır. Kriz sonrasında ise bilindiği üzere dalgalı döviz kuruna geçilmesi ile döviz kuru yükselmiş ve 2001 yılı boyunca TL, ABD doları ve euro’ya karşı sırasıyla % 115,3 ve % 107,3 oranlarında değer kaybetmiştir.

Kriz döneminden bir süre sonra kur değeri oturmuş ve KRO-2 oranı 2001 sene sonuna kadar ideal değer olan 1 seviyelerinde seyretmiştir. Ancak, bu dönemden sonra sürekli olarak 1,5 değerine yakın olmuş ve özellikle 2005 yılı Haziran ayına kadar olan dönemde 2,5 seviyelerine kadar çıkmıştır. Bu ise TL’de bir değerlenme olduğunun açık bir göstergesidir. Ancak, bu değerlenmenin “aşırı” olarak nitelenip nitelenemeyeceği tartışma konusudur.

Özmen (2004: 7), “TL aşırı değerli mi?” sorusunun yanıtı için öncelikle bir referans denge kur tanımının gerektiğini söylemekte ve biraz mizahi bir tarzla şu şekilde bir yorum yapmaktadır:

“”Bir insan deniz kıyısındaki bir yamaca 5 metre tırmanmış sonra 10 metre aşağıya kaymış, acaba boğulmuş mu?” sorusunun yanıtı için başlangıçta denizden ne kadar yüksekte olduğunun bilinmesi gerekiyor. Tabii bir de yüzme bilip bilmediğinin. Dalgalı kur rejimi yüzmeyi de öğretebilir, yeter ki batma korkusu atılabilsin, aday okyanus kıyılarında

öğrenmeye bırakılmasın (kırılganlıklar azaltulsın) ve kıyı (denge kur) yanlış tanımlanmasın. Batma korkusu ve kırılganlıklar birbirini etkileyen süreçler ve bu süreçte kıyının (denge kur düzeyi) yanlış tanımlanmaması çok önemli.”

Denge döviz kurunun belirlenmesi ampirik bir olgu olup, bu çalışmanın kapsamını aşmakta olduğu için burada değinilmeyecektir. Ancak burada belirtilmesi gereken durum dalgalı kur politikası uygulamasında, tanım gereği, cari kurların denge düzeyinden sistematik olarak uzaklaşmayacağıdır.

Dış Varlıklar kaleminin olası kriz senaryolarına karşı rezerv kuvvetlendirme amacıyla yüksek düzeylerde tutulduğu ve bu haliyle aktifin kalitesini gösterdiği; İç Varlıklar kaleminin ise Toplam Varlıklar içerisindeki payının düşük tutulmasının para politikasının etkinliği açısından olumlu bir durum olduğunu bir kez daha hatırlamak gerekir. İç Varlıklar ve Dış Varlıklar arasındaki makasın her açılışında kriz riskini görmek bu çerçevede bakıldığında anlamlı değildir.

Bir bütün olarak değerlendirildiğinde, yukarıda anlattığımız oranların, TCMB Bilançosuna “kriz sinyalleri verdiği” anlamını yükleyebilmemiz için yeterli seviyelerde oluşmadığı ve bu oluşumların arkasında yatan nedenlerin kısa vadede olumsuz gibi görünen ancak, uzun vadeli düşünüldüğünde olumlu sonuçlar vereceği açık olan bir düzeyde oldukları görülmektedir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Türkiye, Cumhuriyet'in kuruluşundan bu yana ekonomik anlamda oldukça önemli gelişmeler kaydetmiş olmasına rağmen, henüz gelişmiş ülkeler arasına girememiştir. Ülkemizin gelişmiş ülkeler seviyesine ulaşamamış olmasının en önemli nedenlerinden biri, özellikle 1950'lerden sonra uygulanan ekonomik istikrar programlarında ve bu çerçevede Merkez Bankası uygulamalarında görülen sapmalardır.

1950-2000 yılları arasındaki döneme, ülkede uygulanan ekonomik programlar sonucu elde edilen veriler ve Merkez Bankacılığı anlayışındaki değişimler bir bütün olarak ele alınarak bakıldığında, Türkiye ekonomisinin mevcut durumu daha iyi anlaşılmaktadır.

1950 sonrası dönemde, nerdeyse her on yılda bir yeni bir istikrar programı uygulamaya konulmuş ve bozulan ekonomik düzen kararlılıkla sürdürülemeyen bu programlarla düzeltilmeye çalışılmıştır.

İstikrar programlarının ilk yıllarında TCMB kaynaklarını mümkün olduğunca az kullanarak, para politikası uygulamalarında etkinliğini sağlamaya çalışmıştır. Ancak her on yılın ikinci döneminde ortalama büyüme hızı düşmüş ve ödemeler dengesi problemi ortaya çıkmış ve bütçe açıklarının Merkez Bankası kaynaklarından karşılanması yoluna gidilmiştir. Bu bağlamda, Merkez Bankası'nın para politikası uygulamalarındaki kontrolü sınırlanmış ve etkinliği azalmıştır.

Söz konusu yanlış uygulamalar sonucunda, ciddi sorunların baş göstermesi ile birlikte yeni bir istikrar programı tasarlanarak, devreye sokulmuştur. Her yeni istikrar programı, sorunların başında Merkez Bankası'nın kaynaklarının bütçe finansmanında kullanılması yer aldığından merkez bankacılığı anlayışında değişiklikler öngörmüştür.

Nitekim, merkez bankacılığı açısından bakıldığında, Türkiye'de 1960, 1970, 1980, 1987 ve 1994 yılları dönüm noktaları olarak kabul edilmektedir. 1960 yılında Hazine'ye açılan kısa vadeli avans imkanı kısıtlanmış, 1970 yılında 1211 sayılı yeni T.C. Merkez Bankası Kanunu yürürlüğe girmiş ve zorunlu karşılıklar gibi para politikası araçlarının kullanımı TCMB'ye bırakılmıştır. 1980 yılında kur politikası

uygulaması ve faiz oranlarının tespiti TCMB'nin asli görevi haline gelmiş, 1986 yılından başlayarak liberalleşmenin de etkisiyle TCMB bünyesinde piyasalar oluşturulmuş ve 1994 yılında Hazine'nin TCMB'den kısa vadeli avans kullanımını aşamalı olarak kısıtlanmıştır.

En son 2001 yılında uygulamaya başlanan “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” çerçevesinde 1211 sayılı T.C.Merkez Bankası Kanununda 4651 sayılı Kanun ile değişiklik yapılarak, TCMB araç bağımsızlığına kavuşturulmuş ve para politikası uygulamalarını sadece ve sadece “fiyat istikrarını sağlamak” amacıyla maliye politikalarına bağlı kalmadan yürütebilme olanağı sağlanmıştır.

Para politikalarının etkin olarak işleyebilmesi açısından en önemli etkenlerden birisinin Merkez Bankası bağımsızlığının olduğu genel kabul gören bir gerçektir. 2001 yılında yapılan düzenlemeler ile bağımsızlığını kazanan T.C.Merkez Bankası, o tarihten itibaren uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını serbestçe belirleyebilmiştir.

Hangi para politikası araçlarının kullanılacağı konusundaki karar verme sürecinde, çeşitli ekonomik faktörlere bakılmaktadır. Bunların arasında ise finansal piyasaların yapısı en önemli faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Nitekim, her para politikası aracı her piyasa yapısına uygun olmamaktadır.

Ülkemizde, bugün, yasal alt yapısı oluşturulmuş, iyi örgütlenmiş ve etkin işleyen finansal piyasaların var olduğu kabul edilmektedir (Erçel, 1999a: 5) 1980'li yıllara kadar oldukça pasif bir yapıda bulunan ülkemiz finansal piyasaları 1980'li yılların ortalarından itibaren mali sistemde görülen liberalleşme ile birlikte gelişmeye başlamıştır. Bu yıllarda döviz ticaretinin ve uluslararası para transferlerinin serbest bırakılması gibi liberal uygulamaların yaygınlaşması ve 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu ve 1989 yılında 32 sayılı Sermayenin Serbestleştirilmesine İlişkin Kararın çıkması ile finansal piyasaların etkinliği artmıştır.

1980 sonrası başlayan bu süreçte, 1986 yılında kurulan Bankalararası Para Piyasası, 1987'de açılan Açık Piyasa ve 1988'de faaliyete geçen Döviz ve Efektif Piyasaları ile finansal piyasalarda canlanma görülmüştür. 2002 yılında yapılan bir

takım düzenlemeler ile derinliğinin sağlanması yönünde önemli adımlar atılmış ve günümüze kadar gelen yoğun bir gelişme sürecine girilmiştir.

Ancak, Türk mali piyasalarının 2005 yılı itibarıyla hala büyüme aşamasında olduğu, gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında küçük çaplı ve sığ kaldığı, gelişmekte olan ülkelerle karşılaştırıldığında ise ortalamanın üzerinde bir büyüklük ve hacme sahip olduğu görülmektedir (TBB, 2005: 11).

TCMB teşkilatı da bu gelişmeler paralelinde kendini yenilemekte ve her geçen gün finansal piyasalar üzerindeki etkinliği artmaktadır.

TCMB'nin kuruluşundan günümüze kadar olan sürece bakılacak olursa, Banka'nın nihai amacı ve üstlendiği görev ve yetkiler ile para politikası araçlarının arasındaki sıkı ilişki hemen göze çarpmaktadır. Bu süreci üç dönemde incelemek uygun olacaktır;

- 1980 Öncesi Dönem

1980 öncesi dönemde para politikası araçlarından reeskont kredileri selektif olarak kullanılmakta iken, zorunlu karşılıklar oranının belirlenmesi en önemli para politikası aracı olmuştur. Dolaylı para politikası araçlarından reeskont kredileri ve zorunlu karşılıkların yanı sıra faiz ve kredi kontrolleri gibi dolaysız para politikası araçları da temel para politikası araçları olarak kullanılmıştır.

- 1980-2001 Arası Dönem

1980-1988 döneminde dolaysız para politikası araçlarından dolaylı araçlara geçmeye başlayan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, yapılan düzenlemeler ile finansal piyasaların mevcut alt yapısının sağlamlaştırılması ve etkin işleyen yeni piyasaların kurulması ile kullandığı para politikası araçlarında değişikliğe gitmiştir.

Bu çerçevede, 1989 sonrasında altyapının da yeterli hale gelmesi ile dolaylı para politikası araçlarından piyasa bazlı olanlarının kullanılmasına ağırlık verilmiş ve özellikle "açık piyasa işlemleri" aracı yoğun olarak kullanılmaya başlanmıştır. Aynı dönemde "zorunlu karşılıklar oranı" uygulaması kullanılmaya devam edilmiş, "reeskont kredisi" gittikçe terk edilen bir araç olmuştur.

- 2001 Sonrası Dönem

Sermaye hareketlerinin tamamen serbest olduğu, finansal piyasaların geliştiği ve TCMB'nin yasal düzenlemelerle kazanmış olduğu bağımsızlık sayesinde daha etkin şekilde para politikası uygulayabildiği 2001 sonrası dönemde, likidite kontrolü ve fiyat istikrarına yönelik olarak kullanılan temel para politikası aracı kısa vadeli faiz oranları olmuştur. Bunun yanı sıra TCMB Bankalararası Para Piyasası ve Açık Piyasa İşlemleri çerçevesinde İMKB Repo-Ters Repo pazarında gerçekleştirilen işlemler ile piyasalardaki likiditeyi aktif şekilde düzenlemiştir. Önceki dönemlerden özellikle 1980'li yıllarda öncelikli para politikası aracı olarak kullanılan dispo nibilite ve reeskont oranları bu dönemde terk edilmiştir. Zorunlu karşılıklar oranı ise dönem dönem yapılan düzenlemeler ile etkinleştirilerek kullanılmaya devam edilmiştir.

Günümüzde, 2001 yılında uygulanmaya başlayan “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” çerçevesinde yapılan uygulamalar ile birlikte başarıya ulaşıldığı görülmektedir. Bu istikrar programı ile birlikte, genellikle kısa vadeli hedefler doğrultusunda şekillenen ve hükümet çıkarlarının ön planda olduğu ekonomi politikalarına son verilmiştir. Programın başında öncelikle, TCMB'nin bağımsızlığına yönelik çok önemli kararlar alınmış ve üzerindeki mali baskınlık azaltılarak sadece ve sadece “fiyat istikrarını sağlamak” amacı doğrultusunda, siyasi kararlara ters düşse dahi hareket etme kabiliyeti kazandırılmıştır.

2001 yılından bu yana kararlılıkla uygulanan bu ekonomik programının başarısı özellikle 2004 ve 2005 yılı ilk altı ayındaki ekonomik verilere bakıldığında açıkça görülmektedir. Merkez Bankası bağımsızlığının ekonomide iyileşme sağlayacağına ilişkin görüşlerin doğruluğunu bir kez daha vurgulayan bu gelişmeler, uygulanan sıkı maliye ve para politikalarının eseridir.

Ancak, TCMB'nin uyguladığı para politikası hakkında gerçekçi bir yorum yapmaya çalışırken, kredibilitesi gittikçe yükselen bir para otoritesi olarak TCMB'nin aslında dar bir manevra alanı olduğu ve para politikası uygulamaları esnasında bir takım açmazlarla baş etmesi gerektiği göz ardı edilmemelidir.

Söz konusu açmazların ilki ve belki de en önemlisi mali baskınlık sorunudur. İç Borç Yüğü 2005 yılı itibariyle % 77,4'dür¹⁷ (Yeldan, 2005: 15). Bu borç yükünün döndürülebilir olması için, en basit anlamda, bankacılık sektörünün Hazine'yi finanse etmek için Hazine bonolarına yönelmesi gerektiği açıktır. Ancak, böylesi bir durumda bankacılık sektörünün açtığı kredilerde azalma görülecek ve bu durum ekonomide dışlanma etkisi (crowding out) yaratacaktır. Bu durum ise ,uzun vadede ekonomiyi olumsuz etkileme riski taşımaktadır¹⁸.

Cari açık ve bununla gelen mali baskınlık hususu, ülkemizde özellikle 2005 yılı başından beri yoğun olarak tartışılmaktadır. Cari açık tartışmalarının genel çerçevesini "cari açığın belirli bir referans eşiği geçmesinin kriz yaratacağı ile serbest kur rejiminde cari açığa kurun zaten intibak etmekte olduğu" savları oluşturmaktadır. 1994 ve 2001 krizleri öncesinde gözlenen cari açık rakamlarını referans eşik olarak kabul edenler, cari açığın 2005 yılı itibariyle acil önlemler alınmazsa yeni bir krize yol açacağını öngörmektedirler.

Söz konusu görüşte olanların, kriz tartışmalarında öne sürdükleri referans eşik ile bağıntılı olan bir olgu "TL yine aşırı değerlendirildi" yaklaşımıdır. Nitekim 1994 ve 2001 yıllarında da benzer senaryolar yaşanmış ve bilindiği üzere bu yıllarda çok büyük çaplı iki büyük kriz meydana gelmiştir.

Bu görüşlerin haklılığını araştırırken, öncelikle, TL'nin gerçekten aşırı değerlendirilip değerlendirmediği ve cari açığın öngörüldüğü gibi bir kriz nedeni oluşturup oluşturmadığına bakılmalıdır.

Cari denge, toplam yurtiçi tasarruflardan toplam yurtiçi yatırımların çıkarılması ile elde edilmektedir. 2001 krizinden önce hem toplam yatırımlar, hem de gevşek maliye politikası nedeniyle toplam tasarruflar azaldığından cari açık verilmiştir. Ancak, bugün uygun ekonomik ortamın var olması ile hem toplam yatırımların, hem de uygulanan sıkı maliye politikası çerçevesinde kamunun

¹⁷ 03 Ekim 2005 tarihi itibariyle, AB ile tam üyelik müzakerelerine başlama onayı alan Türkiye, Maastricht Anlaşmasına göre belirlenen % 60'lık borç yükü kriterine uyum sağlaması gerekmektedir.

¹⁸ Dönemlerarası bütçe kısıtı çerçevesinde, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, para ve maliye politikaları birbirinden bağımsız değildir ve uygulanan sıkı para politikası, borç finansmanı gereğini arttırarak, daha yüksek reel faiz-daha fazla cari açık-daha fazla borç sarmalına yol açmaktadır. Bu durum, Türkiye gibi yüksek cari açığın olduğu ülkelerde mali baskınlık sorununu vurgulamaktadır. Bu sarmalı, Sargent ve Wallace (1981:14) "hoş olmayan monetarist aritmetik" olarak tanımlamaktadır.

tasarruflarının artması ile toplam tasarrufların artması söz konusudur. Dolayısıyla bugün var olan cari açık, geçmişten farklı olarak yatırımların tasarruflardan daha hızlı artması ile oluşmuştur. Bu anlamda, güncel cari açık verilerinin ekonomiyi yeni bir krize sürüklemeyeceği söylenebilir.

Bunun yanısıra, KRO-2 oranının işaret etmekte olduğu TL'deki değerlenmenin, cari açık üzerinde olumsuz etki yapacağı tartışılmazdır (Grafik 3.32). Ancak, TL'de korkulacak seviyelerde bir değerlenme olup olmadığı hususu ise ayrı bir tartışma konusudur.

Yine bu konuya paralel olarak vurgulanması gereken nokta, hedeflenen faiz dışı fazla ve bu yönde kullanılan maliye politikalarıdır. Etkinlik açısından bakıldığında, 2005 yılı için hedeflenen % 6,5 faiz dışı fazlanın elde edilebilmesi için uygun maliye politikalarının yürütüldüğü söylenebilir. Bu açıdan bir problem olmamakla birlikte, 2001 yılından bu yana uygulanan sıkı maliye ve para politikaları aynı kararlılıkla uygulanmaya devam edilmeli, böylelikle 2006 yılı itibariyle resmi olarak geçileceği açıklanan enflasyon hedeflemesi politikası gereğince piyasalarda oluşan güven ortamı pekiştirilmelidir.

İkinci açmaz ise, TCMB'nin faiz oranları üzerindeki manevra kabiliyetidir. Örneğin, TCMB'nin faizlerde yüksek oranlı bir indirim yapabilmesi söz konusu değildir. Böylesi bir durumda iki senaryo düşünmekte fayda vardır; birincisi TCMB'nin faiz indirimi ile oluşacak likidite fazlalığını çekmesi, ikincisi ise likiditeye müdahale etmemesi senaryolarıdır. Faiz oranlarında yüksek miktarda bir düşüş, mevduatları azaltacak, dövize olan talebi artıracak, döviz talebinin artması döviz kurunu yükseltecek, bu durumda ya döviz satım müdahaleleri yoğunlukla yapılacak ya da APİ kapsamında doğrudan DİBS satışı veya BPP kapsamında IMKB Repo-Ters Repo Pazarında ters repo işlemleri gerçekleştirecektir. Bu işlemlerin etkin olabilmesi için, DİBS fiyatlarının kısa vadeli faiz oranlarına göre cazip tutulması gerekecektir. Bu ise Hazine'nin borç yükünü artıracaktır.

Bunun yanısıra, döviz müdahalelerinin varlığının dalgalı kur politikası gereğince istenmeyen bir durum olduğu düşünülürse, bu yolla likidite sterilizasyonu yapılması ekonomik birimlerin güvenini sarsabilecektir. Öte yandan likidite yönetimi

çerçevesinde herhangi bir işlem yapılmadığında, piyasalarda hakim olan bu likidite fazlası enflasyonist baskı yaratacaktır.

Bu çerçevede, TCMB'nin temel para politikası aracı olan kısa vadeli faiz oranları belirlenirken pek çok faktör ve bunların finansal piyasalar üzerindeki etkileri dikkate alındığından, mevcut ekonomik ortamda TCMB'nin bu oranları belirleme gücü sınırlı kalmaktadır¹⁹.

Sıcak para olarak nitelendirdiğimiz kısa vadeli sermaye girişleri de faiz oranları ile yakından ilişkilidir. Faiz oranlarının, piyasanın hazır olduğu orandan daha fazla düşürüldüğü bir ortamda ani sermaye çıkışları görülecektir. Bu anlamda, herhangi bir olumsuz durumda ödemeler dengesinde ciddi boyutlarda aksaklıklar yaşanmaması için kısa vadeli sermaye girişleri teşvik edilmemelidir. Halihazırda, uygulanan para politikaları ile belirlenen kur riski piyasanın üzerinde olup, bu durum sürdürülmelidir.

Bugün, finansal piyasalar ve bankacılık sektörü geçmişe göre daha az kırılabilir yapıya sahip ve bu anlamda çok daha kuvvetlidir. Dalgalı kur rejimi ile birlikte özellikle bankacılık sektöründe kur riski algılamaları önem arz etmeye başlamıştır. Bu çerçevede, 2001 Şubat krizinin en önemli nedenlerinden birisi olan bankacılık sektörü açık pozisyonu düşük seviyelerde tutulmaktadır. Ancak, reel sektör açık pozisyonu dikkat edilmesi gereken bir husus olarak önemini korumaktadır. Bunun yanısıra, finansal piyasaların derinleşmesine önem verilmeli ve piyasalarda daha fazla finansal araç çeşitliliği sağlanmalıdır.

TCMB döviz rezervleri oldukça yüksek seviyelerdedir ve para politikalarını desteklemek, piyasalara güven vermek ve olası şoklara karşı durabilmek amacıyla bu rezerv seviyesi sürdürülmelidir.

TCMB'nin 2001 yılından beri 35,9 milyar ABD doları döviz alımı yaptığı düşünülürse, TL'deki (2005 yılı itibariyle YTL) değerlenmenin suni olarak oluşturulmadığı, bunun bir kriz göstergesi niteliğinde ele alınmaması gerektiği

¹⁹ Detaylı bilgi için bkz. Gray, S. And Hoggarth, G. (1996) Introduction to Monetary Operations, s.10 ve Wyplosz, M. and C.(2001), Macroeconomics, s.209.

açıktır. Ancak, tabii ki TL'deki bu değerlenme süreci dikkatle izlenmeye devam edilmelidir.

Ödemeler dengesi krizi ile karşılaşan hemen hemen bütün ülkelerde sabit ve öngörülebilir kur rejimlerinin uygulandığı göz önüne alınırsa, ülkemizde uygulanan dalgalı kur politikasının sürdürülmeye devam edilmesi bu rejimin şok emici özelliği nedeniyle önemlidir. Ancak bu politika, güçlü ekonomiye geçiş programı çerçevesinde öngörülen yapısal reformların tamamlanması ile desteklenmelidir.

Sonuç olarak, günümüzde TCMB modern merkez bankacılığı anlayışı²⁰ gereğince yapılan yasal düzenlemeler ile araç bağımsızlığına kavuşmuş ve bu çerçevede uyguladığı para politikaları ile kendi Bilançosuna hakim hale gelmiştir.

Bunların yanı sıra, 1986 yılından beri yapılmakta olan piyasaların alt yapısını geliştirmeye yönelik çalışmalar da sonuçlarını vermiş ve ülkemiz finansal piyasaları gelişmiş ülkelerinkine yakın düzeye gelmiştir. Bu anlamda, ülkemiz piyasaları modern dolaylı para politikası araçlarının etkin olarak kullanımına uygun olup, T.C. Merkez Bankası'nın bu piyasalar üzerindeki etkinliğini sağlayan para politikası ve likidite yönetimi gelişmiş ülke uygulamaları ile aynı teknik özelliklere sahiptir.

Bu çerçevede, makroekonomik politikaların başarısının modern merkez bankacılığı ile sıkı ilişkisi hiçbir zaman göz ardı edilmeyerek "*temkinli iyimserlik*"²¹ modunda hareket edilmesi durumunda başarının bir şans eseri olmayacağı açıkça görülmektedir. Bu ortamda, geçmiş hatalarda direnme ve doğrulardan çabuk vazgeçme biçimde tanımlanabilecek davranışlara yönelmemenin ve şimdiye kadar yürütülen sıkı maliye ve para politikalarının devam ettirilmesinin ekonomik başarı açısından ne denli elzem olduğu göze çarpmaktadır.

²⁰ S. Fischer (1995: 52), modern bir Merkez Bankası için şu koşulları önermektedir: 1-Fiyat istikrarını da içeren temel amacının açık ve net olarak tanımlanması, 2-Politika hedeflerinin kamuoyuna açıklanması, 3-Hesap verebilirlik, 4-Araç bağımsızlığı, 5-Bütçe finansmanı ve kamu borç yönetiminden Merkez Bankası dışında bir kamu idaresinin sorumlu olması.

²¹ T.C. Merkez Bankası Başkanı Süreyya Serdengeçti.

KAYNAKLAR

- Akçay, M. A. (Ekim 1997). *Para Politikası Araçları, Türkiye ve Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar* (Uzmanlık Tezi), Ankara: Devlet Planlama Teşkilatı Yayınları.
- Alptürk, N. (1972). *Merkez Bankacılığı*, Ankara: Türkiye Bankalar Birliği.
- Ardıç, H. (Aralık 2004). *1994 ve 2001 Yılı Ekonomik Krizlerinin, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosunda Yarattığı Hareketlerin İncelenmesi* (Uzmanlık Tezi), T.C. Merkez Bankası Muhasebe Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Blinder, A. (1998). *Central Banking in Theory and Practise*, Cambridge: The MIT Press.
- Bolak, M. (1991). *Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*, İstanbul: Beta Yayıncılık.
- Cook T.Q. ve Laroche R.K. (1993). *Instruments of The Money Market*, 7. Edition, Federal Reserve Bank of Richmond, Richmond.
- Dayı, A. (2001) *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosu, Para Politikalarının ve Kriz Göstergelerinin Merkez Bankası Bilançolarından İzlenmesi; 2000 Yılı Para Politikası*, T.C. Merkez Bankası Muhasebe Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Erkan, B. (2004). *Türkiye’de 1980 Sonrası Merkez Bankası Politikaları* (Doktora Çalışması), Celal Bayar Üniversitesi, Manisa.
- Evrensel, A. (2 Haziran 2003). *Para Politikası, Araçları ve TCMB Uygulamaları Konulu Seminer Sunumu*, Ankara.
- Fischer, S. (1995). *Modern Approaches to Central Banking*, NBER WP, No: 5064.
- Fischer, S. (1997). *Financial System Soundness*, *Finance and Development* No:34/1: IMF.
- Goodhart, C. (November 1994) *What Should Central Banks Do? What Should Their Macroeconomics Objectives and Operations Be?*, *Economic Journal*.
- Gray, S. ve Hoggarth, G. (1996). *Introduction to Monetary Operations*, 3. Edition, London: Centre for Central Banking Studies, Bank of England, Handbooks in Central Banking No. 10.
- Günel, M. (2001). *Merkez Bankası’nın Değişen Rolü ve Para Politikası Uygulamaları*, Ankara: IMKB Yayınları.
- Güneş, S. (Eylül 1995). *Merkez Bankalarının Para ve Döviz Piyasalarına Müdahale Araçları* (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Üniversitesi, İstanbul.
- Güneş, H. (1990). *Türkiye’de Para Arzını Kontrol Araçlarının Etkinliği*, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 1990-9, İstanbul.
- Hanke, S. H. and Sekerke, M. (2003) *An Accountancy Standart for Monetary Authorities-Accounting Standarts for Central Banks*. London: Central Banking Publications, p. 273-293.
- Hazine Müsteşarlığı (2005). *Kamu Borç Yönetimi Raporu 2005*, Ankara.

- Hoggarth, G. (1996). *Introduction to Monetary Policy*, London: Centre for Central Banking Studies, Bank of England, Handbooks in Central Banking No. 1.
- İpeker, M. (2002). *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Finansal Sistem İstikrarının Sağlanmasındaki Rolü* (Uzmanlık Yeterlilik Tezi), T.C. Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (2005). *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*, İstanbul: İMKB Yayınları.
- İstanbul Mülkiyeliler Vakfı (1993). *Merkez Bankası Bilançolarının İrdelenmesi*, İstanbul.
- Kandiller, Rıza (Temmuz 1997). 1990'lı Yıllarda İzlenen Para Politikaları ve Değerlendirilmesi, *Hazine Dergisi*, Sayı: 7, s.1-4.
- Karan, M. B. (2001). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Kayla, Z. (1981). Merkez Bankası İşlemleri, Ankara: AİTİA Yayınları, No: 149.
- Kepenek, Y. ve Yentürk, N. (2000). *Türkiye Ekonomisi*, Ankara: Remzi Kitabevi.
- Keskin, E. vd, (Ekim 2001). Krizin Anatomisi, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Yıl: 16, Sayı: 187, s.11-14.
- Kesriyeli, M. (1997). *1980'li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri*, T.C. Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği, Yayın No: 97/4, Ankara.
- Keyder, N. (2002). *Para Teorisi-Politika-Uygulama*, Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Kıran, E. (2000). Organizasyon ve Temel Fonksiyonlar Açısından Türk Mali Piyasaları ve Piyasalar Arası Etkileşim (Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Teknik Üniversitesi, İstanbul.
- Misge, H. (2000). *Finansal Piyasalar ve Merkez Bankacılığı* (Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Mishkin, F. S. (2004). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 7. Edition, Pearson: Addison Wesley.
- Önder, T. (Mayıs 2005). *Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması* (Uzmanlık Tezi), T.C. Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Özmen, E. (2002). Cari Açık ve Ekonomi Politikaları Üzerine, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, Sayı: 223, s.5-19.
- Parasız M.İ. (1996). *Para Politikası*, 4. Baskı, Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Parasız, M. İ. (1994). *Para Banka ve Finansal Piyasalar*, 5. Baskı, Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Sargent, T. and Wallace, N. (1981) Some Unpleasant Monetarist Arithmetic, *Federal Reserve Bank of Minneapolis quarterly review*, Fall, p.1-17.
- T.C. Merkez Bankası Başkanı Gazi Erçel (26 Ocak 1999b). Türkiye'de Merkez Bankacılığı (Bulgaristan Merkez Bankası'nın 120. Kuruluş yıldönümü nedeniyle Sofya'da yapılan bir konuşmanın metni), Bulgaristan.

- T.C. Merkez Bankası Başkanı Gazi Erçel (3 Nisan 1997). Türkiye'nin Piyasa Olanakları (Türkiye'de altyapının inşasına özel sektörün katılımı konulu toplantının konuşma metni), Ankara.
- T.C. Merkez Bankası Başkanı Gazi Erçel (8 Nisan 1999a). 21.Yüzyıla Girerken Türkiye'de ve Dünya'da Merkez Bankalarının İşlevleri (İstanbul Üniversitesinde yapılan bir konuşmanın metni), İstanbul.
- T.C. Merkez Bankası Başkanı Gazi Erçel (8 Ocak 1998). 1998 Yılı Para ve Kur Politikası Hakkında Basın Duyurusu, Ankara.
- TCMB (2000). *Yıllık Rapor*, Ankara.
- TCMB (2001a). *Para Politikası Raporu Kasım 2001*, Ankara.
- TCMB (2001b) *Yıllık Rapor*, Ankara.
- TCMB (2002a). *Yıllık Rapor*, Ankara.
- TCMB (2002b). 2002 Yılı Para ve Kur Politikası Çerçevesi Hakkında Basın Duyurusu, Ankara.
- TCMB (2002c). *TCMB'nin Örgüt Yapısı*, 50. Dönem Ön Eğitim Programı Notları, Ankara.
- TCMB (2002d). *TCMB'nin Amaç, Temel Görev ve Yetkileri*, 50. Dönem Ön Eğitim Programı Notları, Ankara.
- TCMB (2003a). *Yıllık Rapor*, Ankara.
- TCMB (2003b). *Para Politikası Raporu Ocak 2003*, Ankara.
- TCMB (2003c) *T.C. Merkez Bankası Muhasebesi ve Bilançosu*, 50. Dönem Ön Eğitim Programı Notları, Ankara.
- TCMB (2004a). *Yıllık Rapor*, Ankara.
- TCMB Baş Hukuk Müşavirliği ve Hukuk İşleri Genel Müdürlüğü, (1987), 11 Haziran 1930 Tarih ve 1715 Sayılı Mülga T.C. Merkez Bankası Kanunu, Ankara
- TCMB Baş Hukuk Müşavirliği ve Hukuk İşleri Genel Müdürlüğü, (1988), 14 Ocak 1970 Tarih ve 1211 Sayılı T.C. Merkez Bankası Kanunu, Ankara
- TCMB Baş Hukuk Müşavirliği ve Hukuk İşleri Genel Müdürlüğü, (2001), TCMB Kanunu'nda Değişiklik Yapılmasına Dair 25.04.2001 Tarihli ve 4651 Sayılı Kanun ile Getirilen Yenilikler, Ankara.
- TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Açık Piyasa İşlemleri Müdürlüğü, Açık Piyasa İşlemleri Uygulama Talimatı, Nisan 2004, Ankara
- TCMB *Üç Aylık Bültenleri*, 2000-2005.
- Tekin, M. (2001). 1211 Sayılı Merkez Bankası Kanununda 4651 Sayılı Kanunla Gerçekleştirilen Değişikliklerin Değerlendirilmesi, DPT Bilgi Notu No: 2001/3, Ankara.

- Turan, G. (1998). TCMB Bilanço Analizi: Analitik Bilanço Yapısının Dünyü ve Bugünü, *Bankacılar Dergisi*, Sayı: 26, s.53-63
- Wyploz, M. and C.(2001), *Macroeconomics*, Third Ed., London: Oxford U.P.
- Yeldan, E. (2002). *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Birikim ve Büyüme*, İstanbul: İletişim Yayınları.
- Yeldan, E. (2005). *Türkiye Ekonomisi'nin Yapısal Özellikleri*, T.C. Merkez Bankası Şef Yardımcılığı Programı Ders Notları.
- Yenal, O. (Nisan 2003). Türkiye Ekonomisinde İstikrar: Bugünü ve Yarını. *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, s.24-32.
- Yenal, O. (Şubat 2001). İstikrar Politikasında "İsrar", Reçetede "Ayar" Gerek, *Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, s.5-18.
- Yiğit, S. (2002). *T.C. Merkez Bankası Bankalararası Para Piyasası*, T.C. Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü Çalışma Tebliği No:6.
- Yükseler, Z. (Ocak 2000). 2000-2002 Yıllarında Türkiye Ekonomisi: Sorunlar, Makroekonomik Politikalar ve Beklentiler, *İktisat İşletme ve Finans Dergisi*, s.10-16.

ÖZGEÇMİŞ

Tülay Güteryüz, 1975 yılında Almanya’da doğdu. Denizli Anadolu Lisesini bitirdikten sonra, 1994’de Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Almanca Enformatik Bölümüne girdi.

1996 yılında “ülke çapında profesyonel turist rehberi” kokartı alarak, 2000 yılına kadar çeşitli milletlerden turistlere rehberlik yaptı.

2000 yılında evlenerek Denizli’ye yerleşti. 2001’de T.C.Merkez Bankası’nın açmış olduğu memuriyet sınavını kazanarak, Banka’nın Denizli Şubesinde göreve başladı.

2002 yılında Pamukkale Ünivesitesi’nde Genel İşletme Bilim Dalında yüksek lisansa başladı. Halen yüksek lisans öğrencisi olarak eğitim hayatına devam eden Güteryüz, evli ve bir çocuk annesidir.