

TÜRKİYE'DE DÖNEMLER İTİBARIYLA  
**PARA POLİTİKASI  
UYGULAMALARI**

MELİH ÖZÇALIK, UFUK SERDAR AKALIN

**EĞİTİM**  
yayınevi

## TÜRKİYE'DE DÖNEMLER İTİBARI İLE PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

Melih Özçalık, Ufuk Serdar Akalın

**Genel Yayın Yönetmeni:** Yusuf Ziya Aydoğan (yza@egitimyayinevi.com)

**Genel Yayın Koordinatörü:** Yusuf Yavuz (yusufyavuz@egitimyayinevi.com)

**Sayfa Tasarımı:** Kübra Konca Nam

**Kapak Tasarımı:** Eğitim Yayınevi Grafik Birimi

T.C. Kültür ve Turizm Bakanlığı

**Yayıncı Sertifika No:** 76780

**E-ISBN:** 978-625-5971-68-5

1. Baskı, Aralık 2024

### Kütüphane Kimlik Kartı

## TÜRKİYE'DE DÖNEMLER İTİBARI İLE PARA POLİTİKASI UYGULAMALARI

Melih Özçalık, Ufuk Serdar Akalın

IV+76 s., 135x215 mm

Kaynakça var, izin yok.

E-ISBN: 978-625-5971-68-5

Bu kitap, Ufuk Serdar Akalın'ın "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası iletişim araçlarının makro ekonomik büyüklükler üzerine etkisi" başlıklı doktora tezinden faydalanılarak yazılmıştır.

Copyright © Bu kitabın Türkiye'deki her türlü yayın hakkı Eğitim Yayınevi'ne aittir. Bütün hakları saklıdır. Kitabın tamamı veya bir kısmı 5846 sayılı yasanın hükümlerine göre kitabi yayımlayan firmanın ve yazarlarının önceden izni olmadan elektronik/mechanik yolla, fotokopi yoluyla ya da herhangi bir kayıt sistemi ile çoğaltılamaz, yayımlanamaz.

## EĞİTİM

yayınevi

**Yayınevi Türkiye Ofis:** İstanbul: Eğitim Yayınevi Tic. Ltd. Şti., Atakent mah. Yasemen sok. No: 4/B, Ümraniye, İstanbul, Türkiye

**Konya:** Eğitim Yayınevi Tic. Ltd. Şti., Fevzi Çakmak Mah. 10721 Sok. B Blok, No: 16/B, Safakent, Karatay, Konya, Türkiye  
+90 332 351 92 85, +90 533 151 50 42, 0 332 502 50 42  
bilgi@egitimyayinevi.com

**Yayınevi Amerika Ofis:** New York: Eğitim Publishing Group, Inc.  
P.O. Box 768/Armonk, New York, 10504-0768, United States of America  
americaoffice@egitimyayinevi.com

**Lojistik ve Sevkiyat Merkezi:** Kitapmatik Lojistik ve Sevkiyat Merkezi, Fevzi Çakmak Mah. 10721 Sok. B Blok, No: 16/B, Safakent, Karatay, Konya, Türkiye  
sevkiyat@egitimyayinevi.com

**Kitabevi Şubesi:** Eğitim Kitabevi, Şükran mah. Rampalı 121, Meram, Konya, Türkiye  
+90 332 499 90 00  
bilgi@egitimkitabevi.com

**İnternet Satış:** www.kitapmatik.com.tr  
+90 537 512 43 00  
bilgi@kitapmatik.com.tr

## İÇİNDEKİLER

Kısaltmalar.....	IV
Giriş .....	1
<b>1. 1931-1970 Dönemi Para Politikası.....</b>	<b>3</b>
1.1. 1931-1939 yılları arasında Para Politikası.....	4
1.2. 1940-1950 Yılları Arasında Para Politikası .....	6
1.3. 1950-1960 Yılları Arasında Para Politikası .....	9
1.4. 1960 Askeri Darbesi Sonrasında Para Politikası .....	12
<b>2. 1970-2001 Dönemi Para Politikası.....</b>	<b>16</b>
2.1. 1970-1980 Yılları Arasında Para Politikası .....	16
2.2. 24 Ocak Kararları sonrasında Para Politikası .....	19
2.3. 1990 Sonrası Para Politikası ve 5 Nisan Kararları ..	23
<b>3. 2000 Kasım-2001 Şubat Krizleri ve Sonrasında</b>	
<b>Para Politikası .....</b>	<b>27</b>
3.1. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Para	
Politikası .....	28
3.2. Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Para	
Politikası .....	32
3.3. Pandemi Sonrası Dönemde Para Politikası .....	44
Genel Değerlendirme .....	51
Kaynakça.....	53

## KISALTMALAR

<b>APİ:</b>	Açık Piyasa İşlemleri
<b>DPT:</b>	Devlet Planlama Teşkilatı
<b>EVDS:</b>	Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
<b>GEGP:</b>	Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı
<b>IMF:</b>	Uluslararası Para Fonu
<b>KİT:</b>	Kamu İktisadi Teşebbüsü
<b>KKM:</b>	Kur Korumalı Mevduat
<b>PPK:</b>	Para Politikası Kurulu
<b>ROK:</b>	Rezerv Opsiyon Katsayısı
<b>ROM:</b>	Rezerv Opsiyon Mekanizması
<b>SDR:</b>	Özel Çekme Hakkı
<b>TCMB:</b>	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
<b>TL:</b>	Türk Lirası
<b>TMO:</b>	Toprak Mahsulleri Ofisi
<b>TÜFE:</b>	Tüketici Fiyat Endeksi

## GİRİŞ

---

Türkiye Cumhuriyeti'nde merkez bankacılığının ilk izleri 1856 yılında kurulan Osmanlı Bankası ile görülmüştür. İngiliz sermayeli banka daha sonra Fransız ortaklığı ile 1862 yılında Bank-ı Osman-i Şahane olarak adını değiştirmiştir. Bankanın merkez bankacılığının ilk izlerini taşımasının nedeni Osmanlı İmparatorluğu adına banknot basma yetkisine sahip olmasından kaynaklanmaktaydı. Milli sermaye yapısına sahip bir merkez bankası fikri ikinci meşrutiyet döneminin sonlarında kurulan İtibar-i Milli bankasının kurulmasıyla hayata geçirilmek istenmesine karşın bu girişim başarılı olmamış banknot basma yetkisi ve hazine ödemeleri özelinde bakıldığında Bank-ı Osman-i Şahane merkez bankası fonksiyonunu yürütmeye devam etmiştir. 1923 yılında yapılan İzmir iktisat kongresinde milli sermayeli bir merkez bankası fikri yeniden gündeme gelmesine karşılık ülkenin içinde bulunduğu ekonomik koşullar nedeniyle Osmanlı Bankası ile imtiyaz süresi on yıl daha uzatılmıştır. Bunun yanı sıra 1927 yılında İtibar-i milli bankasının hisselerinin İş Bankasına devri gerçekleştirilerek devlet İş Bankasının resmi ortağı konumuna gelmiştir. İş Bankasının Merkez bankasına dönüştürülmesi fikri ise dönemin başbakanı İsmet İnönü tarafından bağımsızlık endişeleri nedeniyle reddedilmiştir. Nihayetinde 11 Haziran 1930 tarihinde yasalaşan Merkez Bankası yasa tasarısıyla idari ve bürokratik işlemlerin tamamlanmasıyla Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) 3 Ekim 1931 tarihi itibarıyla faaliyetlerine başlamıştır (Erdem 2010, 256-257).

Kuruluşundan bugüne TCMB yıllar içerisinde ekonomi politikası ve yapısı açısından birçok dönüşüm geçirmiştir. Kurucu kanun 1970 yılına kadar çeşitli değişikliklere uğramış ve 1970 yılı ile birlikte ise günün koşullarına göre yeni bir TCMB kanunu zorunluluğu ortaya çıkmış ve 1211 sayılı TCMB kanunu kabul edilmiştir. Özellikle 1939 yılından 2001 krizinin yaşandığı döneme kadar farklı dönemlerde TCMB kamu otoritesinin finansmanında ön planda olması nedeniyle bağımsız bir para politikası uygulaması imkanına sahip olamamıştır. 2001 krizi sonrasında ise TCMB araç ve amaç yönünden bağımsızlık kazanmış ve bağımsız para politikaları uygulamaya başlamıştır. Bu bağlamda 2001 krizi sonrasında yapılan yapısal değişikliklerden biri olarak TCMB bünyesinde para politikası kurulu (PPK) oluşturulmuştur. Para politikası kararlarını almakla yetkilendirilmiş PPK para politikası uygulamalarını kurumsal bir yapıya oturtmuştur. 2001 krizi sonrasında politika amacı bağlamında da fiyat istikrarının ana amaç olduğu enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmiştir. Enflasyon hedeflemesi rejimi altında PPK ve hükümet tarafından üç yıllık bir ufuğa göre hedeflenen enflasyon oranları belirlenirken TCMB para politikası araç sepetini kendisi belirleyerek söz konusu amaca yönelik para politikası uygulamaları gerçekleştirmektedir.

TCMB'nin kuruluşundan itibaren Türkiye'de uygulanan para politikası uygulamalarının yaşadığı dönüşüm ve yenilenme süreci 1931-1970 dönemi, 1970-2001 dönemi, 2001-2024 dönemi olmak üzere üç ayrı döneme ayrılabilir. Ayrıca her ayırım dönemi içerisinde Türkiye ekonomisi açısından hem Türkiye konjonktüründe hem de küresel konjonktür açısından kırılmalar barındırmaktadır. Söz konusu kırılmalar ekonomik konjonktürden kaynaklanmasının yanı sıra siyasal konjonktürden de etkilenmiştir. Bu bağlamda kitabın ele aldığı konuların merkezinde TCMB'nin yapısal dönüşümü olmakla birlikte alt kırılma dönemleri özelinde de para politikası uygulamalarının incelenmesi fayda sağlayacaktır.

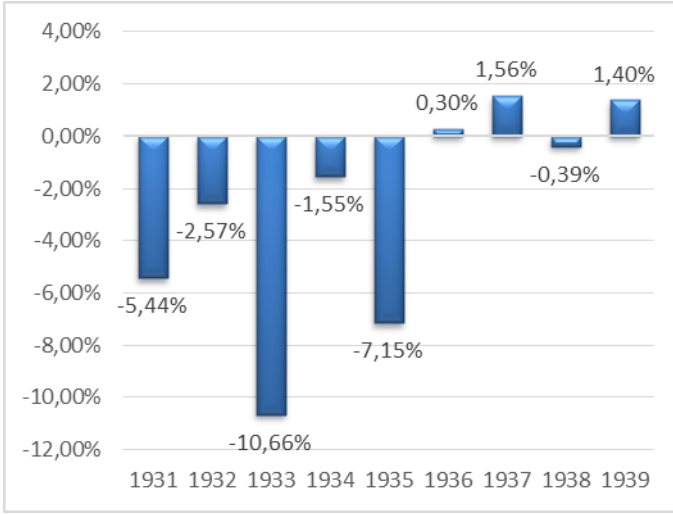
## 1. 1931-1970 Dönemi Para Politikası

Kuruluş kanunda ifade edildiği şekliyle Merkez Bankasının temel amacı ülkenin ekonomik kalkınmasını desteklemek olarak belirlenmişti. Bu amaç doğrultusunda banka kâğıt para basma, reeskont oranlarını belirleme, para piyasası ve paranın dolaşımını düzenleme, hazine işlemlerini yerine getirme ve Türk parasının değerini korumak üzere önlemler alınması konularında yetkilendirilmişti. Döviz kuru belirleme yetkisi ise sabit döviz kuru rejimi altında hükümetin kontrolündeydi (TCMB, 2011, p. 5)

Banka anonim şirket yapısında kurulmuş ve hisseleri A,B,C ve D olmak üzere dört ayrı gruba bölünmüştür. A grubu hisseler hazineye tahsis edilmişken, B grubu hisseler ulusal bankalara, C grubu hisseler ulusal bankalar dışında kalan bankalar ile imtiyazlı şirketlere tahsis edilmiştir. D grubu hisseler ise Türk ticari kurumları ile Türk uyruklu tüzel ve gerçek kişilere tahsis edilmiştir. Hazinenin payını oluşturan A grubu hisseler yüzde 15 ile sınırlı tutulmuştur (TCMB, 2012c). Kuruluş yıllarından ikinci dünya savaşına kadar geline süreçte banka kaynaklarının hükümet tarafından aşırı olarak kullanılmasına izin verilmemiş ve ikinci dünya savaşı sürecinde de bu durum kısmen devam etmiştir (Delice, 2015, p. 28). Söz konusu ilk on yıllık dönemde hazineye açılan avansların bile altın gibi karşılıklarla yapılmış olması TCMB'nin karşılıksız olarak emisyonu yönlendirmediğini gösterir. Bu durum TCMB'nin bağımsızlığı ve para politikası etkinliği konusunda hassas davranıldığı ve merkez bankasının istismar edilmediğinin göstergesidir (Önder, 2005; 108).

### 1.1. 1931-1939 yılları arasında Para Politikası

Şekil 1 1931-1939 Fiyat Endeksindeki Değişmeler (%) (baz yılı=1918)



**Kaynak: Pamuk, Türkiye’de Fiyatlar ve Ücretler (1820-2005)**

Bankanın kuruluşundan II. Dünya savaşının başlangıcına kadar olan süreçte fiyat endeksindeki genel itibarıyla negatif gerçekleşmiştir. 1936, 1937 ve 1939 yıllarında fiyat endekslerindeki değişim pozitif yönde olmasına karşılık sırasıyla %0,30, %1,56 ve %1,40 seviyesinde sınırlı artış olarak gerçekleşmiştir. Ele alınan dönem içerisindeki diğer yıllarda ise fiyat endeksinde düşüşler gerçekleşmiştir. Düşüşün en yüksek düzeyde gerçekleştiği yıl ise 1933 yılı olarak öne çıkmaktadır.



**Tablo 1 1931-1939 Parasal Göstergeler**

Yıl	Dolaşımdaki Kağıt ve Madeni Para (Milyon TL)	Bankalardaki Toplam Mevduat (Milyon TL)	Dolaşımdaki Para ve Bankalardaki Mevduat Toplamı (Milyon TL)	Bankaların Kredileri (Milyon TL)
1931	170	212	382	201
1932	167	184	351	175
1933	153	190	343	181
1934	155	185	340	191
1935	163	195	358	200
1936	175	244	419	220
1937	188	272	460	280
1938	191	294	485	287
1939	256	260	516	275

**Kaynak: Tezel, 1982**

Kuruluş kanununda merkez bankasına verilen yetkilerden biri paranın dolaşımını düzenleme yetkisiydi. Bu bağlamda tablo 1 kuruluş tarihinden II. Dünya savaşının başlangıcına olan sürede parasal büyüklükler ile ilgili bilgileri göstermektedir. kuruluştan sonraki iki yılda emisyon düzeyini gösteren dolaşımdaki kağıt ve madeni para miktarı azalmıştır. Devamında artış eğilimine giren emisyon düzeyi 1939 yılına gelindiğinde 256 milyon Türk lirası (TL) seviyesinde yükselmiştir. Emisyon hacmiyle benzer şekilde bankalarda bulunan toplam mevduat miktarı da 1932 yılında bir önceki yıla göre 28 milyon azalarak 184 milyon TL seviyesine düşmüştür. 1933 yılındaki artıştan sonra bankalarda bulunan mevduat miktarı 1934 yılında tekrar düşmüş ve takip eden yıllarda ise artarak II. Dünya savaşının başladığı 1939 yılında sınırlı bir düşüşle 260 milyon TL seviyesine gelmiştir. Bir parasal gösterge olan banka kredileri incelendiğinde ise bankalardaki toplam mevduatla benzer bir seyir izlediği görülmektedir. Merkez bankası tarafından belirlenen ve dönem içerisinde 1935 yılı itibariyle yüzde 5,5 olan iskonto oranı 1938 yılında yüzde 4'e düşürülmüştür.

**Resim 1 I. Emisyon Grubu 10 TL**

**Kaynak: TCMB - Emisyon Grupları**

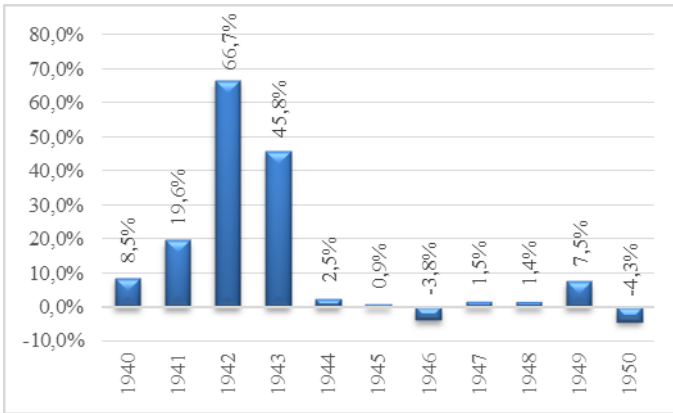
Kuruluş kanunun verdiği yetkilerden biri olan para basma yetkisinin kullanımı ise söz konusu dönemde hayata geçirilememiştir. I. Emisyon grubu olarak adlandırılan ve 1927 yılında dolaşıma giren yeni kâğıt paralar İngiltere’de bir İngiliz firması olan Thomas De La Rue tarafından basılmıştır. Söz konusu banknotlar 1949 yılına kadar tedavülde kalmıştır. Harf devrimi öncesinde basılması nedeniyle eski Türkçe harflerle basılan kâğıt paralarda küpür değerleri Fransızca yer almaktaydı.

### **1.2. 1940-1950 Yılları Arasında Para Politikası**

1939 yılında başlayan II. Dünya savaşının başlamasıyla birlikte başta emisyon olmak üzere parasal değerlerde artış gözlemlenmiştir. Savaşın ilk dönemlerinde savaşa girmemesine karşılık genç Türkiye Cumhuriyeti olası saldırılara yönelik tedbirler almıştır. Savaş ekonomisinin doğası gereği artan savunma harcamalarının kamu harcamalarının finansmanı üzerinde oluşturduğu baskı ve arz kısıtları ile karaborsacılık faaliyetleri nedeniyle artan fiyat düzeyleri 1940’lı yılların ilk döneminde Merkez bankasının emisyonu artırmasını zorunlu kılmıştır. (Kazgan, Öztürk ve Koraltürk, 2000; 131). Savaş yılları ve takip eden 6 yıllık süre zarfında TCMB kamu kuruluşlarının

açıklarının finansmanı için yoğun olarak hazine kefaletine haiz bono almıştır. Hazine bonusu ve avans olarak görülen hazine borçları kalemi bu kaleme kaydırılmıştır. Söz konusu dönemde hazine tarafından Merkez Bankasına yapılan net bir ödemeden söz etmek mümkün değildir. Fakat yine de üzerinde durulması gereken önemli bir olgu olağanüstü koşullara rağmen Merkez Bankası kanununda hazineye doğrudan kısa vadeli avans açmanın yolunu açacak düzenlemeler yapılmamış olmasıdır (Önder 2005, 113). 1940-1950 dönemi ayrıca savaş sonrasında yapılan Marshall yardımları, Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası'na üye olunması sonucunda Türkiye'de ekonomik yapıda birçok değişikliği beraberinde getirmesi açısından önemlidir. Bu noktada 1940 yılından 1950 yılına kadar olan fiyat endeksi değişimleri şekil 2'de gösterilmiştir.

**Şekil 2 1940-1950 Tüketici Fiyatları Endeksi (TÜFE) Değişimi (%) (baz yılı=1938)**



**Kaynak: TÜİK, 2014**

Merkez bankasının kuruluşundan sonra ilk iki haneli enflasyon düzeyi 1941 yılında yaşanmış (yüzde 19,56) ve takip eden yılda artarak 1942 yılında yüzde 66,7 düzeyine ulaşmıştır. Fiyat endekslerindeki artış 1943 yılında da yüzde 45,8 düzeyinde gerçekleşmiştir. 1943 sonrasında endekste ki değişimler dalgalı bir seyir izlemiştir. Nihayetinde kümülatif olarak ele alındığında 1940-1950 yılları arasındaki dönemde

enflasyon toplamda yüzde 205,4 artmıştır. Söz konusu dönemde parasal göstergeler açısından ele alındığında tablo 1'deki değerlerle kıyaslandığında yüksek düzeyde bir genişleme görülmektedir.

**Tablo 2 1940-1950 Parasal Göstergeler**

	Dolaşımdaki Kağıt ve Madeni Para (Milyon TL)	Bankalardaki Toplam Mevduat (Milyon TL)	Dolaşımdaki Para ve Bankalardaki Mevduat Toplamı (Milyon TL)	Bankaların Kredileri (Milyon TL)
1940	365	274	639	292
1941	506	383	889	331
1942	636	449	1085	375
1943	764	433	1197	481
1944	939	506	1445	537
1945	980	531	1511	584
1946	915	671	1586	830
1947	982	744	1726	943
1948	961	880	1841	1028
1949	979	890	1869	1147
1950	986	1118	2104	1324

**Kaynak: Tezel, 1982**

Tablo 2 1940-1950 yılları arasında dolaşımdaki kağıt ve madeni paralar ile banka mevduatları ve kredilerini göstermektedir. Dolaşımdaki kağıt ve madeni paralar 1940 yılından itibaren hızla artarak 1944 yılına gelindiğinde 900 milyon TL düzeyinin üzerine çıkmış ve 1950 yılına kadar bu düzeylerde devam etmiştir. Bankalardaki toplam mevduatlar ise ele alınan dönem içerisinde 1943 yılı haricinde sürekli artış göstererek 1950 yılına gelindiğinde 1.118 milyon TL seviyesine yükselmiştir. Yine bankalarca kullanılan kredilerde söz konusu dönemde artmıştır. Banka kredileri ve mevduatlar karşılaştırıldığında 1942 ve 1943 yılları arasında bankaların verdikleri kredi miktarı mevduatların düzeyinin altından kalmış diğer yıllarda krediler mevduatlardan yüksek seyretmiştir. Özellikle savaşın sona erdiği 1946 sonra kredilerin

ve mevduatlar arasındaki fark krediler lehine yüksek düzeylere çıkmıştır. Merkez bankası tarafından kullanılan bir para politikası aracı olan reeskont oranlarının seyri incelendiğinde 1938 yılından 1951 yılına kadar herhangi bir değişiklik göstermemiştir.

**Resim 2 II. Emisyon Grubu 1000 TL**



**Kaynak: TCMB - Emisyon Grupları**

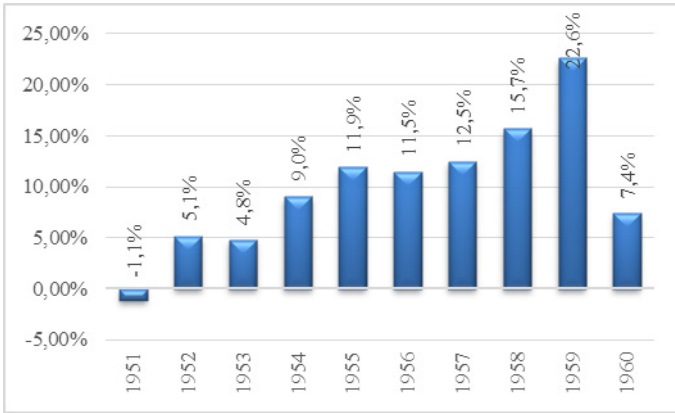
Ele alınan dönemde ayrıca II., III. ve IV. emisyon grubu banknotların basımları gerçekleştirilmiştir. II. emisyon grubu banknotların basımı İngiltere ve Almanya'da gerçekleştirilirken III. emisyon grubu banknotların basımı İngiltere, Almanya ve Amerika'da gerçekleştirilmiştir. Son olarak IV. Emisyon grubu banknotların tamamı Amerika'da basılmıştır. Ayrıca bu dönemde İsmet İnönü portreleri de banknotlarda yer almaya başlamıştır. II. emisyon grubu banknotlarda hem İsmet İnönü hem Atatürk banknotlar yer alırken III. ve IV. Emisyon grubu banknotların tamamı İsmet İnönü portreli basılmıştır.

### **1.3. 1950-1960 Yılları Arasında Para Politikası**

Savaş sonrası dış ekonomik ilişkilerin arttığı Türkiye'de siyasi açıdan değişim ise 1950 yılı itibariyle başlamıştır. Çok partili hayata geçilen 1950 yılı ile siyasi iktidar değişmiş ve özel sektörün öncelenmesiyle birlikte kamunun ağırlığının da bulunduğu bir ekonomik ortam oluşmuştur.

1950'ler Türkiye ekonomisi açısından istikrarsız büyüme oranlarıyla birlikte fiyat düzeylerinde istikrarsızlıklarının yaşandığı bir on yıl olarak görülmektedir. Fiyatlardaki istikrarsızlığın ana kaynağı ise bu dönemde para arzında yaşanan genişleme olmuştur. 1950'lerde birçok kamu kuruluşuna bütçe açıklarının finansmanı için merkez bankasından borç alma yetkisinin verilmesi ise para arzındaki kontrolsüz artışın baş aktörü olarak görülmektedir. Hükümetin kendisinin genişleyen gelir vergisi tabanı ve yüksek oranlı ithalat vergileri kaynakları nedeniyle Merkez bankasından fazla borçlanma gereği duymamasına karşılık Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT) açısından durum farklıydı. 1952-1960 yılları arasında Merkez bankası tarafından kullanılan toplam kredilerin üçte ikisi KİT tarafından kullanılmıştı. KİT tarafından kullanılan kredilerin yaklaşık üçte ikisini ise Toprak Mahsulleri Ofisi (TMO) kullanmıştı (Öniş & Riedel, 1993, pp. 12–13).

**Şekil 3 1951-1960 TÜFE Değişimi (%) (baz yılı=1938)**



**Kaynak: TÜİK, 2014**

1951 yılı yıllık düzeyde fiyat endeksi değişim oranlarının son kez negatif gerçekleştiği yıl olarak öne çıkmaktadır. Dönem içerisinde 1951 yılından sonra devamlı yükselen fiyat endeksi değerlerinde en yüksek artışın yaşandığı yıl yüzde 22,60 ile 1959 yılı olarak öne çıkmaktadır. Dönem içerisinde kümülatif fiyat endeksi artışı işe yüzde 153,98 olarak gerçekleşmiştir.

1940'lı yıllarla başlayan enflasyon sorunu 1950'lerde de devam etmiştir.

Merkez bankası söz konusu dönemde reeskont faizlerini aktif olarak kullanmıştır. Öncelikle 1951 yılında uzun yıllardır yüzde 4 seviyesinde olan reeskont haddi yüzde 3'e indirilmiştir. Bunun yanı sıra 1955 yılında emisyon hacmindeki genişlemeye paralel olarak reeskont oranı yüzde 4,5'e yükseltilmiştir. Emisyon artışı 1956 yılında da devam etmiş ve reeskont oranı aynı yılda artırılarak yüzde 6 seviyesine yükseltilmiştir. Son olarak 1960 yılında reeskont faizleri yine yükseltilerek yüzde 9 seviyesine ulaşmıştır.

Merkez Bankası'nın hükümet politikalarına bağımlı hareket ettiği dönemde enflasyon sorunu ithalatı artırma baskısı doğurmuştur. Devalüasyonun yapılmaması da 1955 yılına kadar dış ticaret açığının giderek arttığı bir dış ekonomik yapı ortaya koymuştur. 1955 sonrasında kredilerin kısılması sonrasında söz konusu açık 1958 yılına kadar azalmıştır. Merkez Bankası söz konusu dönemde dış borçları dövizle ödemekten sorumlu olmasına karşılık kredilerin denetlenmesine yönelik bir güçten yoksundu. Kredili ithalat uygulamasının gerçekleştirildiği dönemde yapılan ithalat ile büyüme arasında kopuk bir yapı sonrasında ticari nitelikteki borçlar ödenemez hale geldi (Taş, 2004). Bu durum söz konusu dönemi Türkiye ekonomisi açısından devam eden yıllarda sıklıkla başvurulacak IMF istikrar programlarının ilkinin uygulanmaya konulduğu dönem olarak öne çıkmaktadır. Nihayetinde 4 Ağustos 1958 yılında istikrar programı uygulanmaya konulmuştur. Genel itibarıyla örtülü bir devalüasyonun yanı sıra daraltıcı bir para politikası çerçevesi öngören kararlardan merkez bankası ile ilgili önemli yer tutan kısmı kamu sektöründeki kuruluşlara yıl sonuna kadar merkez bankası tarafından verilecek kredilerin 400 milyon TL ile sınırlı tutulmasıdır. Söz konusu 400 milyon TL'nin 250 milyon TL'si Toprak mahsulleri ofisine tesis edilirken kalan tutarın iç finansman ofisi tarafından değerlendirilerek kullanılması kararlaştırılmıştır.

### Resim 3 V. Emisyon Grubu III. Tertip 100 TL



Kaynak: TCMB - Emisyon Grupları

Merkez Bankası'nın kurulması tartışmalarıyla birlikte başlayan basım matbaasının kurulması isteği ise ele alınan dönem içerisinde 1958 yılında tamamlanmış ve ilk olarak III. tertip 100 TL V. Emisyon grubu içinde Türkiye'de basılmaya başlanmıştır. Ayrıca dönem içerisinde Almanya, İngiltere ve Amerika'da banknot basımı gerçekleştirilmiştir.

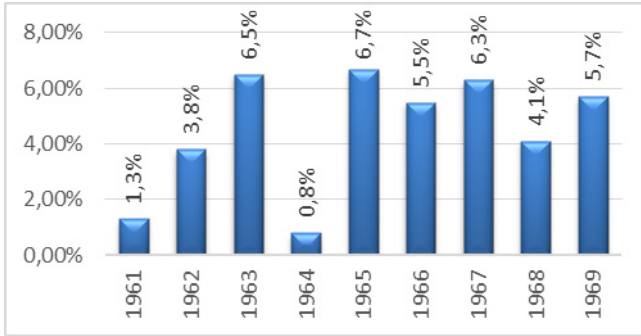
#### 1.4. 1960 Askeri Darbesi Sonrasında Para Politikası

1960 askeri darbesiyle Türkiye ekonomisinde köklü değişimler meydana gelmiştir. Bu değişimlerden en belirginini Devlet Planlama Teşkilatı'nın (DPT) kurulmasıdır. DPT'nin kurulmasıyla birlikte sosyal devleti önceleyen planlı ekonomi dönemine geçilmiştir. Merkez bankasının 1960'lı yıllardaki görevleri ise genel olarak ekonomik büyüme ve kalkınmayı destekleyecek para politikaları uygulamak olmuştur. Bu bağlamda para politikası açısından söz konusu dönem genişletici para politikasının uygulandığı dönemler olarak öne çıkmaktadır. 1958 yılına kadar kanunlarla belirlenen daha sonra belirleme yetkisi Banka Kredileri Tanzim Komitesine devredilen zorunlu karşılıkların 1961 yılıyla birlikte TCMB nezdinde tutulması zorunluluğu getirilmiştir. Buna karşılık zorunlu karşılıkların tamamı TCMB tarafından bloke edilmemekte bir bölümü T.C.



Ziraat Bankası'nın zirai finansmanları için kullanılmaktaydı (Önder, 2005, p. 124). Bununla birlikte genişletici para politikası uygulamalarına karşılık enflasyon artışı ele alınan dönemde sınırlı düzeyde artmıştır. Enflasyon artışında meydana gelen sınırlı düzeyin nedeni ilk iki plana ilişkin büyüme hedeflerin gerçekleştirilmesiyle birlikte genişletici para politikasına arz artışının eşlik etmiş olmasıdır (Sarı, 2007, p. 7).

**Şekil 4 1961-1969 TÜFE Değişimi (%) (baz yılı=1938)**



**Kaynak: TÜİK, 2014**

1961-1969 yılına ilişkin enflasyon oranları incelendiğinde dönem içerisinde enflasyon tek haneli seviyelerde seyretmiştir. Söz konusu dönem içerisinde yıllık enflasyonun en yüksek düzeyde gerçekleştiği yüzde 6,7 ile 1965 yılı olmuştur. 1961 yılından başlayarak dönem içerisinde IMF ile her yıl bir stand-by anlaşması yapılmış ve 1961,1962,1964 ve 1969 anlaşma tutarlarının bir bölümü tahsil edilirken 1965 yılında özel çekme hakkı (SDR) tahsilatı gerçekleşmemiştir. 1961-1969 yılları arasında dokuz ayrı stand-by anlaşmasında anlaşılan 235,5 milyon SDR'nin 157 milyon SDR'lik bölümü tahsil edilmiştir.

**Tablo 3 1961-1969 Parasal Göstergeler**

	Para arzı (Milyon TL)	Bankalardaki Toplam Mevduat (Milyon TL)	Bankaların Kredileri (Milyon TL)
1961	10025	8.542	8.799
1962	10964	9.691	10.478
1963	12167	10.774	11.801
1964	13999	12.462	16.369
1965	16434	15.378	20.643
1966	19780	19.091	26.631
1967	22682	21.733	34.660
1968	25968	26.979	39.178
1969	30127	32.123	42.471

**Kaynak: 1961-1970 yılları arasındaki TCMB Yıllık raporları ve Türkiye Bankalar Birliği, 2024**

1961 yılı itibariyle para arzı düzeyi 10 milyar TL seviyesine çıkmıştır. Dönem içerisinde sürekli artış gösteren para arzı 1969 yılı itibariyle 30 milyar TL seviyesine yükselmiştir. Benzer şekilde bankalardaki toplam mevduat düzeyi de sürekli artış göstererek 1961 yılındaki 8 milyar TL seviyesinden 32 milyar TL seviyesine yükselmiştir. Bankaların kullandıkları krediler incelendiğinde ise yine 1961 yılında 8 milyar TL düzeyinden 1969 yılında 42 milyar TL düzeyine ulaşmıştır. Kullanılan kredilerde meydana gelen artış bankalardaki toplam mevduatların artışından daha yüksek düzeyde gerçekleşmiştir.

1961 yılında reeskont hadleri yüzde 9'dan yüzde 7,5'e indirilmiştir. Ayrıca ziraat ve ihracatla ilgili senetlere uygulanan reeskont faizleri de yüzde 6 düzeyinden yüzde 5,25 düzeyine indirilmiştir. Bu anlamda genişletici para politikası uygulamasında selektif bir yöntem de benimsenmiştir. 1964 yılında ise kalkınmada öncelikli olan alanlara yönelik olan senetlerin reeskont oranı yüzde 7,5 düzeyinden yüzde 5,25'e düşürülmüştür. Resmi iskonto oranı ise değişmemiştir. Söz

konusu değişikliğin yaşandığı dönemden 1969 yılına kadar reeskont hadlerinde herhangi bir değişiklik olmamakla birlikte selektif olarak daha uygun şartlarda reeskont imkanından faydalan sektörler artırılmıştır.

Planlı kalkınma döneminin ilk yıllarında merkez bankası tarafından kullanılan kredilerin genellikle kamunun ihtiyaçları doğrultusunda kullandığı görölmektedir. Bu durum merkez bankasının politika araçlarından biri olarak düşünebileceğimiz bu kredilerin etkin olarak planlar doğrultusunda kullanımı önünde bir engel olarak öne çıkmaktadır. Ayrıca diğer para politikası araçları olan reeskont kredileri ve zorunlu karşılıkların da ilk yıllarda planlara uygun olarak kredinin istenilen sektörlere yönlendirilmesini sağlamadığı görölmektedir (Devlet Planlama Teşkilatı, 1968).

Genel itibariyle ele alınan 39 yıllık dönem değerlendirildiğinde para politikası araçlarının kullanımının farklı otoritelere sunulmuş olması ve merkez bankasının kamu iktisadi teşebbüslerini fonlayan bir yapıda bulunması nedeniyle bağımsız bir para politikası uygulamasından bahsetmek mümkün değildir. Fakat yine de savaş yılları ve Demokrat parti dönemi dışındaki yıllarda enflasyonun düşük düzeylerde seyrettiğini söylemek mümkündür.

TCMB'nin kuruluşundan 1970 yılına kadar geçen süre merkez bankacılığı açısından kurucu kanun dönemi olarak adlandırılabilir. Kanun yürürlükte olduğu 39 yıl boyunca çeşitli değişikliklere dönemin ihtiyaçlarına uygun hale getirilmesine rağmen 1970 yılıyla birlikte yeni bir merkez bankası kanunu yapılması gerekliliği doğmuştur.

## 2. 1970-2001 Dönemi Para Politikası

Planlı ekonomi dönemi beraberinde para dolaşımı ve kredi kontrolleri gibi ihtiyaçlar doğurmuştur. Bunun yanı sıra yeni piyasa araçlarının da ekonomik çevreye dahil olmasıyla birlikte Merkez Bankasının yapısının değiştirilmesi gerekli hale gelmiştir. Nihayetinde 14 Ocak 1970 tarihinde 1211 sayılı Merkez Bankası Kanununun kabulüyle birlikte ekonomik alanda ve merkez bankacılığı alanında yaşanan yeniliklere kısmen uyum sağlayacak düzenlemelere kavuşmuştur (TCMB, 2012b, p. 15). Kanunun ilk halinde bankanın temel görevleri aşağıdaki şekilde sıralanmıştır (TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI KANUNU, 1970);

- Para ve kredi politikasını, kalkınma planları ve yıllık programlara uygun bir tarzda yürütmek;
- Hükümetle müştereken milli paranın iç ve dış değerini korumak amaçlarıyla gerekli tedbirleri almak;
- Milli paranın hacim ve tedavülünü bu kanun gereğince düzenlemek;
- Bankalara ödünç para verme işlerini, bu kanunda yazılı sınırlar içinde yürütmektir.

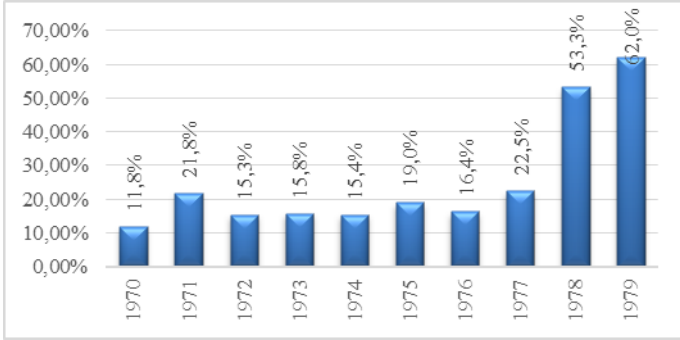
Bu haliyle kanun merkez bankasının amaçlar açısından bağımsızlığıyla ilgili sınırlı bir çerçeveye çizmektedir.

### 2.1. 1970-1980 Yılları Arasında Para Politikası

Yeni kanunla 1971-1980 yılları arasında para politikası devalüasyon sonrasında para arzının kontrol edilemediği, uluslararası rezerv artışları ve ticari bankalara TCMB tarafından kullanılan kredilerin artışıyla birlikte iç talep ve enflasyon artışlarının süreklilik kazandığı bir dönem olarak öne çıkmaktadır. Para politikası açısından söz konusu döneme ilişkin bir başka olumsuzluk ise başta KİT'lerin finansmanı olmak üzere kamu kesiminin fonlanmasının devam etmiş olmasıdır. Aşırı değerli TL söz konusu dönem içerisinde dövize çevrilebilir mevduat ve ihracat düzeyinde düşüş ile 1977 yılına gelindiğinde TCMB dış varlıklarında gerçekleşen yüksek

düzeyde düşüş ödemeler dengesi kriziyle sonuçlanır. 1970'li yıllarda yapısal şartlar gereği ekonomide meydana gelen olumsuzluklara rağmen sabit kur uygulaması ve genişletici para politikası uygulamasının devam etmesi para politikasını sorunların çözümünde etkinsiz kılar (Kazgan et al., 2000, p. 188).

**Şekil 5 1970-1979 TÜFE Değişimi (%)**



**Kaynak: TÜİK, 2014**

1970 yılı ile birlikte 11 yıllık tek haneli enflasyon dönemi sona ermiş ve takip eden 10 yıl içerisinde enflasyon oranı hep iki haneli olarak gerçekleşmiştir. Ele alınan dönemin son yılı olan 1979 yılında enflasyon en yüksek değeri olan yüzde 62 seviyesine yükselmiştir. Daha önce bahsedilen ödemeler dengesi krizinin yaşandığı 1977 yılı ve takip eden yıllarda enflasyon oranları dönemde ele alınan diğer yıllara göre daha yüksek seyretmiştir.

**Tablo 4 1970-1979 Parasal Göstergeler (Milyon TL)**

Yıl	Emisyon Hacmi	Tevdiat Parası	Mevduatlar	Krediler
1970	13.915	23.410	36.246	37.005
1971	17.032	29.620	48.476	42.834
1972	20.055	36.830	62.994	55.993
1973	25.332	49.086	80.392	75.068
1974	32.860	62.462	99.068	95.749
1975	40.938	84.865	132.324	138.953
1976	52.061	108.572	162.845	183.762

1977	77.881	146.900	213.261	231.476
1978	113.662	191.419	283.371	294.365
1979	182.877	296.276	443.379	455.829

**Kaynak: 1970-1979 yılları arasındaki TCMB Yıllık raporlarından türetilmiştir.**

Tablo 4 ele alınan 1970-1979 dönemine ilişkin parasal göstergeleri içermektedir. Tabloda yer alan tevdiat parası verisi vadesiz ticari mevduatlar ile vadesiz tasarruf mevduatlarından oluşmaktadır. Emisyon hacmi yıllar itibarıyla sürekli artış göstermiştir. 1977 yılıyla birlikte artış oranlarının da yükseldiği gözlemlenmektedir. Söz konusu dönemde merkez bankası aktif kalemleri incelendiğinde emisyon hacmindeki artışın ana etkenleri arasında hazineye kullandırılan kısa vadeli avanslar ile kamu iktisadi teşebbüslerine kullandırılan kredilerin payının yadsınamaz büyüklükte olduğu görülmektedir. Bununla birlikte emisyon hacmine benzer şekilde bankalardaki mevduatların da artış seyri izlediği görülmektedir. Emisyon hacmine kıyasla mevduatlarının artış hızının yıllara göre daha dengeli hareket ettiği görülmektedir. Bankacılık sektörü tarafından kullanılan krediler de dönem içinde artış eğilimi göstermiştir. Artış oranının en yüksek gerçekleştiği yıllar ise sırasıyla 1979 (yüzde 55) ve 1975 (yüzde 46) olarak gerçekleşmiştir. Bankacılık sektörü tarafından verilen kredilerin kaynakları incelendiğinde Merkez bankası kaynaklarından kullandırılan kredilerde 1976 yılı sonrasında artışlar görülmektedir.

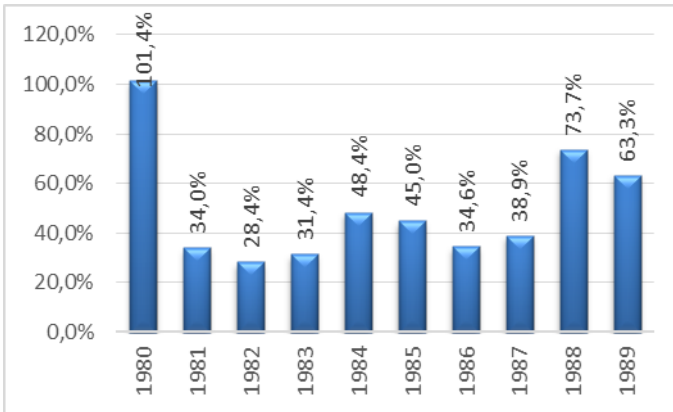
Merkez bankası tarafından belirlenen reeskont faiz oranları ise dönem içerisinde 1973, 1974, 1978 ve 1979 yıllarında olmak üzere 4 defa değiştirilmiştir. 1973 yılında yüzde 9'dan yüzde 8,75'e düşürülen reeskont oranı 1974 yılında tekrar yüzde 9'a yükseltilmiştir. 1978 ve 1979 yıllarında reeskont oranı sırasıyla yüzde 10 ve yüzde 10,75'e yükseltilmiştir. Reeskont faiz oranının yanı sıra 1211 sayılı TCMB Kanununun ilanından sonra kaldırılan Banka kredileri tanzim komitesinin uhdesinde olan zorunlu karşılıklar ve dispoñibilite oranını belirleme yetkisi de TCMB'ye devredilmiştir.

Dönem içerisinde IMF ile ilişkiler incelendiğinde 1970,1978 ve 1979 yıllarında olmak üzere 3 farklı stand-by anlaşması yapıldığı görülmektedir. Sırasıyla 90 milyon, 300 milyon ve 250 milyon SDR tutarında yapılan anlaşmalar neticesinde 1970 yılında anlaşılan tutarın tamamı çekilmiştir. 1978 ve 1979 yıllarında yapılan anlaşmaların ise sırasıyla 90 milyon ve 230 milyon SDR'lik bölümü çekilmiştir.

## 2.2. 24 Ocak Kararları sonrasında Para Politikası

Ekonomide süregelen sorunlara ilişkin çözüm yollarına yönelik olarak 1980 yılında 24 Ocak kararları olarak bilinen istikrar programı düzenlenir. Para politikası özelinde ele alındığında 24 Ocak kararlarının ana ilkelerinden enflasyonla mücadele noktasında para ve kredi politikalarının titizlikle izlenmesi çerçevesinde merkez bankasının hazineyi fonlamasının titizlikle izlenmesi gerekliliği ön plana çıkmaktadır. 24 Ocak kararları 12 Eylül darbesi sonrasında uygulama alanı bulur ve 1983 yılına kadar istikrar tedbirleri uygulanmaya devam eder. İstikrar tedbirleri sonucunda büyüme oranları açısından olumlu sonuçlar elde edilmesine karşılık enflasyon ve ödemeler dengesi açısından amaçlara ulaşıldığı söylenemez (Kazgan et al., 2000, pp. 209–212).

Şekil 6 1980-1989 TÜFE Değişimi (%)



Kaynak: TÜİK, 2014

1980 yılı ile birlikte TÜFE'deki artış oranı en yüksek seviyeye çıkmış ve enflasyon ilk defa üç haneli olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu yılda enflasyon düzeyi üzerindeki en büyük etki Ocak ve Şubat aylarında gerçekleşmiştir. 24 Ocak kararlarının uygulanmasıyla artış hızı yavaşlamış ve 1982 ve 1983 yılında enflasyon oranları sırasıyla yüzde 34 ve yüzde 28,4 değerine gerilemiştir. 1984 -1987 yılları arasında yüzde 48,4 ile yüzde 34,6 aralığında dalgalı seyir izleyen enflasyon oranları 1998 ile birlikte yüzde 73,7 oranına yükselmiştir. 1989 yılında sınırlı bir düşüş ile birlikte enflasyon oranı yüzde 63,3 olarak gerçekleşmiştir.

1980 sonrası dönemde önemli bir değişim ise piyasa faizlerinde gözlemlenmiştir. Fakat pozitif reel faizlere karşılık tasarrufların gayri safi milli hasılaya oranı hissedilir düzeyde artış göstermemiştir. Bu durumun temel nedeni tasarrufların faiz oranlarından ziyade gelirin fonksiyonu olması olarak görülebilir (Engin 2022, 1182-1183). Bu bağlamda ele alınan dönemde uygulanan istikrar politikaları çerçevesinde takip edilen ücret politikalarının işveren lehine düzenlenmiş olması neticesinde çalışanlar nezdinde istenilen tasarruf artışının sağlanamamasıyla sonuçlanmıştır.

İhracata dayalı büyüme modelinin benimsendiği 1980'li yıllarda finansal piyasalar açısından da birçok değişim gözlemlenmiştir. Para piyasaları üzerindeki kontrol kısmen zayıflamıştır.

**Tablo 5 1980-1989 Parasal Göstergeler (Milyar TL)**

Yıl	M1 Para Arzı	M2 Para Arzı	Toplam Kredi Hacı
1980	704,0	881,9	1.326,3
1981	972,0	1.637,2	2.059,1
1982	1.341,9	2.290,3	2.668,4
1983	1.941,0	3.163,4	3.426,4
1984	2.252,7	4.788,6	4.231,8
1985	3.208,7	7.169,4	7.114,8



1986	5.357,4	12.276,3	12.354,8
1987	8.682,3	17.702,0	19.659,5
1988	11.311,5	27.195,2	28.668,0
1989	19.560,1	47.142,1	44.972,3

**Kaynak: 1980-1990 yılları arasındaki TCMB Yıllık raporlarından türetilmiştir.**

1980'li yıllar enflasyonun gayri safi yurtiçi hasılanın ve parasal göstergelerin birlikte yükseldiği bir dönem olarak karşımıza çıkmaktadır. 1985 yılı M1 ve M2 para arzı ile toplam kredi hacmindeki artışların keskinleştiği ve devam ettiği yıl olarak öne çıkmaktadır. M1 para arzı incelendiğinde 1980 yılında 704 milyar TL düzeyinden 1989 yılına gelindiğinde 19.560 milyar TL seviyesine çıktığı görülmektedir. Bu durum emisyon hacminin dönem içerisinde yüksek düzeyde artırıldığını göstermektedir. Mevduatların emisyon hacmindeki artışa eşlik etmesiyle birlikte M2 para arzı da 882 milyar TL olduğu 1980 yılından 1989 yılına gelindiğinde 47.142 milyar TL'ye yükselmiştir. Toplam kredi hacmi de benzer şekilde artarak 1980 yılındaki 1.326 milyar TL seviyesinden dönemin sonunda 44.972 milyar TL seviyesine yükselmiştir. Kredi hacmindeki kompozisyon ise dönem içerisinde keskin bir değişikliğe uğramıştır. Merkez bankası tarafından kullanılan kredilerin toplam kredi hacmi içerisindeki payı yüzde 28 seviyelerinden yüzde 9'a gerilerken bankacılık sektörünün payı yüzde 72'lerden yüzde 91'lere yükselmiştir.

Parasal göstergelerle ilgili olarak önemli bir gelişme ise 1985 yılıyla birlikte mevduatlara uygulanacak faiz oranlarının Merkez bankasının yetkisine devredilmesiyle gerçekleşmiştir. bu uygulamaya 1988 yılında son verilmiş fakat piyasada faaliyet gösteren bankalar arasında belirlenen mevduat faizi oranlarındaki uçurumun negatif etkilerini gidermek amacıyla merkez bankasının görüşünün alınması ile iki gün içinde değiştirilmesi gerektiği hükmü getirilmiştir(Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 1989).

1980'li yılların ikinci yarısıyla birlikte Merkez bankası para politikası araçları açısından açık piyasa işlemleri (APİ), bankalararası para piyasası işlemlerinin yanı sıra döviz ve efektif piyasası işlemleri gibi yeni araçlara kavuşmuştur. Ekonomideki likiditeyi sağlamada önemli bir araç olan; doğrudan alım, doğrudan satım, repo ve ters repo gibi işlemlerin yapılmasını içeren APİ'nin yapılması için başat bir aktör olan devlet iç borçlanma senetleri piyasası da söz konusu dönemde kurulmuştur. Bununla birlikte piyasada faaliyet gösteren bankaların merkez bankasına ihtiyaç duymadan fon ihtiyaçlarını giderebildiği ve fon fazlalarını kullanılabildiği bankalararası para piyasasının kurulması dönem açısından bir başka önemli gelişmedir. Ayrıca döviz piyasasının oluşturulması da söz konusu dönemde döviz kurlarının piyasa dinamikleri çerçevesinde belirlenmesi açısından önemlidir (Bakır, 2007, p. 36). Söz konusu gelişmelerin para politikası uygulaması açısından vurgulanması gereken önemli kısımları piyasa mekanizmasının öncelenmesi ve TCMB'nin düzenleyici rolünü güçlendirecek adımlar atılmasının yanı sıra parasal büyüklükleri hızlı bir şekilde etkilemesine imkân tanıyacak araçların merkez bankasının araç setine dahil edilmiş olmasıdır.

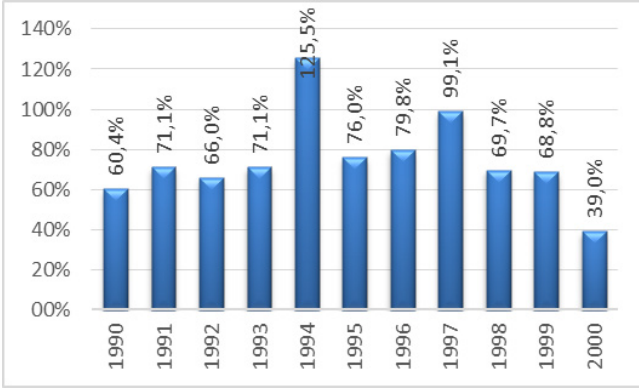
1980-1985 yılları arasında reeskont faizleri oranları 4 defa yükseltilmiştir. 1980 yılında yüzde 10,25 düzeyinden yüzde 26'ya yükseltilen oran, 1981 yılında yüzde 31,50'ye yükseltilmiştir. 1983 yılında daraltıcı para politikası çerçevesinde yüzde 48,50'ye yükseltilirken dönem içerisindeki en yüksek ikinci değerini 1984 yılı itibariyle yüzde 52 ile gerçekleştirmiştir. 1986 yılıyla birlikte genişletici bir uygulama olarak yüzde 48'e düşürülen reeskont faizleri, 1987 yılında yüzde 45'e düşürülmüştür. 1988 yılında tekrar yükseltilen reeskont faiz oranları yüzde 54 ile dönem içerisindeki en yüksek değerine ulaşmıştır. Fakat enflasyonun düzeyi göz önünde bulundurulduğunda söz konusu oranının istenilen daraltıcı etkiye yaratmakta yetersiz olduğu görülmektedir.

### 2.3. 1990 Sonrası Para Politikası ve 5 Nisan Kararları

1991 yılında meydana gelen körfez kriziyle birlikte siyasi istikrarsızlar para politikası uygulaması açısından belirgin zorluklar doğurmuştur. Söz konusu dönemden 5 Nisan kararlarının alındığı 1994 yılına kadar parasal program yalnızca 1992 yılında merkez bankasının orta vadeli hedeflerini çerçevesinde ilan edilmiştir. Söz konusu dönemde Merkez bankası döviz kuru istikrarı ve finansal piyasalarda meydana gelen aksaklıklarla mücadele etmeyi önceleyen uygulamalar gerçekleştirmiştir. Söz konusu dönemin merkez bankası açısından politika uygulamasını güçleştiren bir başka sorun ise hazine tarafından kullanılan kısa vadeli avanslar artması olmuştur. Merkez bankası para programı hedeflerine uymasının imkânsız hale geldiği dönemde döviz kuru istikrarı ve finansal piyasalarda istikrar oluşturmaya yönelerek APİ ile piyasadaki aşırı likiditeyi çekmeyi ve döviz satışı ile döviz kuru üzerindeki baskıyı azaltmayı hedefleyen bir politika uygulaması sonucunda merkez bankası yükümlülükleri artmıştır (Kesriyeli, 1997, pp. 23–24). Döviz kuru baskıları, finansal piyasadaki istikrarsızlıklar ve kamu kesimi açıklarının finansman güçlüklerinden oluşan üç ayaklı problemler 1994 yılının ilk çeyreğini takiben 5 Nisan kararları olarak adlandırılan istikrar programının uygulamaya konmasıyla sonuçlanmıştır.

5 Nisan kararları temel olarak kamu gelirlerinin artırılması, kamu giderlerinin azaltılması, ihracatı teşvik eden önemler, KİT'lerin özelleştirilmesinin yanı sıra merkez bankası bağımsızlığının sağlanmasına yönelik amaçlar üzerine inşa edilmiştir (Arasıl et al., 1994, p. 14). Kamu kesimine ilişkin önlemler ve merkez bankası bağımsızlığı olgusu Türkiye ekonomisi açısından uzun yıllardır süregelen para politikası uygulamasında yaşanan başarısızlıklara yönelik atılan adımlar olarak öne çıkmaktadır. Merkez bankası 1994 yılına kadar gelen süreçte hazine tarafından oluşan açıklarının finansmanı nedeniyle hükümet politikalarından bağımsız bir para politikası uygulamakta güçlükler yaşamıştır.

Şekil 7 1990-2000 TÜFE Değişimi (%)\*



\*1990-1994 yılına ait veriler için baz yılı 1987 kullanılırken 1995-2000 yılları verileri için 1994 baz yılı kullanılmıştır.

Kaynak: TCMB, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS)

Enflasyon oranlarında yüksek düzey 1990'lı yıllar boyunca da devam etmiştir. 1994 yılında yüzde 125 düzeyiyle tekrar üç haneli enflasyonun yaşanmasından sonra 5 Nisan kararlarının etkisiyle 1995 yılı sonunda enflasyon oranları yüzde 76 seviyesine gerilemiştir.

Tablo 6 1990-2000 Parasal Göstergeler (Milyar TL)

Yıl	M1 Para Arzı	M2 Para Arzı	Toplam Kredi Hacmi	Bankacılık Sektörü Toplam Mevduatlar
1990	31.398	71.570	80.034	95.318
1991	46.793	117.118	129.974	166.388
1992	78.341	190.736	231.532	305.489
1993	129.087	282.442	433.707	544.966
1994	230.847	630.348	789.853	1.275.113
1995	388.185	1.256.632	1.743.685	2.664.934
1996	896.855	2.924.893	3.860.068	6.145.516
1997	1.581.210	5.658.800	8.811.893	12.545.561
1998	2.562.478	11.423.198	14.122.355	24.185.291
1999	4.681.195	22.401.831	21.714.974	48.263.769
2000	7.549.243	31.912.095	34.205.860	68.442.406

Kaynak: TCMB, EVDS ve Türkiye Bankalar Birliği, 2024

1990-2000 dönemine ilişkin para arzı verileri incelendiğinde m1 para arzı tanımının dönem içerisinde sürekli artış gösterdiği ve artışın derinleştiği dönemlerin ise 1996 yılı ve sonrası olduğu görülmektedir. M2 para arzının da belirtilen dönemde M1 para arzına kıyasla daha yüksek düzeylerde artış sağladığı görülmektedir. Bu durum vadeli mevduat artışlarının dönem içerisinde daha yüksek oranlarda gerçekleştiğini göstermektedir. Kredi hacmi incelendiğinde 1995-1997 yılları arasında bir önceki yıla göre kredi hacminin artışı yüzde 100'lerin üzerinde gerçekleşmiştir. Toplam bankacılık sektörü mevduatlarında ise bu durum 1994-1997 yılları arasında gerçekleşmiştir.

1990'lı yıllar reeskont politikaları açısından çeşitli farklılıkların yaşandığı dönem olarak öne çıkmıştır. Reeskont oranlarının sektöre göre selektif belirlenmesi uygulamasına bu dönemde son verilmiştir. 1990 yılında yüzde 40 düzeyine kadar gerilemiş olan reeskont faiz oranları yıl içinde önce yüzde 43'e ve sonrasında yüzde 45'e yükseltilmiştir. 1991 yılında tekrar yükseltilecek reeskont faiz oranları yüzde 48 seviyesine gelmiştir. Bu seviye 1994 yılına kadar korunmuştur. 1994 yılı içerisinde reeskont oranları 5 defa değiştirilmiştir. Öncelikle ocak ayında yüzde 56'ya çıkarılan oran 5 Nisan kararlarını takiben dönem içerisindeki en yüksek faiz oranı olan yüzde 79'a çıkarılmıştır. Temmuz ayında iki kez ve ekim ayında bir kez düşürülen reeskont faizleri yıl sonuna gelindiğinde yüzde 55 seviyesine gerilemiştir. 1995 yılındaki iki kez indirilen reeskont faiz oranları yüzde 50 seviyesine gerilemiş ve 1997 yılında tekrar yükseltilecek yüzde 67 seviyesine gelmiştir. Son olarak 1999 yılında reeskont faiz oranları yüzde 60 seviyesine indirilmiştir.

Bir başka politika aracı olan zorunlu karşılık oranları dönem için incelendiğinde ise tutulan mevduatın para cinsinden ve vade cinsinden ayrımlara tabi tutulduğu görülmüştür. Geniş bir yelpaze sunan bu yapı içerisinde vadesiz ve 1 aya kadar olan TL mevduatlara uygulanan zorunlu karşılık oranlarındaki

değişim incelenecektir<sup>1</sup>. 1990 yılında yüzde 19 düzeyinde uygulanan zorunlu karşılık oranı 1994 yılına kadar çeşitli dönemlerde indirilerek yüzde 16 seviyesine indirilmiştir. Ayrıca 1994 yılıyla birlikte sabit kabul edilen ve artan mevduat ayırımına gidilmiştir. Artan mevduata ilişkin zorunlu karşılık oranları yüzde 8 olarak belirlenmiştir. 1995 yılı ile sabit kabul edilen mevduata ilişkin karşılık oranı yüzde 17 seviyesine yükseltilmiştir. 1996 yılı ile birlikte ise vade ayırımı kaldırılmış ve TL mevduatlar için zorunlu karşılık oranları yüzde 8 olarak belirlenmiştir. 1999 yılı sonuna kadar değişmeyen söz konusu oran 1999 yılında yüzde 6'ya 2000 yılında ise yüzde 4'e indirilmiştir. Dönemin tamamına ilişkin olarak TCMB analitik bilançosu incelendiğinde zorunlu karşılıkların bilançonun pasife oranının azalan bir seyir izlediği gözlemlenmektedir. 1994-1995 yılları arasında daraltıcı kullanımı göz ardı edildiğinde dönem içerisinde söz konusu aracın likidite düzeyini genişletici amaçla kullanıldığı görülmektedir. 1994-1995 dönemindeki uygulama 5 nisan Kararların etkisini göstermektedir.

5 Nisan kararlarının başarısı düşünüldüğünde kısa ve uzun vadeli hedefler ayırımında değerlendirmek mümkündür. Kısa vadeli hedefler olarak değerlendirebileceğimiz enflasyonun düşürülmesi, yerli para biriminin yeniden istikrar kazanması, ihracat artışı ve bozulan kamu dengesinin yeniden sağlanması gibi hedefler açısından oldukça başarılı olmuştur. Makro ekonomik dengede meydana gelen bozuklukların düzeltilmesindeki başarıya karşılık ekonomide yapısal dönüşümün sağlanmasına yönelik uzun dönemli hedefler açısından başarısız olmuştur. Nihayetinde bu süreç 2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında meydana gelen ekonomik krizlerle sonuçlanmıştır (Mangır, 2006, p. 465). Söz konusu iki kriz sonrası dönem para politikası uygulaması açısından uzun yıllar boyunca aşılamayan yapısal sorunların çözümü üzerine birçok adımın atıldığı dönem olarak öne çıkmaktadır.

<sup>1</sup> Diğer zorunlu karşılık oranları için bakınız: TCMB tarafından sunulan döneme ilişkin yıllık raporlar.

### **3. 2000 Kasım-2001 Şubat Krizleri ve Sonrasında Para Politikası**

Türkiye ekonomisi açısından uzun yıllardır devam eden enflasyon sorunu, para politikasının farklı dönemlerde farklı yollarla olmasına bakılmaksızın kamu açıklarını finanse eden yapısı, finansal piyasalarda var olan denetim ve güvence eksiklikleri ve siyasal istikrarsızlar 2000 yılı kasım ayı ve 2001 yılı şubat ayında karşı karşıya kalan iki krizle sonuçlanmıştır. Krizler sonrasında para politikası açısından önemli bir kırılma dönemini de içeren Türkiye ekonomisinin IMF ile gerçekleştirdiği birçok stand-by anlaşmasının sonuncusu çerçevesinde Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı (GEGP) uygulamaya konuldu.

2001 şubat krizine kadar gelen süreçte Türkiye ekonomisi, ithal ikameci sanayileşme politikası, ihracata dayalı büyüme politikası, sabit döviz kuru rejimi, kontrollü kurrejimi gibi birçok iktisat politikası uygulaması denemiş ve bu uygulamalardaki başarısızlıklar neticesinde politika uygulamalarına olan güven giderek azalmıştır. Ayrıca aynı politikaların tekrar kullanımının politikaya olan inancı düşüreceği ele alındığında doğru politika tercihi olmasının yanında seçeneklerin kalmadığı ortamda serbest kur rejimi ve enflasyon hedeflemesi kaçınılmaz bir politika tercihinin dönüşmüştü. Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısı için güvenilir bir merkez bankasının varlığıyla birlikte enflasyon beklentilerinin yönetilebilmesi gerekli ön koşulların başında gelmekteydi. Para politikası otoritesinin geçmişteki tecrübesi göz önünde bulundurulduğunda TCMB açısından 2001 yılında bu ön koşulların varlığından söz etmek mümkün değildi. Böyle bir durumda enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi, enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamasını da geçmiş başarısız tecrübelerden biri olarak Türkiye ekonomi tarihinde yer almasına neden olabilirdi. Söz konusu riskten kaçınmak amacıyla TCMB tarafından örtük enflasyon hedeflemesi benimsenerek ekonominin makul düzeyde stabilize olmasıyla

gerçek enflasyon hedeflemesi rejimine geçeceği bir süreç uygulanmıştır(Akkaya & Gürkaynak, 2012, pp. 94–95).

### **3.1. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Para Politikası**

TCMB 2006 yılıyla birlikte tam olarak bir enflasyon rejimine geçileceğini 2004 yılının sonunda duyurdu. Bir yıl önceden duyurunun yapılması TCMB'ye enflasyon rejimine geçiş aşamasında son hazırlıkların yapılması için olanak tanıdı. Enflasyon hedeflemesine geçilmeden önce 2005 yılının sonunda enflasyon hedeflemesi rejiminin operasyonel çerçeveyi kamuoyu ile paylaştı. Tam teşekküllü enflasyon hedeflemesi para politikası kurulunun faiz oranların belirlenmesinde bütün sorumluluğu üstlendiği ve oylama sonucunda kararlarının alındığı, enflasyon raporlarıyla orta vadeli enflasyon hedeflerinin belirlendiği ve hedeflerden önemli sapmalar olması durumunda TCMB'nin hesap verme sorumluluğunu taşıdığı yenilikler barındırmaktaydı (Kara, 2008, p. 12).

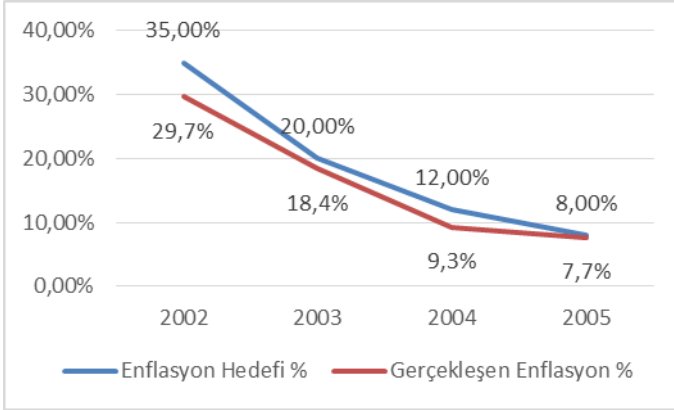
Enflasyon hedeflemesine geçiş aşamasında TCMB'nin güvenilirliğini artırmaya yönelik atılan adımlardan biri 25 Nisan 2001 yılında kabul edilen 4651 numaralı TCMB Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun'un kabul edilmesidir. Merkez bankasının ana amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu ve politika araçlarını bağımsız olarak belirlediği kanun ile güvence altına alınmıştır. 1211 sayılı Merkez Bankası Kanunu'nun 56. maddesindeki değişiklikle birlikte bankanın hazineye avans ve kredi vermesinin önüne geçilmesi geçmiş yıllardaki olumsuz tecrübelerin yaşanmamasına karşılık kamuoyuna verilen bir güvence niteliği taşımaktadır. Ayrıca değişiklikle birlikte TCMB nihai kredi mercii olarak belirtilmiştir.

2002 yılı ile başlayan örtük enflasyon hedeflemesi döneminde TCMB enflasyon oranı olarak TÜFE genel düzeyinin yanı sıra parasal tabanı da ek bir hedef olarak belirlemiştir. Söz konusu dönemde başta kısa vadeli faiz oranları olmak üzere



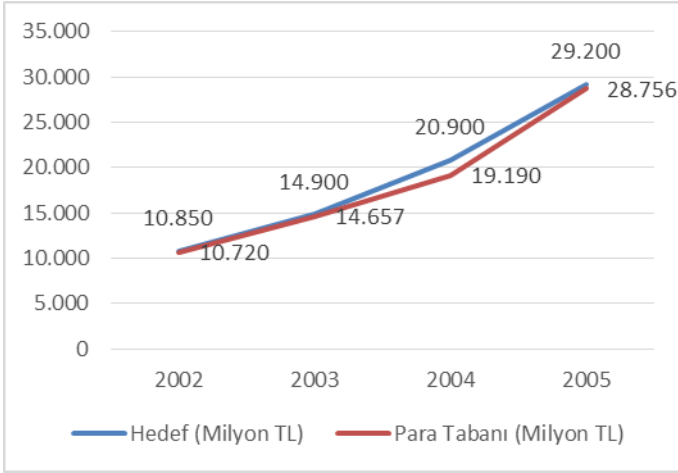
API ve bankalararası para piyasasındaki işlemler ile likidite düzeyi hedeflere uyumlu hale getirilmeye çalışılmıştır. Şekil 8 örtük enflasyon döneminde hedeflenen enflasyon oranları ile gerçekleşen enflasyon oranlarını göstermektedir.

**Şekil 8 Örtük Enflasyon Döneminde Enflasyon Gelişmeleri**



**Kaynak:2002-2005 yılları arası TCMB Yıllık Raporları**

2002 yılında enflasyon hedefi yüzde 35 olarak belirlenmiştir. Yıl sonunda gerçekleşen enflasyon oranları hedefin altında bir oran olan yüzde 29,7 düzeyinde gerçekleşmiştir. Örtük enflasyon döneminin tamamında enflasyon oranları hedeflenen enflasyon oranlarının altında gerçekleşmiştir. 2004 yılında yıllık enflasyon uzun yıllar sonra tekrar tek haneli seviyelere gerilemiştir. Bununla birlikte bir başka hedef olarak belirlenen para tabanı çıpasına ilişkin gelişmeler şekil 9'da gösterilmiştir.

**Şekil 9. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Para Tabanı**

**Kaynak:2002-2005 yılları arası TCMB Yıllık Raporları**

Enflasyon oranlarında hedef uyumu para tabanı açısından da sağlanmıştır. Dönem içerisinde gerçekleşen para tabanı düzeyleri hedeflerin altında seyretmiştir.

Hedeflerin gerçekleştirilmesi sürecinde kısa vadeli faiz oranları olarak gecelik borçlanma ve borç verme faiz oranlarında yapılan değişikliklerle, APİ ve bankalararası para piyasası işlemleri kullanılmıştır.

Gecelik borçlanma faiz oranları 2002 yılı şubat ayında yüzde 57 düzeyindeyken 2002 yılı içerisinde kademeli olarak 5 farklı dönemde indirilerek yıl sonunda yüzde 44 seviyesine gerilemiştir. Benzer indirimler dönem başında yüzde 62 seviyesinde bulunan borç verme faiz oranlarında da uygulanmış ve yıl sonu itibariyle söz konusu oran yüzde 51'e gerilemiştir. Söz konusu faiz oranlarındaki temkinli indirimler 2003 yılında yapılan 6 farklı faiz oranı indirimi ile devam etmiş ve 2003 yılı sonu itibariyle borçlanma faizi yüzde 26 düzeyine, borç verme faizi yüzde 31 düzeyine gerilemiştir. 2004 yılında da devam eden 5 faiz indirimiyle birlikte borçlanma ve borç verme faiz oranları arasındaki makas daralmaya devam etmiş ve 2004 yılı sonu itibariyle borçlanma faiz oranları yüzde 18,

borç verme faiz oranları ise yüzde 22'ye gerilemiştir. Örtük enflasyon hedeflemesi döneminin son yılı olan 2005 yılında 8 farklı dönemde yapılan indirimler neticesinde borçlanma faiz oranları yüzde 13,5 borç verme faizi oranı yüzde 17,5'e gerilemiştir. Söz konusu indirimler enflasyon oranlarıyla birlikte değerlendirildiğinde para politikası otoritesinin sıkı duruşunu koruma eğiliminde davrandığı görülmektedir.

Bir başka para politikası aracı olan zorunlu karşılık oranları ise dönem içerisinde değiştirilmemiştir. Dönem içerisinde TL cinsinden mevduatlar için belirlenen zorunlu karşılık oranları yüzde 6, Döviz cinsinden mevduatlar için belirlenen zorunlu karşılık oranları yüzde 11 düzeyindedir.

Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde merkez bankası aktif olarak bankalararası para piyasasını kullanılmıştır. Piyasadaki fazla likiditenin çekilmesi amacıyla genellikle alış yönlü işlemlere ağırlık verilmiştir. İşlemlerin vade yapısı incelendiğinde ise genel olarak 1 hafta vadeli ve gecelik işlemler üzerinden piyasadaki fazla likiditenin çekildiği görülmektedir. Bankalararası para piyasasındaki tutumuna benzer şekilde merkez bankası repo-ters repo işlemlerinde de ağırlıklı olarak ters repo işlemler gerçekleştirerek dönem içerisinde kısa dönemli likidite fazlasını piyasadan çekmiştir.

Resim 4 VIII. Emisyon Grubu I. Tertip 100 YTL



Kaynak: TCMB - Emisyon Grupları

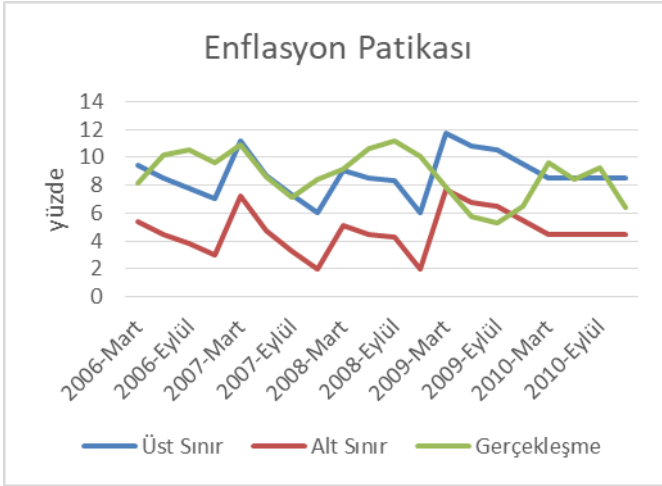
Dönem içinde bir başka önemli gelişme ise TL'den 6 sıfırın atılması olmuştur. Bu dönemde yeni emisyon grubu paralarda "Yeni Türk lirası (YTL)" ibaresi yer almış ve 2005 yılı içerisinde eski emisyon grubu ile birlikte kullanılmıştır. 2006 yılından itibaren eski emisyon grubu banknotlar tedavülden kaldırılmıştır.

Merkez bankasının söz konusu dönemdeki temkinli ve tutarlı politika uygulaması enflasyon oranları üzerinde etkili olmuştur. Enflasyon oranlarının hedeflerin altında gerçekleşmiş olması TCMB'nin enflasyon hedeflemesi rejimine geçişte önemli bir ön koşul olan güvenilirliğine de destek vermiştir. Ayrıca örtük enflasyon hedeflemesi rejimi döneminde enflasyon hedeflemesinin sürdürülebilirliğini sağlayacak kurumsal yapı değişiklikleri gerçekleştirilmiştir.

### **3.2. Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Para Politikası**

Enflasyon hedeflemesi rejiminin benimsenmesi ile TCMB yıl sonu TÜFE değerini nokta hedef olarak belirlemiştir. Nokta hedefin belirlendiği durumlarda hedefe ulaşmanın zorluğu da göz önünde bulundurarak her iki yönde 2 puanlık bir belirsizlik aralığı belirlenmiştir. Merkez bankası belirlenen hedeflere yönelik uygulayacağı para politikasını PPK toplantıları sonrasında kamuoyuna paylaştığı bir çerçevede oluşturmuştur. PPK toplantıları bir önceki yıl içerisinde 8'den az olmayacak şekilde belirlenen takvim çerçevesinde gerçekleşmekte ve toplantı sonrasında alınan kararların ve toplantıya ilişkin özetin sunulmasıyla kamuoyu ile paylaşılmaktadır. TCMB ayrıca uygun görmesi durumunda ekonomide oluşabilecek sorunların önlenmesine yönelik olarak takvim dışında da PPK toplantıları gerçekleştirebilmekteydi. Nitekim merkez bankası enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmaya başladığı 2006 yılı da dahil olmak üzere az sayıda olağanüstü PPK toplantısı gerçekleştirdi.

Şekil 10 Enflasyon Patikası 2006-2010



Kaynak: 2006-2010 TCMB Yıllık Raporları

Enflasyon hedeflemesi rejimi altında çeyreklik dönemlerle itibariyle belirlenen enflasyon hedeflerine ilişkin alt ve üst sınırlar ile gerçekleşen enflasyon oranları şekil 10'da gösterilmiştir. Alt ve üst sınırları arasında kalan bölge enflasyonu patikasını oluşturmaktadır. 2006 yılı ilk çeyreğinde patika içerisinde gerçekleşen enflasyon oranı 2009 ilk çeyreğine kadar üst sınır değerinin üstünde veya üst sınıra yakın değerlerde gerçekleşmiştir. 2009 yılı içerisinde alt sınırın da altında gerçekleşen enflasyon oranı tekrar yükselme eğilimine girmiş ve patikanın üst sınırından daha yüksek düzeylerde gerçekleşmiştir. 2010 aralık ayı itibariyle enflasyon oranı patikaya geri dönmüştür. Bu bağlamda enflasyon oranını patika içerisinde tutma amacıyla gerçekleştirilen para politikası uygulaması yıllar itibariyle değerlendirilecektir.

Para politikası aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarının kullanılmaya devam edildiği yeni dönemde merkez bankası 2006 yılındaki politika çerçevesini enflasyon oranlarının enflasyon hedefine yaklaşacağı öngörüsüyle politika faiz oranlarının önce yatay seyredeceği daha sonrasında kademeli

olarak düşürüleceği bir yapıda belirlemiştir. Politika duruşu çerçevesinde politika faizlerindeki 0.25 puanlık indirim Nisan ayında gerçekleşmesine karşılık arz koşulları ve yerli paranın hızla değer kaybetmesi enflasyon üzerinde oluşacak bir risk unsuru olarak ele alınıp haziran ayıyla birlikte politika faizleri 400 baz puan arttırılarak parasal duruş sıkılaştırılmıştır. Haziran ayındaki sert politika tepkisinin ardından TCMB temmuz ayında sıkı duruşunu korumuş ve politika faizlerini 25 baz puan artırma yoluna gitmiştir. Yılın takip eden bölümünde TCMB ek sıkılaştırmaya başvurmayarak politika faizlerini sabit tutmuştur.

2007 yılına ilişkin politika duruşu açısından TCMB ilk 9 aylık dönemde politika faizlerinin sabit tutulduğu ve devamında kademeli indirimlerin uygulanacağı bir politika çerçevesi öngörmüştür. Merkez bankası söz konusu politika duruşunu gerçekleştirerek Eylül ayıyla birlikte kademeli olarak faiz indirimleri gerçekleştirmiştir. 2007 yılının son dönemde gecelik borçlanma faiz oranı toplamda 175 baz puan düşürülmüştür. Enflasyon oranları 2007 yılında yüzde 8.4 düzeyinde gerçekleşerek enflasyon hedefi olan yüzde 4 ve belirsizlik aralığının üst sınırını oluşturan yüzde 6 düzeyinin üzerinde gerçekleşmiştir.

2008 yılının ilk iki ayıyla birlikte gecelik borç alma faizi her iki ayda 25'er baz puan daha düşürülmüş ve 2007 yılının son ayından itibaren gerçekleşen toplam faiz indirimi 200 baz puan seviyesine ulaşmıştır. 2008 yılının mart ve nisan aylarında kısa vadeli faiz oranları sabit tutulmuş ve 2008 yılının mayıs ayından itibaren parasal sıkılaştırma dönemi başlamıştır. TCMB mayıs, haziran ve temmuz aylarının her birinde borçlanma faiz oranlarında 50 baz puanlık artışlar gerçekleştirerek toplamda 150 baz puanlık bir parasal sıkılaştırma gerçekleştirmiştir. Söz konusu dönem içerisinde borç alma ve borç verme faizlerinden oluşan faiz koridoru da 100 baz puan daraltılmıştır. Haziran ayında ayrıca daha önceden 2009 ve 2010 yılları için yüzde 4 olarak belirlenen enflasyon hedeflerinde yukarı yönlü bir

düzenleme gerçekleştirilerek; enflasyon hedefleri 2009 yılı için yüzde 7,5 ve 2010 yılı için yüzde 6,5 olarak revize edilmiştir. Ağustos ve eylül aylarında kısa vadeli faiz oranları sabit tutulurken ekim ayıyla birlikte borç verme faiz oranlarındaki 50 baz puanlık düşüşle birlikte faiz koridoru da 50 baz daraltılmıştır. 2008 yılının son iki ayında TCMB kısa vadeli faiz oranlarında kasım ayında 50 baz puan, aralık ayında 125 baz puan olmak üzere iki ayrı faiz indirimi gerçekleştirmiş ve toplamda 175 baz puan seviyesinde genişletici para politikası uygulanmıştır. TCMB 2008 yılı içerisinde enflasyon üzerindeki yukarı ve aşağı yönlü riskleri göz önünde bulundurarak her iki yöne doğru esnek bir para politikası uygulamıştır.

2008 yılının son aylarında başlayan genişletici para politikası uygulaması 2009 yılının son ayına kadar devam etmiş ve 2009 yılının ilk 11 ayında toplamda 900 baz puanlık bir faiz indirimi gerçekleştirilerek borç alma faiz oranları yüzde 6,5 seviyesine düşürülmüştür. 2008 krizi sonrasında ekonomik aktivitedeki yavaşlama söz konusu faiz indirimlerinin önemli bir gerekçesi olarak ön plana çıkmıştır. 2009 yılıyla birlikte enflasyon oranları enflasyon hedeflemesi rejimi döneminde ilk defa belirsizlik aralığı içinde ve enflasyon hedefi olan yüzde 7,5 oranından daha düşük bir düzey olan yüzde 6,5 düzeyinde gerçekleşmiştir.

**Resim 5 IX. Emisyon Grubu I. Tertip 200 TL**



**Kaynak: TCMB - Emisyon Grupları**

2009 yılı ile birlikte dokuzuncu emisyon grubu banknotlar piyasaya sürülmüştür. Son emisyon grubu ile parada yer alan “yeni” ifadesi kaldırılmıştır. 2010 yılı sekizinci ve dokuzuncu emisyon grubu banknotlar birlikte tedavülde bulunurken 2010 yılı ile birlikte sekizinci emisyon grubu banknotların tedavül süresi sona ermiştir. Yeni emisyon grubuyla birlikte 200 TL’lik banknotlarda tedavüle girmiş ve böylelikle paradan altı sıfır atılması süreci tamamlanmıştır.

2010 yılıyla birlikte TCMB ilk 4 ay için kısa vadeli faiz oranlarında herhangi bir değişiklik yapmamıştır. TCMB tarafından 2010 yılı Nisan ayıyla birlikte 2008 küresel krizinin etkisiyle oluşan likidite fazlasının çekilmesine yönelik yeni bir strateji belirlenmiştir. Ayrıca Mayıs ayıyla birlikte teknik faiz ayarlaması sonucunda 1 hafta vadeli repo faizi oranı yüzde 7 olarak belirlenmiştir. 1 hafta vadeli repo faizi bu tarihten itibaren TCMB tarafından politika faizi olarak kullanılmaya başlanmıştır. 2010 yılı süresince politika faizinde değişim yalnızca yılın son ayı olan Aralık ayında 50 baz puanlık düşüş şeklinde gerçekleştirilmiştir. Bununla birlikte geç likidite penceresi faiz oranları ve gecelik faiz oranlarında her iki sınır faizleri eylül ayıyla birlikte 25 baz puan indirilmiştir. Ekim ve Kasım aylarında ise alt sınırı oluşturan borç alma faizleri gecelik faizler için 450 baz puan, geç likidite penceresi için ise 250 baz puan düşürmüştür. Bu düşüşler ile geç likidite penceresi borç alma faizleri 0 düzeyine gerilemiştir. 2010 yılında ayrıca merkez bankası TL ve döviz cinsinden mevduatlara ilişkin zorunlu karşılık oranlarında artırım gerçekleştirmiştir. 2010 yılında TCMB’nin enflasyon hedefleri ve gerçekleşen enflasyon düzeyi göz önünde bulundurulduğunda yüzde 6,4 olarak gerçekleşen enflasyon oranı enflasyon hedefi olan 6,5 düzeyine yakın gerçekleşmiştir.

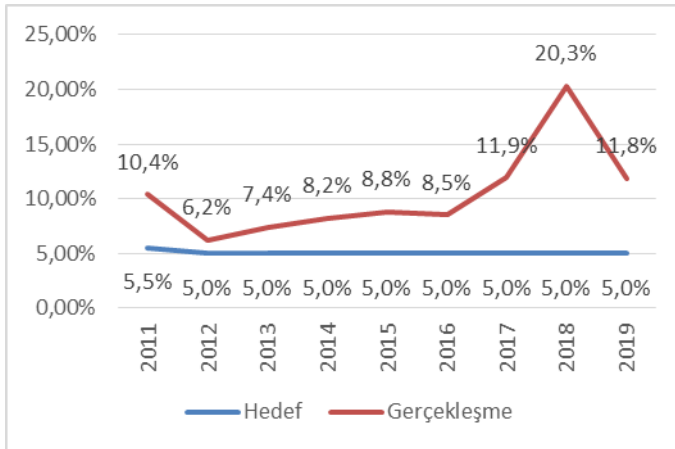


**Tablo 7 2008 Krizi Sonrası Para Politikası Değişimi**

	ESKİ POLİTİKA ÇERÇEVESİ	YENİ POLİTİKA ÇERÇEVESİ
AMAÇLAR	Fiyat İstikrarı	Fiyat İstikrarı Finansal İstikrar
ARAÇLAR	Politika Faizi	Yapısal Araçlar Konjonktürel Araçlar (Politika Faizi, Likidite Yönetimi, Faiz Koridoru)

**Kaynak: TCMB, 2012a, 2**

TCMB tarafından 2010 yılı kasım ayı itibariyle yeni bir politika çerçevesine geçilmiş ve bu doğrultuda politika araçları çeşitlendirilerek finansal istikrarı da gözetilen bir yapı benimsenmiştir. Araç çeşitliliği açısından ise likidite yönetimi ve faiz koridoru uygulaması gibi konjonktürel araçların yanı sıra yapısal araçlar para politikası araç setine dahil edilmiştir.

**Şekil 11 2011-2019 yılları arası Enflasyon Hedefi ve Gerçekleşmeleri**

**Kaynak: TCMB, Enflasyon Hedefleri**

2011 yılı ile birlikte enflasyon yükselmiş ve yeni politika çerçevesinin enflasyon üzerindeki olumlu etkileri 2012 yılında görülmüştür. 2012 yılında enflasyon patika içerisinde gerçekleşmiş ve 2017 yılına kadar tek haneli düzeyde kalmıştır. 2018 yılında yüzde 20'nin üzerine çıkan enflasyon oranı 2019

yılı ile birlikte yüzde 11,8 seviyesine gerilemiştir. Ele alınan dönem içerisinde gerçekleştirilen para politikası uygulaması yıllar itibarıyla anlatılmıştır.

Zorunlu karşılıklara ilişkin vade ve tür üzerinden bir ayırma göre farklı vadelerdeki mevduatlara farklı oranda zorunlu karşılık uygulamasına yine 2011 yılı ile birlikte geçilmiştir. Politika faizi olan 1 hafta vadeli repo faizi 2011 yılında düşük seviyelerde tutulmaya devam etmiştir. Ayrıca ocak ayında 25 baz puan ve Ağustos ayında 50 baz puan indirim sonucunda politika faizi 5,75 düzeyine indirilmiştir. Politika faizindeki indirimlere karşılık söz konusu dönemde zorunlu karşılık oranlarında artırım yoluna gidilmiştir. TL cinsinden 1 ay vadeli mevduatlar özelinde bakıldığında yılın başında yüzde 8 olan oran ekim ayına gelindiğinde farklı dönemlerde gerçekleştirilen artışlarla birlikte yüzde 16 seviyesine yükselmiştir. Döviz cinsinden 1 yıla kadar vadeli mevduatlara uygulanan zorunlu karşılıklara ilişkin oran ise Nisan ayında yüzde 12'ye çıkarılmış ve eylül ayı itibarıyla yüzde 11 seviyesine düşürülmüştür. Ayrıca TCMB Rezerv opsiyon mekanizması (ROM) ile 2011 yılı eylül ayından itibaren para politikası araç sepetine yeni bir politika aracı dahil etmiştir. TCMB ROM ile bankalara daha esnek şekilde likidite yönetimi imkânı sunmanın yanı sıra TCMB'nin brüt döviz rezervlerini güçlendirmeyi amaçlamıştır (TCMB Bülten, 2012, p. 1). Bu doğrultuda ilk olarak Ekim ayında bankalara TL cinsinden tutmak zorunda oldukları zorunlu karşılıkların yüzde 10'unu döviz cinsinden varlıklarla tutma imkânı getirmiştir. Söz konusu oran Kasım ayının başında yüzde 20'ye, aynı ayın sonunda yüzde 40'a çıkarılmıştır. Bununla birlikte Kasım ayı sonunda döviz imkânı ek olarak yüzde 10 düzeyinde standart altın kullanım imkânı getirilmiştir.

2012 yılının ilk 11 ayında TCMB politika faiz oranı olan 1 hafta vadeli repo faizlerini sabit tutma yoluna gitmiş ve 2012 yılı Aralık ayında 25 baz puanlık indirim sonucunda politika faizi yüzde 5,50 seviyesine gerilemiştir. Bunun yanı sıra ROM bünyesine kullanılan döviz imkânları Haziran

ayından itibaren artırılarak yıl sonunda yüzde 60 seviyesine gelmiştir. Nisan ayından itibaren artırılan standart altın imkânı ise yıl sonunda yüzde 30 seviyesine gelmiştir. Toplamda 2012 yılı sonu itibarıyla merkez bankası TL cinsinden mevduatlara karşılık tutulması gereken zorunlu karşılıkların yüzde 90 düzeyinde döviz ve standart altın cinsinden tutulması imkânı sağlamıştır. 2012 yılında 6,2 düzeyindeki enflasyon oranı ile TCMB üçüncü defa enflasyon oranını enflasyon hedeflerine ilişkin belirsizlik aralığında tutmuştur.

2013 yılının ilk çeyreğinde TCMB politika faizi olan 1 hafta vadeli repo faizlerinde herhangi bir değişiklik yapmamıştır. Aynı yıl içerisinde yalnızca Nisan ve Mayıs aylarında 50'şer baz puanlık faiz indirimi gerçekleştirmiştir. 2013 yılında ayrıca bankaların borçluluk düzeyini sınırlamak amacıyla kaldıracı dayalı zorunlu karşılık uygulaması hayata geçirilmiştir. Söz konusu uygulama çerçevesinde kaldıraç oranı 3 ve 3,5 arasında olan bankalar 2014 yılından başlamak üzere 1-2 puan aralığında ilave zorunlu karşılık tesis etmek durumunda kalacaktır (TCMB, 2013, p. 13). TCMB 2013 yılında da faiz koridoru ve ROM'u aktif olarak kullanmaya devam etmiştir. Faiz koridoru alt ve üst sınırı olan gecelik borç alma ve borç verme faiz oranları yılın ilk iki ayında 25'er baz puan indirilmiştir. Mart ayıyla birlikte üst sınır olan gecelik borç verme faiz oranında 100 baz puanlık bir indirim gerçekleştirilerek faiz koridoru daraltılmıştır. Nisan ve mayıs aylarında her iki sınıra ilişkin 50'şer baz puanlık indirimler gerçekleştirilmiştir. Haziran ayıyla birlikte faiz koridorunda bir değişikliğe gidilmemekle birlikte temmuz ve Ağustos aylarında üst sınırdaki sırasıyla 75 baz puan ve 50 baz puanlık artışlarla birlikte faiz koridoru tekrar genişletilmiştir. Yılın son 4 ayında ise gecelik faiz oranlarında bir değişikliğe gidilmemiştir. ROM aracının kullanımı açısından ise imkân düzeyleri değiştirilmemekle birlikte rezerv opsiyon katsayılarında (ROK) değişiklikler yapılmıştır.

2012 yılı sonu itibarıyla Altın imkânına ilişkin ROK üç imkân düzeyine göre belirlenmekteydi. Altın imkânı

kullanımının ilk yüzde 20'lik kısmı için 1,2 yüzde 20-25 arasındaki kısmı için 1,7 ve yüzde 25-30 arasındaki kısmı için 2,2 olarak belirlenen ROK değerleri 2013 yılı Ocak ve Mart aylarında her bir kademe için 0,1'er puan artırılmıştır. Ayrıca mart ayıyla birlikte yüzde 20'den oluşan ilk kademe yüzde 15 düzeyine indirilmiş ve yüzde 15-20 arasındaki kısım için ROK değeri 1,5 olarak belirlenmiştir. Yüzde 20-25 ve 25-30 aralığına ilişkin ROK değerleri de 0,1 puan artırılmıştır. 2012 yılı sonu itibarıyla döviz imkânına ilişkin ROK değerleri yüzde 40'lık kısmı için 1,4, yüzde 40-45 aralığındaki kısım için 1,8, yüzde 45-50 aralığındaki kısım için 2,1, yüzde 50-55 aralığındaki kısım için 2,3 ve yüzde 55-60 aralığında kısım için 2,4 olarak uygulanmaktaydı. 2013 yılı Nisan ayıyla birlikte ayrıca yüzde 35-40 düzeyine ilişkin 1,5 düzeyinde yeni bir ROK değeri eklenmiştir. Ayrıca yüzde 40 üzerindeki her aralık için ROK değerleri 0,1 puan artırılmıştır. Mayıs ayında ise yüzde 35 üzerindeki dilimlerin her biri için ROK değerleri 0,2 puan artırılmıştır. Son olarak haziran ayında ROK yeni bir dilim olarak yüzde 30-35 dilimi eklenmiş ve ROK değeri 1,5 olarak belirlenmiştir. Ayrıca haziran ayında yüzde 35 üstündeki her dilim için ROK değerleri 0,1 puan artırılmıştır.

2014 yılına ilişkin olarak TCMB ilk PPK toplantısında kısa vadeli faiz oranlarında değişikliğe gitmemiştir. Fakat ilk toplantıdan bir hafta sonra TL'deki değer kaybı ve risk primlerindeki artış nedeniyle olağanüstü toplanan PPK 1 hafta vadeli repo faizinde 550 baz puanlık bir artış gerçekleştirerek politika faiz oranını yüzde 10 düzeyine yükseltmiştir. Bununla birlikte gecelik borç verme faizleri yüzde 7,75 düzeyinden yüzde 12 düzeyine gecelik borç alma faizleri ise yüzde 3,5 düzeyinden yüzde 8 düzeyine çıkarmıştır. Böylelikle faiz koridorunun alt sınırına yakın seyreden politika faizi koridorun orta noktasında konumlandırılmıştır. Takip eden 3 ayda gerçekleştirilen toplantılarda kısa vadeli faiz oranlarında bir değişikliğe gidilmezken Mayıs ve Haziran aylarında politika faizi sırasıyla 50 ve 75 baz puan düşürülmüştür. Temmuz

ayında ise politika faizinin yanı sıra gecelik borç verme faizlerinde de 50 baz puanlık indirimle gidilmiştir. 2014 yılına ilişkin kısa vadeli faiz oranlarındaki son düzenleme ağustos ayında gecelik borç verme faiz oranlarındaki 75 baz puanlık düşüş ile gerçekleşmiştir. ROM'a ilişkin olarak döviz ve altın imkânlarında bir artışa gidilmezken ROK açısından tek düzenleme döviz imkânlarına ilişkin olarak yılın ilk ayında gerçekleşmiştir. Bu değişikliğe göre ilk yüzde 30'luk imkânın yanı sıra yüzde 30-35 ve yüzde 35-40 dilimlerine ilişkin ROK değiştirilmemiştir. Yüzde 40 düzeyinin üstündeki her dilim için ise ROK 0,4 puan artırılmıştır. Son olarak para politikası uygulamasına ilişkin önemli bir düzenleme ise 2010 yılı Ekim ayında sonlandırılan zorunlu karşılıklara faiz ödemesine 2014 yılı Kasım ayıyla birlikte tekrar başlanmasıdır.

2015 yılında faiz koridorunu oluşturan gecelik borç verme ve gecelik borç alma faizlerinin yanı sıra politika faizi 1 hafta vadeli repo faizi oranlarına ilişkin olarak düzenlemeler yalnızca yılın ilk iki ayında gerçekleştirilmiş ve yıl sonuna kadar bu düzeylerde tutulmuştur. Ocak ayında politika faizinde 75 baz puanlık indirimle gidilerek politika faizi faiz koridorunun alt sınırı olan borç verme faiz oranına daha da yakın hale gelmiştir. Şubat ayında ise borç verme faiz oranı ve politika faiz oranı 25 baz puan borç alma faiz oranı ise 50 baz puan indirilerek faiz koridoru daraltılmıştır. 2015 yılı şubat ayında ROM döviz imkânlarına ilişkin değişikliği gidilmiş ve döviz imkânının en üst sınırını oluşturan yüzde 55-60 dilimi yüzde 1'lik dilimlere ayrılmıştır. Söz konusu yeni dilimler için ROK en düşük 3,2 ve en yüksek 4,1 olarak belirlenmiş ve ilk yüzde 30'luk dilim için ROK 0,2 puan indirilmiştir. Döviz imkânına ilişkin ROK'da mart ayında yeniden değişikliğe gidilmiş ve ilk yüzde 30'luk dilime ilişkin ROK 0,2 puan indirilirken, yüzde 50-55 dilimi için ROK 3,3'ten 3,9'a çıkarılmıştır. Yüzde 1'lik dilimlerde de 0,6 puanlık bir artış yapılarak en üst dilim ROK 4,7'ye çıkarılmıştır. Altın imkânlarına ilişkin ROK değişikliği ise ağustos ayında gerçekleştirilmiş ve en alt dilim olan yüzde

15'lik dilim ve yüzde 15-20'lik dilim için ROK 0,1 puan artırılmıştır. Ayrıca yine ağustos ayında Küresel piyasaların normalleşme sürecinde atılacak adımları içeren küresel para politikalarının normalleşme sürecinde yol haritası kamuoyu ile paylaşılmıştır. Yol haritası TL likidite yönetimi, döviz kurları ve finansal istikrarı içeren üçlü bir ayırım çerçevesinde ele alınmıştır. Likidite yönetime ilişkin sadeleşme adımları; faiz koridorunun 1 hafta vadeli repo faiz oranı etrafında simetrik ve dar bir hale dönüştürülmesi, fonlama değişikliğinin piyasa yapıcı bankaların maliyetini değiştirmeyecek şekilde tasarımı ve teminat koşullarının sadeleştirilmesi olarak sıralanmıştır(TCMB, 2015).

2016 yılında faiz koridoru ve politika faizine ilişkin değişiklik yapılmamakla birlikte mart ayından itibaren faiz koridoru üst sınırını oluşturan borç alma faizinde indirimler yapılmıştır. Nisan ayında 50 baz puan diğer aylarda 25'er baz puanlık indirimlerle eylül ayında faiz koridoru üst sınırı 8,25 düzeyine çekilmiştir. Son olarak kasım ayında faiz koridoru üst sınırı 25 baz puan, politika faizi 50 baz puan artırılarak faiz koridoru genişletilmiş ve politika faizi alt sınırdan uzaklaşmıştır. 2016 yılında ROM Altın imkânlarına ilişkin ROK eylül ayında yüzde 15'lik dilim, yüzde 15-20 dilimi ve yüzde 20-25 dilimi için 0,1 puan artırılmıştır. Yine eylül ayında döviz imkânı ROK yüzde 30-35 dilimi, yüzde 35-40 dilimi ve yüzde 40-45 dilimi için 0,1 puan artırılmıştır. Kasım ayında ise aynı dilimlerde 0,2 puan düşürülmüştür. Aralık ayında ise yüzde 30-35 dilimine ilişkin ROK 0,1 puan, yüzde 35-40 dilimi ve yüzde 40-45 dilimine ilişkin ROK 0,2 puan düşürülmüştür. Bunun yanı sıra aralık ayından itibaren yüzde 5 sınırında hurda altın kullanım imkânı ROM bünyesine dahil edilmiştir.

12 Ocak 2017 tarihinden sonra TCMB bir hafta vadeli repo ihalelerini durdurmuştur. İhalelerin durdurulması öncesinde 1 hafta vadeli repo miktar ihaleleri gecelik borç vermeye birlikte TCMB'nin iki ana fonlama türünü oluşturmaktaydı. 2017 yılı içerisinde fonlama giderek artan bir şekilde geç likidite

penceresi kanalıyla yapılmaya başlanmıştır. Kasım ayıyla birlikte ise fonlamanın tamamı geç likidite penceresi kanalıyla yapılmıştır. Bu doğrultuda politika faiz oranı olan 1 hafta vadeli repo faizinde 2017 yılında bir değişiklik gerçekleşmemiştir. Fonlamanın Kasım ayına kadar gerçekleştirildiği iki kanaldan biri gecelik borç verme oranı ocak ayında 75 baz puan artırılarak 9,25 düzeyine gelmiştir. Daha sonraki süreçte ise gecelik borç verme faiz oranında değişiklik yapılmamıştır. TCMB fonlamasının ana kanalına dönüşen geç likidite penceresi borç verme faizleri ise 2017 yılında yapılan ilk üç toplantı da sırasıyla 100 baz puan, 75 baz puan ve 50 baz puanlık artışlarla yüzde 10 düzeyinden 12,25'e yükseltilmiştir. Daha sonra gerçekleştirilen üç toplantıda geç likidite penceresi faiz oranlarında bir değişiklik yapılmazken, yılın son toplantısının yapıldığı aralık ayında 50 baz puan daha artırılarak yüzde 12,75 düzeyine yükseltilmiştir. ROM açısından incelendiğinde 2017 yılı Kasım ayında döviz imkânı üst sınırı yüzde 5 düşürülerek yüzde 55 olarak belirlenmiştir.

2018 yılı haziran ayına kadar fonlama geç likidite penceresi üzerinden sürdürülmeye devam etmiştir. Geç likidite penceresi borç verme faiz oranı Nisan ayına kadar 12,7 seviyesinde tutulmuş ve Nisan ayındaki 75 baz puanlık artışla yüzde 13,5 seviyesine yükseltilmiştir. Mayıs ayında gerçekleştirilen olağanüstü toplantıyla birlikte ise söz konusu oran 300 baz puan daha artırılarak 16,5 seviyesine yükselmiştir. Mayıs ayı sonunda sadeleşme sürecinin tamamlanmasına yönelik olarak bir hafta vadeli repo faizi tekrar politika faizi olarak belirlenmiş ve hali hazırda fonlamanın gerçekleştirildiği faiz oranı olan geç likidite penceresi borç verme faiz oranına eşitlenmiştir. Ayrıca gecelik borç verme borç alma faizlerinin de politika faizine göre her iki yönlü 150 baz puan marjda belirlenmesi kararlaştırılmıştır (TCMB, 2018). Haziran ayında 125 baz puan ve Eylül ayında 625 baz puanlık faiz artışıyla birlikte politika faizi yüzde 24 seviyesine çıkarılmıştır. ROM kullanımı açısından ise 2018 yılında döviz imkânı üst sınırı mayıs ve

ağustos aylarında uygulanan yüzde 5'er indirimler sonucunda yüzde 40 seviyesine düşürülmüştür.

2019 yılında TCMB politika faizlerinde temmuz ayına kadar herhangi bir değişiklik yapmayarak yüzde 24 seviyesinde tutmuştur. Temmuz ayıyla birlikte politika faizi indirimleri başlamıştır. Temmuz ayında 425 baz puan, Eylül ayında 325 baz puan, Ekim ayında 250 baz puan ve aralık ayında 200 baz puan faiz indirimiyle 2019 yılı sonunda politika faizi yüzde 12 düzeyine düşürülmüştür. ROM çerçevesinde Döviz imkânı üst sınırında indirim yapılarak sınır yüzde 30 seviyesine düşürülmüştür. Bununla birlikte Hurda altın imkânı üst sınırı yüzde 10 düzeyine çıkarılmıştır. 2019 yılında ayrıca fonlama kompozisyonunda da değişikliğe gidilmiştir. Bankacılık sektörü tarafından TCMB taraflı swap imkânların yoğun olarak kullanılması neticesinde API yoluyla fonlama 2019 yılında kademeli olarak gerilemiştir (TCMB, 2021, p. 17). 2019 yılı sonunda Çin'in Wuhan kentinde ortaya çıkan COVID salgını daha sonrasında dünyaya yayılarak ekonomik aktivitede problemler doğmasına neden olmuştur. Bu durum dünyadaki merkez bankalarının yanı sıra TCMB'nin para politikası uygulamaları üzerinde de etki göstermiştir.

### 3.3. Pandemi Sonrası Dönemde Para Politikası

COVID salgını 2020 yılı mart ayıyla birlikte Türkiye'de de görülmeye başlanmış başta kapanmalar olmak üzere bir dizi önlemin alındığı bir sürece yol açmıştır. Salgın bu bağlamda ekonomik aktivite ve iş yapma biçimlerinin değişmesi üzerinde etkili olmuştur. Başta kapanmanın getirdiği ekonomik aktivitede yavaşlama sorunu ekonomi politikalarının dizaynı üzerinde de etkili olmuştur. Bu bağlamda 2020 yılından 2024 yılı kasım ayına kadar uygulanan para politikaları bu başlık altında ele alınacaktır.



**Tablo 8. 2020-2024 Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeleri**

Yıl	Enflasyon Hedefi (%)	Enflasyon oranı (%)
2020	5,50%	14,60
2021	5,00%	36,08
2022	5,00%	64,27
2023	5,00%	64,77
2024*	5,00%	48,58

**Kaynak: TCMB, Enflasyon Hedefleri**

\*2024 yılı verileri ekim ayındaki yıllık enflasyon oranını göstermektedir.

2020-2024 yılları arasında enflasyon hedefi yine yüzde 5 olarak belirlenmesine karşılık söz konusu hedef kararlık göstergesi niteliğindedir. Gerçekleşen enflasyon oranları incelendiğinde pandemi sonrası dönemde enflasyonun yükselmeye devam ettiği ve 2022 yılı ile birlikte yüzde 64,27 seviyesine yükseldiği görülmektedir. Son olarak 2024 yılı ekim ayı verileri dikkate alındığında enflasyon oranı yüzde 48,58 olarak gerçekleşmiştir. Dönem içerisinde uygulanan para politikası yıllar itibarıyla değerlendirilecektir.

2020 yılıyla birlikte swap yoluyla fonlama devam etmiştir. Politika faizi olan 1 hafta vadeli repo faizi ise Ocak-Mayıs dönemindeki toplantılarda sırasıyla 75, 50,100,100 ve 50 baz puanlık indirimlerle toplamda 375 baz puanlık indirim sonucunda yüzde 8,25 düzeyine gerilemiştir. Haziran, temmuz ve ağustos aylarındaki toplantılarda politika faizinde bir değişiklik yapılmazken eylül ayında 200 baz puanlık artışla politika faizi 10,25 düzeyine çıkarılmıştır. Ekim ayında politika faizi sabit tutulup kasım ve aralık aylarında başkan değişikliği sonrası sırasıyla 475 ve 200 baz puanlık artışlarla yüzde 17 düzeyine çıkarılmıştır. Kasım ayına kadar bir hafta vadeli repo miktar ihaleleri, piyasa yapıcı likidite imkânı, hedefli likidite imkânı kapsamında yapılan repo miktar ihaleleri, bir ay vadeli geleneksel repo ihaleleri, gecelik repo ve depo işlemleri ile geç likidite penceresi işlemleri vasıtasıyla gerçekleştirilen fonlama operasyonel çerçevenin sadeleştirilmesi amacıyla temel politika aracı olan bir hafta vadeli repo faiz oranı üzerinden yapılmaya

başlanmıştır(TCMB, 2021, p. 19). ROM kapsamında ise 2020 yılında şubat ayıyla birlikte Hurda altın imkânı üst sınırı yüzde 5 artırılarak yüzde 15 seviyesine çıkarılmıştır.

2020 yılı itibariyle TCMB sistem fonlaması açısından araç çeşitliliğine gitmiş ve yıl sonuna doğru sistem fonlanması sadeleştirilmiş bir pencereye oturmuştur. 2019 yılı sonu itibariyle sistemin fonlanma ihtiyacının büyük bölümü para takası yoluyla sağlanmaktaydı. 2020 yılı ile birlikte para takası kullanımı artarak devam etmesine karşılık benzer bir artış net APİ fonlamasında da görülmektedir. Yıl içerisinde farklı APİ araçları farklı dönemlerde fonlama aracı olarak kullanılmıştır. Bu araçların içerisinde geleneksel repo, piyasa yapıcı repo, geç likidite penceresi, gecelik borç verme, üç aylık repo ve haftalık repo ihaleleri kullanılmıştır. Yıl sonu itibariyle sadeleşme gerçekleştirilerek ana politika aracı olan bir hafta vadeli repo işlemleri üzerinden fonlama gerçekleşmiştir.

2021 yılı itibariyle sistemin fonlanması para takası ve bir hafta vadeli repo ihaleleriyle yapılmaya devam etmiştir. Yılın son dönemlerine doğru para takası yoluyla fonlama düzeyi 1 hafta vadeli repo yoluyla fonlamaya göre daha yüksek seviyelerde artmıştır. Bu bağlamda politika aracı olan bir hafta vadeli repo faizleri mart ayında 200 baz puanlık artışla yüzde 19 seviyesine çıkarılmış ve eylül ayına kadar bu seviye korunmuştur. Eylül ayı ile başlayan faiz indirimleri yıl sonuna kadar devam etmiştir. Öncelikle eylül ayında 200 baz puanlık indirim sonrasında ekim kasım ve aralık aylarında 100'er baz puanlık indirimlerle politika faizi yüzde 14 seviyesine inmiştir. Sadeleşme adımları çerçevesinde değerlendirilebilecek bir başka adım ise ROM çerçevesinde yıl başında yüzde 30 olan döviz imkânı üst sınırı eylül ayına kadar kademeli olarak indirilmiş ve eylül ayıyla birlikte sonlandırılmıştır. Altın ve hurda altın imkanları üst sınırında ise dönem içerisinde değişikliğe gidilmemiştir.

2021 yılı içerisindeki önemli gelişmelerden biri ise döviz kurunun yukarı yönlü hareketi olmuştur. Dönem başında 7,36

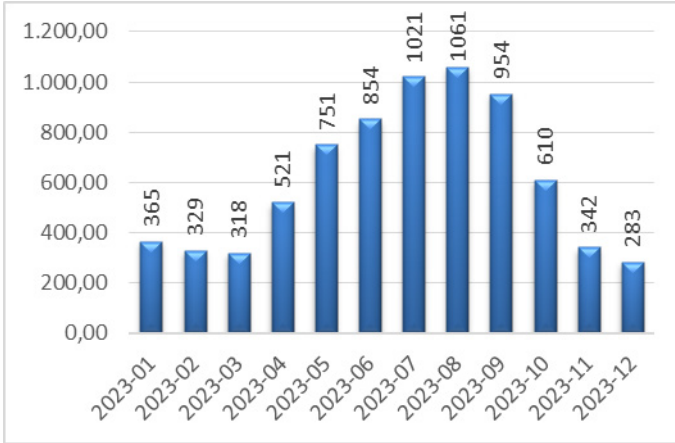
TL olan 1 Amerikan doları 20 Aralık itibarıyla dönem başına göre yüzde 137 artarak 17,47 TL düzeyine yükselmiştir. Söz konusu artışın engellenmesi ve döviz mevduatlarının TL'ye dönüştürülmesini sağlamak amacıyla kur korumalı mevduat (KKM) uygulamasına geçilmiştir. KKM döviz tevdiat hesapları bulananlar ve TL mevduat hesabında yatırımlarını değerlendirmek isteyenler için yeni bir yatırım aracı olarak sunulmuştur. KKM ile yatırımlarını değerlendirmek isteyenler belirli bir faiz getirisi elde etmektedir. Vade sonunda elde edilen faiz getirisinin kur artışıyla elde edilebilecek getiriden düşük olması durumunda aradaki farkın Hazine veya TCMB tarafından mevduat sahiplerine ödenmesi söz konusu mevduat türünün koruma kısmını teşkil etmektedir. Döviz tevdiat hesaplarının KKM'ye dönüştürüldüğü hesaplar için fark ödemeleri TCMB tarafından yapılırken diğer türde açılan hesapların fark ödemeleri Hazine tarafından gerçekleştirilmiştir.

KKM ve diğer kur politikalarıyla dolar kuru 2022 yılında bir önceki yıla göre daha düşük bir oranda artmıştır. 2022 yılında dolar kuru yüzde 39 düzeyinde artmıştır. Bununla birlikte sistemin fonlama ihtiyacının karşılanması için kullanılan araç bileşiminde para takaslarının payının da 2022 yılında arttığı görülmektedir. Yıl içerisinde politika faizi olan 1 hafta vadeli repo faiz oranları ise uzun bir dönem sabit tutulmuş ve ağustos-kasım ayları arasındaki kademeli faiz indirimleriyle toplamda 500 baz puan indirilerek yüzde 9 seviyesine düşürülmüştür. Faiz indirimlerinin gerçekleştiği dönemi takiben sistem fonlanmasında API kullanımı azaltılmıştır. Fonlama yapısında para takaslarının düzeyi ise söz konusu dönemde artmıştır. API penceresinde fonlama amacıyla kullanılan araçlar incelediğinde ise para politikası aracı olan bir hafta vadeli repo miktar ihalelerinin kullanıldığı görülmektedir.

2023 yılı şubat ayında politika faizinde 50 baz puan indirime gidilmiş ve bir hafta vadeli repo faiz oranı yüzde 8,5'e düşürülmüştür. Haziran ayı ise politika faizinde kademeli artışların başladığı ve para politikasında sıkılaştırıcı sürecin

başladığı dönem olarak öne çıkmaktadır. Haziran ayındaki 650 baz puan artışı takiben temmuz ayında 250 ve ağustos ayında 750 baz puanlık artışlarla politika faizi yüzde 25 seviyesine yükselmiştir. Eylül, Ekim ve Kasım aylarında ise politika faizi 500'er baz puanlık artışlarla yüzde 40 seviyesine ulaşmıştır. Aralık ayıyla faiz artışları devam etmiş ve yıl sonu itibarıyla politika faizi yüzde 42,5 seviyesine yükselmiştir. Bu bilgiler ışığında 2023 yılının ilk 6 aylık dönemi ve ikinci altı aylık dönemi faiz politikası açısından iki farklı dönem olarak ele alınabilir. Bu farklılık sistemin fonlanma ihtiyacının karşılanması aşamasında da görülmektedir. İlk altı aylık dönemde sistem fonlanmasında APİ payı artarken para takasının payı azalmıştır. İkinci altı aylık dönemde ise APİ payı azalmış ve farklı dönemlerde sterilizasyon aracı olarak kullanılmıştır. Sistemin fonlanma ihtiyacının karşılanmasında para takası ana araç olarak kullanılmıştır. Nihayetinde yıl sonu itibarıyla sistemin fonlanma ihtiyacından daha yüksek düzeyde para takası yapılırken aradaki fazla likidite APİ ile çekilmiştir.

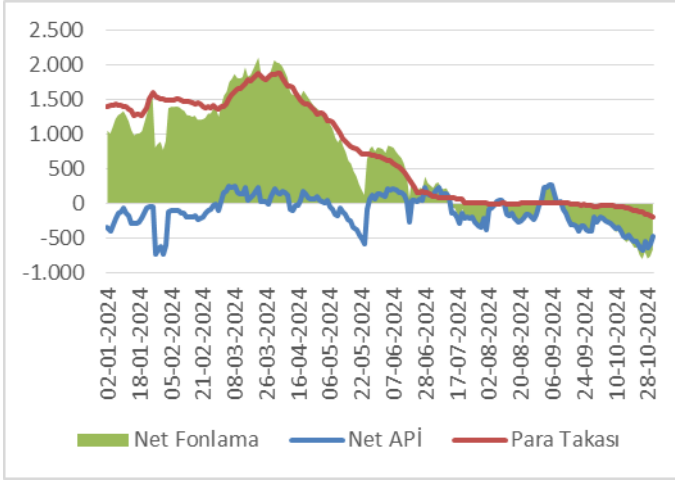
Şekil 12 Kur Korumalı Mevduat (Milyar TL)



Kaynak: TCMB, EVDS

2023 yılı içerisinde KKM kullanımı giderek temmuz ayına kadar artan bir seyir izlemiş ve 1.061 milyar TL seviyesine yükselmiştir. Olası kur artışının hazine ve TCMB'ye getireceği ek yük göz önünde bulundurularak bu bağlamda aracı kurumların KKM tercihlerini azaltmak amacıyla KKM bünyesindeki tüm vadeler için yüzde sıfır olan zorunlu karşılıkları yüzde 15'e yükseltilmiştir. Eylül ayı ile birlikte söz konusu zorunlu karşılık oranlarında vade açısından farklılaşmaya gidilerek 6 aya kadar vadeli KKM için zorunlu karşılık oranları yüzde 25'e çıkarılmış altı aydan uzun vadeli KKM için ise yüzde 5 olarak belirlenmiştir. Ekim ayı ile birlikte tekrar düzenlenen KKM zorunlu karşılık oranları 6 aya kadar vadeli mevduatlar için yüzde 30'a, 6 aydan uzun vadeli mevduatlar için yüzde 10'a çıkarılmıştır. Söz konusu politika uygulamaları neticesinde KKM kullanımı yıl sonuna doğru azalarak 283 Milyar TL seviyesine gerilemiştir. Zorunlu karşılıklar ile ilgili dönem içerisinde yapılan bir başka düzenleme ROM'da gerçekleştirilmiştir. 2011 yılından itibaren bir likidite yönetimi aracı olarak kullanılan ROM'un daha önce sıfırlanan döviz imkânı limitlerinden sonra 2023 yılı itibariyle altın ve hurda altın imkanlarının da sıfırlanmasıyla kullanımı haziran ayı itibariyle sonlandırılmıştır.

2024 yılında politika faizleri ocak ayındaki 250 baz puan ve mart ayındaki 500 baz puanlık artışlarla yüzde 50 seviyesine yükseltilmiştir. Mart ayı sonrasında yapılan altı para politikası kurulunda faiz oranları bu düzeyde sabit tutulmuştur.

**Şekil 13 TCMB Fonlaması (Milyar TL)**

**Kaynak: TCMB, EVDS**

Politika faiz oranına paralel olarak para takası stoğu ilk üç ayda artış göstererek 1.890 milyar TL seviyesine kadar yükselmiş ve sonrasında azalma eğilimine girmiştir. Temmuz ayı itibariyle stok düzeyi sıfırlanmış ve bu tarihten sonra eylül ayına kadar alım yönlü işlemler sonucunda yapılan dönemsel sterilizasyon işlemleri dışında sıfır seviyesinde devam etmiştir. Eylül ayının ortasından itibaren para takası işlemleri alım yönlü olarak gerçekleştirilmeye devam etmiştir. Ocak-Ekim aylarında TCMB genel itibariyle net API ile sterilizasyon gerçekleştirmiştir. 2024 yılında KKM miktarları da azalarak ekim ayı itibariyle 1,3 milyar TL seviyesine gerilemiştir. Bu bağlamda 2024 yılında uygulanan para politikası uygulamalarında sadeleşme yönünde önemli adımlar atıldığı görülmektedir.

## Genel Değerlendirme

TCMB, 1931 yılındaki kuruluşundan bu yana, ülke ekonomisinin gereksinimlerine uygun para politikaları uygulamış ve bu süreçte birçok önemli değişim yaşamıştır. İlk yıllarında sabit döviz kuru rejimi altında çalışan TCMB, ekonomik kalkınmayı desteklemek amacıyla sınırlı yetkilerle faaliyet göstermiştir. II. Dünya Savaşı sırasında artan kamu harcamaları ve savaş ekonomisinin yarattığı baskılar nedeniyle, para arzında kontrollü bir genişleme yaşanmıştır. Ancak, savaş sonrası dönem ve 1950'lerde kamu iktisadi teşebbüslerinin finansmanı için verilen krediler, para arzında kontrolsüz bir artışa ve enflasyonist baskılara neden olmuştur.

1970-2001 dönemi, TCMB'nin planlı ekonomi anlayışı ve piyasa reformlarına uyum sağlama çabalarının öne çıktığı bir süreçtir. 1211 sayılı TCMB Kanunu ile merkez bankasının yapısı yeniden düzenlenmiş, ancak kamu açıklarının finansmanına odaklanan politikalar, bankanın bağımsız bir para politikası uygulamasını kısıtlamıştır. 1980'lerde 24 Ocak kararları ile serbest piyasa reformları başlatılmış, API ve faiz koridoru gibi modern araçlar kullanılmaya başlanmıştır. Bununla birlikte, 1990'lı yıllarda ekonomik krizler ve siyasi istikrarsızlıklar nedeniyle para politikalarının etkinliği azalmış, enflasyon oranları kontrol edilememiştir.

2001 krizi, Türkiye'de para politikası açısından önemli bir dönüm noktası olmuştur. GEGP kapsamında TCMB, araç ve amaç bağımsızlığı kazanmış, enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş yapılmıştır. 2002-2005 yılları arasında örtük enflasyon hedeflemesi uygulanmış, bu dönemde enflasyon oranları önemli ölçüde düşürülmüştür. 2006 yılında tam enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmiş, bu süreçte kısa vadeli faiz oranları API araçları gibi araçlar etkin bir şekilde kullanılmıştır. TCMB'nin güvenilirliğini artıran bu reformlar, fiyat istikrarının sağlanmasında önemli bir rol oynamıştır.

Enflasyon oranlarının gelişimi, Türkiye ekonomisindeki yapısal sorunlar ve uygulanan politikalarla doğrudan ilişkilidir.

1930'lu yıllarda düşük enflasyon oranları görülmüş, hatta bazı yıllarda fiyat endekslerinde düşüş yaşanmıştır. II. Dünya Savaşı sonrasında artan kamu harcamaları nedeniyle enflasyon oranlarında ilk ciddi artışlar gözlemlenmiştir. 1970'lerden itibaren çift haneli enflasyon oranları kronik bir sorun haline gelmiş, özellikle 1980'lerde üç haneli oranlar kaydedilmiştir. 1990'larda yüksek kamu açıkları ve siyasi istikrarsızlıklar nedeniyle yüzde 50-100 aralığında seyreden yüksek enflasyon oranları devam etmiştir.

2001 krizinin ardından enflasyon oranlarında belirgin bir iyileşme sağlanmıştır. Örtük enflasyon hedeflemesi dönemi boyunca enflasyon oranları sürekli düşüş göstermiş ve 2004 yılında uzun yıllar sonra ilk kez tek haneli seviyelere gerilemiştir. 2006 sonrası dönemde enflasyon oranları genel olarak hedeflere yakın seviyelerde tutulmuş, ancak iç ve dış ekonomik şoklar nedeniyle bazı dönemlerde hedeflerin aşıldığı gözlemlenmiştir.

Genel olarak, Türkiye'nin para politikası tarihçesi, farklı dönemlerdeki ekonomik ve siyasi koşullara uyum sağlama çabalarıyla şekillenmiştir. TCMB'nin bağımsızlığını kazanması, enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş ve piyasa mekanizmalarının desteklenmesi gibi reformlar, para politikalarının etkinliğini artırmıştır. Ancak, yapısal sorunlar ve dışsal faktörler, enflasyonla mücadelede belirleyici olmaya devam etmiştir. Bu süreçte, enflasyonun kontrol altına alınması ve fiyat istikrarının sürdürülebilirliği, Türkiye ekonomisinin temel hedeflerinden biri olmayı sürdürmüştür.



## Kaynakça

- Akkaya, Y., & Gürkaynak, R. S. (2012). Cari açık, bütçe dengesi, finansal istikrar ve para politikası: Heyecanlı bir dönemin izi. *İktisat İşletme Ve Finans*, 27(315). <https://doi.org/10.3848/iif.2012.315.9319>
- Arasıl, Ö., Saygılı, R., Sayılğan, Ş., & Yereli, A. (1994). *5 Nisan'dan 5 Temmuz'a (1994 Ekonomik İstikrar Tedbirlerinin İlk Üç Aylık Değerlendirilmesi ve İstikrarın Sağlanmasına Yönelik Öneriler)*. İzmir Ticaret Odası.
- Bakır, C. (2007). *Merkezdeki banka: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ve uluslararası bir karşılaştırma*. İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.
- Delice, G. (2015). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası: 85 Yıllık Bir Geçmişin İzlerinden Tarihe Kayıt Düşmek. *Ekonomi İşletme Siyaset ve Uluslararası İlişkiler Dergisi*, 1(2), 21–55.
- Devlet Planlama Teşkilatı. (1968). *İkinci Beş Yıllık Kalkınma Planı (1968-1972)*.
- Engin, İ. (2022). 1980 Sonrası Dönemde Türkiye'de Uygulanan Ortodoks İstikrar Programları: 24 Ocak ve 5 Nisan Kararları. *Fiscaoeconomia*, 6(3), Article 3. <https://doi.org/10.25295/fsecon.1100268>
- Erdem, E. (2010). *Para banka ve finansal sistem*. Detay Yayıncılık.
- Kara, A. H. (2008). Turkish Experience With Implicit Inflation Targeting. *Central Bank Review*.
- Kazgan, H., Öztürk, M., & Koraltürk, M. (2000). *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası*. <https://avesis.marmara.edu.tr/yayin/a3393d89-3668-40f2-bc86-6b931ae318c1/turkiye-cumhuriyet-merkez-bankasi>
- Kesriyeli, M. (1997). *1980'li yıllardan günümüze para politikası gelişmeleri*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Araştırma Genel Müd.

- Mangır, F. (2006). FİNANSAL DEREGÜLASYONUN 1989–2001 TÜRKİYE EKONOMİSİ ÜZERİNE ETKİLERİ: KASIM 2000 VE ŞUBAT 2001 KRİZLERİ. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 16, Article 16.
- Önder, T. (2005). *Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması* [Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü]. <https://www3.tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/timuronder.pdf>
- Öniş, Z., & Riedel, J. (1993). *Economic crises and long-term growth in Turkey*. World Bank,. <https://digitallibrary.un.org/record/135059>
- Pamuk, Ş. *Türkiye'de Fiyatlar ve Ücretler (1820-2005)*. Erişim tarihi 11 Mayıs 2024, [https://ata.bogazici.edu.tr/sites/ata.boun.edu.tr/files/faculty/sevket.pamuk/database/19b-ucetler\\_tablolar.pdf](https://ata.bogazici.edu.tr/sites/ata.boun.edu.tr/files/faculty/sevket.pamuk/database/19b-ucetler_tablolar.pdf)
- Sarı, Y. (2007). Cumhuriyetten günümüze Türkiye'de uygulanan para politikaları. *Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 4(7).
- Taş, M. (2004). MENDERES DÖNEMİNİN EKONOMİ POLİTİĞİ VE 1958 İSTİKRAR PROGRAMI. *Mevzuat Dergisi*, 76. <https://www.mevzuatdergisi.com/2004/04a/02.htm>
- TCMB. *Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS)*. <https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/archiveMarket/>
- TCMB. *Enflasyon Hedefleri*. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Temel+Faaliyetler/Para+Politikasi/Fiyat+Istikrari+ve+Enflasyon/Enflasyonun+Hedefleri>
- TCMB. (2011). *Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- TCMB. (2012a). *2013 Yılı Para ve Kur Politikası*. TCMB Yayınları.

- TCMB. (2012b). *Merkez Bankası Bağımsızlığı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ve Bağımsızlık*. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/40586e6c-06ff-47b6-9b2e-11d77611dfd6/01.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-40586e6c-06ff-47b6-9b2e-11d77611dfd6-m5lkoKU>
- TCMB. (2012c). *The Central Bank of the Republic of Turkey—From Past to Present*. Central Bank of the Republic of Turkey.
- TCMB. (2013). *2014 Yılı Para ve Kur Politikası*. TCMB Yayınları.
- TCMB. (2015). *KÜRESEL PARA POLİTİKALARININ NORMALLEŞME SÜRECİNDE YOL HARİTASI*. TCMB Yayınları.
- TCMB. (2018). *Para Politikası Operasyonel Çerçevesine İlişkin Basın Duyurusu* (Sayı: 2018-21). TCMB.
- TCMB. (2021). *TCMB - 2020 Yıllık Faaliyet Raporu* [Yıllık Rapor]. TCMB. <https://www3.tcmb.gov.tr/yillikrapor/2022/tr/index.html>
- TCMB - Emisyon Grupları*. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Banknotlar/Cumhuriyet+Donemi+Banknotlari/Emisyon+Gruplari/>
- TCMB Bülten. (2012). *Rezerv Opsiyon Mekanizması* (28). <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/14cdae5a-4898-42c7-a7dc-4087642253e4/Bulten28.pdf?MOD=AJPERES>
- Tezel, Y. S. (1982). *Cumhuriyet Döneminin İktisat Tarihi*. Yurt Yayınları.
- TÜİK. (2014). TÜİK İstatistik Göstergeler 1923-2013. *Türkiye İstatistik Kurumu Matbaası, Yayın, 4361*.
- Türkiye Bankalar Birliği. (2024). *Türkiye`de Bankacılık Sistemi (1958`den İtibaren)—2023*. <https://www.tbb.org.tr/tr/bankacilik/banka-ve-sektor-bilgileri/istatistiki-raporlar/59>

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI  
KANUNU, 1211 (1970). [https://www.tcmb.gov.tr/wps/  
wcm/connect/4b4d0592-f3e1-46d2-9814-11e0ad94ab7c/  
Turkiye\\_Cumhuriyet\\_Merkez\\_Bankasi\\_Kanunu.  
pdf?MOD=AJPERES](https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/4b4d0592-f3e1-46d2-9814-11e0ad94ab7c/Turkiye_Cumhuriyet_Merkez_Bankasi_Kanunu.pdf?MOD=AJPERES)

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB). (1989). *1988 Yıllık Rapor*.