



Sosyal Bilimler
Enstitüsü

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI
ULUSLARARASI İKTİSAT YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

**NEOLİBERAL DÖNEMDEN GÜNÜMÜZE TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ
BANKASI POLİTİKALARININ DÖVİZ KURLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ**

Yüksek Lisans Tezi

Zehra COŞKUN

İSTANBUL, 2025

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANA BİLİM DALI
ULUSLARARASI İKTİSAT YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

**NEOLİBERAL DÖNEMDEN GÜNÜMÜZE TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ
BANKASI POLİTİKALARININ DÖVİZ KURLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ**

Yüksek Lisans Tezi

Zehra COŞKUN

Tez Savunma Jürisi

1. Tez Danışmanı: Prof. Dr. Mehmet ŞİŞMAN
2. Üye: Prof. Dr. Murat Dünder DEMİRÖZ
3. Üye: Prof. Dr. Esra YÜKSEL ACI

İSTANBUL, 2025

ÖZET

1980’li yıllarda başlayan neoliberal serbestleşme adımları ile birlikte sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle finansallaşma olgusunun tüm dünyada yayılmasıyla Türkiye ekonomisinde de sermaye hareketleri serbestleşme sürecini başlatmıştır. Bu süreç, TCMB, para politikasının temel araçları ile döviz kuru politikaları arasındaki dengeyi sağlamak adına çeşitli müdahalelerde bulunmuştur. Neoliberal dönemin başlangıcından bu yana hem iç hem de dış şoklarla karşılaşan Türk Lirası’nın değeri; TCMB’nin politika faizlerindeki değişiklikler, döviz rezervleri yönetimi ve swap işlemleri ile likidite operasyonları ile stabil hale getirilmeye çalışılmıştır. Çalışmanın amacı, 1970–2025 döneminde TCMB’nin temel araçlarının ağırlıklı olarak USD/TL kuru hareketleri üzerindeki etkisini bütüncül bir tarihsel çerçeve ile ortaya koymaktır. Bu çalışmada, öncelikle kapsamlı bir literatür incelemesiyle gerekli döviz kuru tanımları, döviz kuru sistemleri, uluslararası para sisteminin evrimi ve TCMB’nin amaçları, yapısı ve para otoritelerinden bağımsızlığı üzerinde durulmuştur. Daha sonra Neoliberal dönemden günümüze, TCMB’nin politika faizi kararları, döviz rezerv müdahaleleri ve zorunlu karşılık düzenlemeleri gibi araç seti kapsamlı bir şekilde değerlendirilmektedir. Ayrıca TCMB’nin ekonomik kriz dönemlerindeki (2001, 2008, COVID-19) rolü derinlemesine ele alınmıştır. 1980’lerden itibaren kademeli olarak devletin iktisadi hayattaki müdahale ve düzenlemelerinin azaltılması aynı zamanda TCMB, 2001 yasası ile hem yasal hem de operasyonel bağımsızlığı değerlendirilmiştir.

Sonuç olarak, TCMB’nin döviz kuru politikalarında krizlere karşı esnek araç seti kullanımı ve rezerv yönetiminde sürdürülebilirlik unsurlarının bir arada yürütülmesinin kısa dönemli fiyat istikrarı ve finansal istikrarı güçlendirdiği görülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Neoliberal Dönem, Döviz Kuru ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

ABSTRACT

The neoliberal liberalization measures that commenced in the 1980s, together with the liberalization of capital movements and the global proliferation of financialization, initiated the process of capital movement liberalization in the Turkish economy. Throughout this process, the Central Bank of the Republic of Turkey undertook various interventions to maintain a balance between its core monetary policy instruments and its exchange rate policies. The value of the Turkish lira, which has been subject to both domestic and external shocks since the beginning of the neoliberal era, has been sought to be stabilized through the Central Bank of the Republic of Turkey's adjustments to policy interest rates, management of foreign exchange reserves, swap operations, and liquidity interventions. The objective of the study is to present, within a comprehensive historical framework, the effects of the Central Bank of the Republic of Turkey's primary instruments on USD/TRY exchange rate movements over the 1970–2025 period. In this study, first, through a comprehensive literature review, the necessary exchange rate definitions, exchange rate regimes, the evolution of the international monetary system and the objectives, structure and independence of the Central Bank of the Republic of Turkey from the monetary authority have been examined. Thereafter, from the onset of the neoliberal era to the present, the Central Bank of the Republic of Turkey's policy interest rate decisions, foreign exchange reserve interventions, and reserve requirement regulations are comprehensively assessed. Additionally, the role of the Central Bank of the Republic of Turkey during the economic crisis periods of 2001, 2008, and COVID-19 has been examined in depth. The gradual reduction of state intervention and regulation in economic life since the 1980s and the assessment of the Central Bank of the Republic of Turkey's legal and operational independence under the 2001 law have been undertaken.

In conclusion, it is observed that the Central Bank of the Republic of Turkey's use of a flexible toolkit in its exchange rate policies against crises and the concurrent implementation of sustainability elements in reserve management have strengthened short-term price stability and financial stability.

Keywords: Neoliberal Period, Exchange Rate and Central Bank of the Republic of Turkey.

ÖNSÖZ

Yüksek lisans tezi hazırlanması sürecinde, yol gösterici desteğini esirgemeyen danışmanım Prof. Dr. Mehmet ŞİŞMAN' a, araştırma verilerinin temininde katkılarını sunan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ve Marmara Üniversitesi Kütüphanesi ekibine, çalışma boyunca değerli görüş ve önerileriyle emeği geçen sınıf arkadaşım İmran Ali Khan' a e teşekkürlerimi belirtmek isterim.

Tez sürecinde moral ve motivasyon kaynağım olan aileme; özellikle maddi manevi desteğini esirgemeyen ablam Zeynep COŞKUN' a ve bu zorlu süreçte her zaman yanımda olan, sabrı ve özverisiyle hayatıma ışık tuttuğu için canım annem Cevriye COŞKUN' a sonsuz minnet ve sevgiyle gönülden teşekkür ederim.

Zehra COŞKUN
İSTANBUL-2025

İÇİNDEKİLER

ÖZET	i
ABSTRACT	ii
ÖNSÖZ.....	iii
İÇİNDEKİLER.....	iv
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	v
GRAFİKLER LİSTESİ	vi
TABLolar LİSTESİ	vii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	viii
GİRİŞ.....	1
BİRİNCİ BÖLÜM.....	3
1. ULUSLARARASI PARA SİSTEMİ	3
1.1 Döviz Kuru Tanımları.....	3
1.2 Döviz Kuru Rejiminin Sınıflandırılması.....	4
1.3 Döviz Kurunu Belirlemeye Yönelik Yaklaşımlar	8
1.4 Uluslararası Para Sisteminin Evrimi.....	13
İKİNCİ BÖLÜM	16
2. TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI	16
2.1 Genel Olarak Merkez Bankacılığı ve Döviz Kuru İlişkisi	16
2.2 TCMB Tarihi, Amacı, Görevi, Yetki ve Organizasyon Yapısı	16
2.3 Neoliberal Dönem TCMB ve TCMB Bağımsızlığı	21
2.4 TCMB Para Politikaları ve Döviz Kuruna Etkileri	22
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	24
3. NEOLİBERAL DÖNEMDEN GÜNÜMÜZE TCMB POLİTİKALARININ.....	24
3.1 1970-1980 Dönemi Bretton Woods Sisteminin Çöküşü.....	24
3.2 1980-1990 Dönemi 24 Ocak Kararları ve Döviz Kuru Rejimi	25
3.3 1990–2000 Dönemi Finansallaşma Eğilimleri ve TCMB Dalgalı Kur Rejimi ..	27
3.4 2000-2010 Dönemi Krizler ve TCMB Döviz Kuru Müdahaleleri	28
3.5 2010 -2020 Dönemi ve Covid-19	31
3.6 2021 Döviz Krizi ve Günümüz TCMB Döviz Kuru Politikaları.....	33
SONUÇ.....	38
KAYNAKÇA.....	40

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: TCMB Organizasyon Şeması.....	21
Şekil 2: “2000-2010 ABD Doları/TRY Aylık Ortalama Satış Kuru” serisi.....	30
Şekil 3: “2010-2020 ABD Doları/TRY Aylık Ortalama Satış Kuru” serisi.....	32
Şekil 4: “2021-2025 ABD Doları/TRY Aylık Ortalama Satış Kuru” serisi.....	36



GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 1: TCMB Brüt Döviz Rezervleri (2001-2009).....	30
Grafik 2: TCMB: Kısa Vadeli Faiz Oranları (2020-2022).....	33
Grafik 3: “Dolarizasyon Oranının Gelişimi 09.2021-04.2022”	34
Grafik 4: “2022 Yılı Küresel Döviz Rezervleri”	35
Grafik 5: TCMB 2001-2024 Yılları Döviz ve Altın Rezervleri (2001-2024).....	37



TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1: Merkez Bankası'nca Alım-Satım Yapılan Döviz Tutarları 29



KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
COVID-19	Coronavirus Disease 2019/ 2019 yılında ortaya çıkan koronavirüs hastalığı
DTH	Döviz Tevdiat Hesapları
EVDS	Elektronik Veri Dağıtım Sistemi
FED	Federal Reserve System/ Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası Sistemi
KİT	Kamu İktisadi Teşebbüsü
KKM	Kur Korumalı Mevduat
OPEC Organizasyonu	Organization of the Petroleum Exporting Countries/ Petrol İhraç Eden Ülkeler
PPK	Para Politikası Kurulu
SGP	Satın Alma Gücü Paritesi
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL/ TRY	Türk Lirası
USD	United States Dollar / Amerikan Doları
VB	Ve Benzeri
QE	Quantitative Easing / Niceliksel Gevşeme

GİRİŞ

Ülkelerin ödeme aracı olarak kendi para birimini kullanmaları küresel çapta ekonomik bağımsızlığın en önemli göstergesi olmuştur. Uluslararası boyutta; yerli para biriminin yabancı para birimi karşısındaki değerini niteleyen döviz kurunun nasıl belirlendiği, döviz kurunun; belirlenmesinde hangi sistemlerin kullanıldığı, hangi kurallara bağlı olarak oluştuğu, kontrol edilebilirliği akademik açıdan sürekli merak ve tartışma konusu olmuştur. Bu çalışma, neoliberal dönüşüm süreciyle birlikte artan sermaye hareketliliği ve finansal entegrasyon çerçevesinde, döviz kurunun makroekonomik istikrar açısından taşıdığı önemi Türkiye örneği üzerinden analiz etmeyi amaçlamaktadır. Özellikle 1980 sonrası dönemde serbest piyasa ekonomisine geçişle birlikte Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) para ve döviz kuru politikalarının döviz kurları üzerindeki etkisi kapsamlı bir şekilde değerlendirilecektir. Çalışmada şu temel sorulara odaklanılacaktır: Döviz kurunu ekonomik açıdan bu denli önemli kılan unsurlar nelerdir? TCMB'nin temel hedefi olan fiyat istikrarının sağlanmasında döviz kurunun yeri nedir? TCMB'nin faiz oranlarına ilişkin uygulamalarının döviz kuru üzerindeki etkileri ne yöndedir? 1980 sonrası dönemde uygulanan serbest kur ve yönetilen kur rejimlerinin yapısal özellikleri ve bu rejimlerin kriz dönemlerindeki performansı nasıl değerlendirilmelidir? Ayrıca döviz kuru hareketlerinin yerli ve yabancı yatırımcı davranışları üzerindeki etkileri de analiz edilecektir. Bu bağlamda, çalışma hem para politikası ve kur politikası etkileşimini hem de bu etkileşimin ekonomik aktörler üzerindeki yansımalarını tarihsel ve kuramsal bir perspektiften incelemeyi hedeflemektedir.

Üç bölümden oluşan çalışmada birinci bölümde, öncelikle döviz kuru kavramının makroekonomik tanımları, döviz kurlarındaki dalgalanmaların hangi mekanizmalarla kontrol edildiğini açıklayan sabit, ara ve dalgalı döviz kuru rejimlerinin sınıflandırılması, uluslararası düzeyde döviz kurularının hangi teorik temellere dayandığını açıklaya yönelik döviz kuru belirleme yaklaşımları ve küresel ekonomide farklı dönemlerde egemen olan döviz kuru rejimlerini açıklayan uluslararası para sisteminin evrimi üzerinde durulmuştur. İkinci bölümde, uluslararası literatürde merkez bankacılığının yeri ve TCMB tarihçesi, amacı ve hedefleri, organizasyon yapısından bahsedilmektedir. Ayrıca TCMB'nin para ve kur politikalarının döviz kuru üzerindeki etkilerini açıklamaktadır. Son bölümde ise 1980 öncesi Bretton Woods sisteminin çökmesi döviz kuru üzerinde yaşanan gelişmelerden 1980 sonrası serbestleşme adımlarıyla birlikte TCMB'nin döviz kuru rejiminde uyguladığı aşamalı geçişlerin Covid-19 gibi küresel ekonomik krizlerin döviz kuru üzerindeki etkilerini ve TCMB'nin para ve kur politikası araçları günümüze kadar tarihsel bir perspektifle ele alınmaktadır.

Bu çalışmada, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın öncelikle 1970'lere değinilip 1980'lerden günümüze uyguladığı para ve kur politikalarının döviz kurları üzerindeki etkilerini açıklamak amacıyla önce kapsamlı bir literatür ve belge taraması yapılmış; ardından TCMB resmi

raporları ve makroekonomik veriler kullanılarak tarihsel dönemlendirme yöntemiyle politika faizleri, döviz kurları, rezerv büyüklükleri gibi göstergeleri; TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS)'den temin edilen makroekonomik göstergeler ışığında değerlendirmeler yapılmıştır. Bu çalışma, kriz dönemlerinde TCMB müdahalelerinin rolünü ortaya koymak amacıyla, geniş bir uluslararası iktisat perspektifiyle ele alınmıştır. Ayrıca TCMB yıllık faaliyet Raporları ve Para ve Kur Politikası Raporları politika faizi kararı, swap süreci ve döviz rezervi yönetimi stratejilerini, karar metinlerinden derlenen nitel anlatımlarla sunmaktadır.

Bu çalışma, Neoliberal dönemden günümüze, 1970–2025 aralığında, TCMB'nin politikalarının döviz kuru üzerindeki etkilerini bütüncül bir bakışla ele almaktadır. TCMB politika faiz, rezerv müdahaleleri, swap işlemlerini ve zorunlu karşılıklar gibi tüm bu politika araçların döviz kuruna etkilerini bir arada değerlendirerek teorik çerçevede ekonomi literatürüne katkı sağlayacaktır.



BİRİNCİ BÖLÜM

1. ULUSLARARASI PARA SİSTEMİ

1.1 Döviz Kuru Tanımları

Ülkeler arasında ekonomik ve finansal ilişkilerde ödeme aracı olarak kullanılan para ve her türlü likiditesi yüksek finansal araçlara **döviz** adı verilir. Daha geniş anlamda; “Döviz, yabancı ülke paraları ile yabancı ülkelerde geçerli olan, ödeme aracı niteliği taşıyan poliçe, çek, emre muharrer senetler, tahvil, hazine bonosu ve benzeri menkul değerlerdir.” (Akalin, 2007, s. 84).

Dövizin alınıp satıldığı yani yerli paranın yabancı paraya dönüştürüldüğü piyasalara **döviz piyasaları** adı verilir. Merkez bankaları, mali kuruluşlar, ihracatçı ve ithalatçılar, kamu kurumları, bankalar, şirketler döviz piyasasında işlem görmektedir. Günümüzde fiziksel mekanlardan ziyade bilgisayar ya da telefon aracılığı ile de döviz alım satım işlemleri yapılmaktadır.

Bir birim yerli paranın kaç birim yabancı para alabileceğini bize **döviz kuru** gösterir. Örneğin, 1 Türk Lirası 0.033 ABD Dolarına eşit ise, TL'nin dolar karşısındaki değeri, döviz kurudur. Yabancı ülke para biriminin yerli ülke para birimi karşısındaki değerine nominal döviz kuru denilmektedir. “Nominal döviz kurun, yurtiçi ve yurtdışı fiyat endekslerine göre düzeltilmiş haline reel döviz kuru denir. $R = E \times P^*/P$ biçiminde ifade edilir.” (Ünsal, 2005, s.116). Burada R; reel döviz kurunu, E; nominal döviz kurunu, P*; yurtdışı fiyat düzeyini, P; yurtiçi fiyat düzeyini belirtmektedir. İki farklı ülkenin para birimleri arasındaki değişim oranına **parite** denir. Döviz arz ve talebi çerçevesinde döviz piyasalarında işlem yapma kapasitesini belirleyen, belirli bir döviz biriminin anlık olarak döviz alış veya satış fiyatının ilan edilmesine **kotasyon** adı verilmektedir. Döviz alış ile satış arasındaki fark **spread** olarak adlandırılır. Spread'in artması, piyasada dalgalanma veya genellikle piyasalarda belirsizliğin yükseldiğini göstermektedir. Döviz kurlarının ifade edilmesi ülkeler arası farklılık göstermektedir. Bu bağlamda; yabancı para birimi esas alındığında bu para biriminin değerinin yerli para birimi cinsinden ifade edilmesi **doğrudan kotasyon** (fiyat kotasyonu), yerli para biriminin yabancı para birimi cinsinden ifade edilmesi de **dolaylı kotasyon** (miktar kotasyonu) denilmektedir. Türkiye'de genellikle döviz kurları doğrudan kotasyon ile ifade edilir. Yani; 1 \$= 40,43 ₺. 1 Amerikan Doları'nın kaç Türk Lirası olduğunu belirtmektedir. Dolaylı kotasyona göre; 1 ₺ = 0,026 \$ olarak ifade edilmektedir. “Döviz piyasalarında iki ülke para birimleri arasında doğrudan döviz kuru olmadığı durumlarda, her iki para biriminin üçüncü bir para birimi karşısındaki değerleri kullanılarak **çapraz kur** yöntemi ile hesaplama yapılır.” (Karluk, R., 2022, s.392).

Çapraz kur yöntemine göre;

$$1 \$ = 39.8140 \text{ ₺,}$$

1 € = 46.6364 ₺ olduğunu varsaydığımızda 1 \$ kaç € (Euro) etmektedir?

Sorusunun cevabı için öncelikle TL'nin Dolara oranını (₺/\$) TL'nin Euroya oranına (₺/€) bölünmesiyle elde ederiz. $(₺/\$) / (₺/€) = (39.8140/1) / (46.6364/1)$

$$1 \$ = 39.8140 / 46.6364$$

$$1 \$ \approx 0,8537 \text{ €}$$

Likiditesi düşük döviz çiftleri için piyasa fiyatı bu yöntemle hesaplanmaktadır.

1.2 Döviz Kuru Rejiminin Sınıflandırılması

Uluslararası ekonomik ilişkilerde bir ülkenin yerli para biriminin yabancı para birimleri karşısındaki değerinin nasıl belirleneceği, hangi oranlarla ilişkilendirileceğine yönelik kurallar ilgili ülkenin uyguladığı döviz kuru rejimine/ döviz kuru sistemlerine bağlıdır. Döviz kuru rejimi, kurlarda meydana gelen dalgalanmaların hangi mekanizmalarla kontrol edildiğini açıklayan bir düzenleme sistemidir. Döviz kuru rejimleri para politikasının hareket alanını, dış ticaret denge yapısını ve finansal istikrarı doğrudan etkileyen kritik bir politika tercihidir. Özellikle açık ekonomilerde, döviz kuru rejimi; sermaye giriş-çıkışlarını yönlendirme kapasitesi, dış şoklara dayanıklılık ve merkez bankası döviz kuru kararları açısından stratejik önem taşır. Döviz kuru sistemleri Sabit Kur, Dalgalı Kur ve Ara Kur rejimleri olarak üç ana başlık altında incelenmiştir.

1.2.1 Sabit Kur Rejimi

Sabit kur rejimi, bir ülkenin ulusal parasının değerinin, genellikle güçlü bir yabancı para birimine veya döviz sepetine önceden belirlenmiş bir düzeyde endekslenerek istikrarlı tutulmasını öngören bir kur rejimidir. Parasız' a göre "Sabit kur sistemi, döviz kurlarının devlet tarafından belirli bir düzeyde tutulduğu ve bu seviyeyi korumak için gerekli parasal müdahalelerin yapıldığı bir düzenlemedir." (Parasız İ., 2013, s. 223). Sabit kur sisteminin en önemli özelliği istikrar sağlaması amacıyla para politikasının kullanılmamasıdır. Merkez Bankası döviz arzı ve talebine göre piyasada döviz alım satım yaparak sabit kur paritesini korumaktadır. Merkez Bankası, kurun hedef seviyenin üzerine çıkma eğilimi gösterdiği durumlarda döviz satışı yaparak, kurun hedefin altına düşme eğiliminde ise döviz alımı yaparak müdahale etmektedir. Bu müdahaleler döviz rezervleri aracılığıyla gerçekleşmektedir. Sabit döviz kuru uygulayan ülkelerin yeterli döviz rezervine sahip olması gerektirmektedir. Aksi halde, rezervlerin tükenmesi durumunda sabit kurun sürdürülebilirliğinden söz edilemez. Krugman, Obstfeld ve Melitz' e göre, "Sabit kur sisteminde merkez bankasının elinde yeterli rezerv bulunmaması, kur savunmasının imkânsız hale gelmesine ve sonunda rejimin terk edilmesine

neden olur.” (Krugman, P. R., Obstfeld, M. & Melitz, M. J., 2018, s.360). Sabit döviz kuru sistemi enflasyonla mücadelede de etkili bir politika aracıdır. Merkez Bankasının para arzı üzerindeki kontrolü artar. Para biriminin değeri belirli bir döviz karşısında sabitlenip döviz kuru dalgalanmaları minimize edilerek fiyat istikrarı desteklenmektedir.

Kur sistemleri arasında en eski tarihe sahip olan ve dünya üzerinde 1973 yılına kadar benimsen ana kur sistemi olmuştur. Sabit kur rejiminin tarihte en önemli örneği; 1944-1971 yılları uluslararası arasında para birimlerinin ABD dolarına sabitlendiği, doların da sabit bir kur ile altına endekslendiği Bretton Woods sistemidir. Sistemin amacı, II. Dünya Savaşı sonrası küresel ekonomik düzenin döviz piyasalarını istikrara kavuşturmak ve uluslararası ticaret ile sermaye hareketlerini teşvik etmektir.

Döviz kurunun istikrarını sağlamaya yönelik merkez bankasının doğrudan müdahalesinin yanı sıra, kur sistemini destekleyen yasal, kurumsal ve ekonomik mekanizmaları da içermektedir. Bu çerçevede, sabit kur sistemleri uygulamada dolarizasyon, para kurulu ve para birliği olmak üzere üç temel biçimde sınıflandırılır.

1.2.1.1.1 Dolarizasyon

Dolarizasyon; bir ülkenin yerel para birimi yerine, yüksek enflasyon ve paranın değer kaybı riskine karşı, ekonomik istikrarsızlık, güvenilebilir bir para birimi arayışı ve ticaretteki kolaylık sağlaması amacıyla diğer bir ülkenin para birimi kullanmasıdır. Dolarizasyona geçen ülkeler genellikle Euro veya Doları kullanmayı tercih etmektedirler. TCMB 1996 raporuna göre, para ikamesi veya dolarizasyonun ölçüsü ise, piyasada dolaşan dolar miktarını gösterecek bir gösterge olmadığından, döviz tevdiat hesaplarının vadeli mevduata göre artışı olmaktadır. (TCMB, 1996, s. 289). Piyasada yüksek derecede yerel para yerine dövizin ikamesi kullanımı artmaktadır.

1.2.1.1.2 Para Kurulu

Para Kurulu, bir ülkenin yerel para biriminin sabit döviz kuru üzerinden rezerv para olarak adlandırılan uluslararası anlamda güçlü bir yabancı para birimine veya birkaç yabancı para biriminden oluşan paralar sepetine bağlanmasıyla para arzının tamamen tercih edilen rezerv para birimi ile yönetilmesidir. Para Kurulu ülkesinin bağımsız para politikası yoktur, geleneksel merkez bankası işlevlerini yerine getiremez ve para arzı tamamen döviz rezervlerine bağlıdır.

1.2.1.1.3 Para Birliği

Para Birliği, farklı üye ülkelerin kendi para biriminden vazgeçerek tek ve ortak bir para birimini yasal ödeme aracı olarak kullanılmasıdır. Bu sistem; üye ülkeler ile ekonomik istikrarı arttırmayı, döviz kurunda yaşanacak risklerin ortadan kaldırılmasını ve üye ülkeler arası ticaretin kolaylaştırılması amaçlanmaktadır. Avrupa Birliğine üye ülkelerin para birimi olarak sadece Euro kullanması bu konuda en belirgin örnektir. Para birliği ile AB’ye üye ülkeler arasında fiyat istikrarı sağlanırken ekonomik iş

birliği sağlanmaktadır. Döviz alım-satımı, dış ticaret ödemeleri, sermaye hareketleri ve diğer dövizle dayalı mali işlemleri kapsamında kambiyo işlemleri¹ yapılmaktadır (Pınar & Erdal, 2008, s. 293).

1.2.2 Ara Kur Rejimleri

Ara kur rejimleri, yerli para biriminin belirli şartlar altında yabancı para birimine bağlanmasıdır. Ara kur rejiminde, döviz kuru sabit kurda olduğu gibi katı bir şekilde sabitlenmediği fakat tamamen serbest piyasaya da bırakılmadığı hükümet ve merkez bankasının döviz kurunu belirli bir düzeyde tutmaya çalıştığı bunu yaparken gerektiğinde piyasaya müdahale ederek kuru yönlendirdiği bir sistemdir. Merkez bankası döviz piyasasına müdahalelerde bulunarak kurun aşırı dalgalanmasını engeller. Kuru tamamen piyasa koşullarına bırakılmazken kurun belirli bir bant içinde dalgalanmasına izin verilir. Ek bilgi olarak, kur çapası/ çıpası; yüksek enflasyonist ortamlarda enflasyon beklentilerini düşürmek ve ekonomik olarak güven sağlayabilmek amacıyla yerli paranın geminin çıpasına benzer bir şekilde sabit bir döviz kuruna bağlanmasıdır. Para otoritesi tarafından her an ulusal para arzını artırmaya veya ulusal para arzını azaltmaya etkili olması merkez bankasının bağımsız karar alma eğilimini sınırlandırmaktadır. Ara kur rejimlerinin Geleneksel Sabit Kur, Yatay Şeritler, Sürünen Çapa, Sürünen Şerit ve Sıkı Yönetimli Dalgalı Kur Rejimi olmak üzere beş farklı türü bulunmaktadır.

1.2.2.1.1 Geleneksel Sabit Çapa

Yerli ülke para biriminin yabancı ülke para birimine ya da para sepetine karşı döviz kuru %1'lik çok dar bir alanda hareketlenmesine izin verilen bant aralığında sabit bir parite ile sınırlandırıldığı kur sistemidir. Merkez bankası kurun bu bant aralığında kalmasını sağlamak için döviz arz ve talebiyle piyasaya müdahalede bulunmaktadır. Merkez bankasının piyasaya müdahalesini sürdürülebilirliğini koruyabilmesi için yüksek miktarda döviz rezervlerine ihtiyaç duymaktadır. Döviz kuru sabitlemesi yaparak yüksek enflasyonu kontrol etmek hedeflenmektedir.

1.2.2.1.2 Yatay Şeritler

Döviz kurunun önceden belirlenmiş belirli bir bant aralığında dalgalanmasına izin verilmesidir. Fakat burada sabit çapa gibi katı bir aralık yoktur. Merkez bankası kur istikrarını sağlayabilmesi için döviz piyasasına müdahale ederken piyasa otoriteleri kısmen piyasaya dahildir. Seydioğlu'na göre, "Yatay şerit sistemlerinde döviz kuru, önceden belirlenmiş bir merkez parite etrafında belli bir bant içinde dalgalanabilir. Bu bant genellikle $\pm 2.25\%$ gibi sınırlarla tanımlanır. Merkez bankası, kur bu sınırları aşmaya yaklaştığında piyasaya müdahale eder." (Seydioğlu, 2017, s.492).

Bu durumda $\pm 2.25\%$ orana göre kurun alt ve üst sınırı, 1 \$'nin 35 TL'ye eşit olduğunu varsayalım.

¹ "Kambiyo işlemleri, bankaların yabancı para birimi cinsinden para alım-satım, efektif ve döviz transferi işlemlerinin tümünü kapsayan faaliyetlerdir." (Cantekin, 2017, s. 15)

Alt sınır için; $35 - (35 \times 0,0225) = 34,2125$ TL

Üst sınır için; $35 + (35 \times 0,0225) = 35,7875$ TL, döviz kuru bu fiyatlar aralığında serbestçe dalgalanmasına izin verilirken aralıktan sapmalarda merkez bankası döviz alım- satım yolu ile kura müdahale etmektedir.

1.2.2.1.3 Sürünen Çapa

Döviz kurunun enflasyon farklarının dikkate alınarak önceden belirlenmiş sabit bir kur üzerinden dalgalanma alanının çok kısıtlı olduğu belirli zamanlarda ve ufak miktarlarda yukarı veya aşağı doğru sürünme hareketi ile değişerek belirlenmesidir. Döviz kuru ayarları; geçmiş dönem enflasyon oranlarına dayanıyorsa geriye dönük sürünen çapa, sürünme hareketinin geleceğe yönelik beklentilere göre öngörülen enflasyon oranlarına dayanıyor ise ileri dönük sürünen çapaya belirlenir. Merkez bankası, döviz piyasasında sabit pariteyi korumak için kademeli olarak döviz alım satımı gibi müdahalelerde bulunur.

1.2.2.1.4 Yönetimli Dalgalı Kur

Döviz kurunu belirlemek için merkez bankasının önceden belirlenmiş bir kur hedefinin ya da bant aralığının olmadığı para otoriteleri tarafından döviz piyasasına güçlü ve sık müdahale etme hakkının bulunduğu kur rejimidir. Merkez bankası gerektiğinde esnek müdahalelerle döviz kuru üzerinde etkide bulunmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde sık rastlanan sıkı yönetimli dalgalı kur rejimi, Türkiye’de 2001 krizinden sonra resmi olarak serbest dalgalı kur rejimi olarak ifade edilse de TCMB’nin kur istikrarına yönelik stratejileri, döviz satım ihaleleri, rezerv biriktirme politikaları gibi müdahaleleri nedeniyle esasen sıkı yönetimli dalgalı kur sistemi özelliği taşımaktadır.

1.2.3 Dalgalı Kur Rejimi

Dalgalı kur rejiminde, ülke para biriminin yabancı ülke para birimleri karşısındaki değerinin döviz piyasası koşulları çerçevesinde arz ve talebe göre belirlenmektedir. Merkez bankası aşırı dalgalanmalarda piyasaya müdahale etmektedir. Dalgalı kur rejimleri önceden belirlenmiş çizgisi olmayan kur ve bağımsız dalgalı kur rejimi olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

1.2.3.1 Önceden belirlenmiş Çizgisi Olmayan Kur Rejimi

Döviz kurunun belirlenmesinde merkez bankası tarafından önceden belirlenen kur hedefinin bulunmadığı, para otoritesi tarafından kura doğrudan veya dolaylı müdahalelerin gerçekleştirildiği bir kur rejimidir. Merkez bankası, kur hedefinin olmamasından dolayı para politikası araçlarını döviz kuruna bağlı kalmadan yürütebilmektedir. Merkez bankası faiz oranlarını iç ekonomik koşullara göre belirlemektedir. Fakat döviz rezervlerinin yüksekliği, merkez bankası müdahalelerinin açık olmadığı

ekonomilerde belirsizlik ve dış ticarete kur riski gibi faktörler para politikasındaki bu esnekliği sınırlandırabilir.

1.2.3.2 Bağımsız Dalgalı Kur Rejimi

Dalgalı kur rejimi, bir ülkenin para biriminin yabancı para birimi karşısındaki değeri; serbest piyasa koşulları altında, döviz piyasalarında döviz alım satımı yapan yatırımcı, şirket, girişimci ve bireylerin faaliyetleri sonucu doğal olarak belirlendiği bir sistemdir. Bu sistemde devlet veya merkez bankası döviz kurunu doğrudan belirlemez. Döviz kuru piyasada döviz arzı ve talebine göre serbestçe dalgalanır. Merkez bankası para politikası hedeflerine yönelmektedir. Bağımsız dalgalı kur rejiminde para otoritesinin döviz kuru hedefi olmadığından para politikası araçlarını serbestçe belirleyebilmesine olanak sağlamaktadır. Bu durum para politikasını sadece iç fiyat istikrarına yönlendirdiğinden döviz rezervleri üzerindeki baskıyı azaltmaktadır. Fakat dalgalı kur rejimi; dış şoklara karşı ani dalgalanmalar, kısa vadeli sermaye hareketlerinde spekülasyon² riski ve dış ticaret açığının oluşturduğu rekabet gücü gibi nedenlerden dolayı olumsuz etkilenmektedir.

1.3 Döviz Kurunu Belirlemeye Yönelik Yaklaşımlar

TCMB'nin döviz kuru politikalarının kavramsal açıdan daha iyi anlayabilmemiz için iktisadi literatürde döviz kurlarının nasıl belirlendiğini, döviz kurunun hangi yöntemle belirleneceğini açıklayan her bir teorik yaklaşım, uluslararası düzeyde döviz kuruna ilişkin politikaların hangi teorik temellere dayandığını açıklaya imkan tanımaktadır. Bu çerçevede döviz kurunu belirlemeye yönelik yaklaşımlar aşağıda sıralanmaktadır.

1.3.1 Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı

Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı (SGP), döviz kurunun belirlenmesinde en çok kabul gören teorilerden biridir. Bu hipotez Gustav Cassel (1922) tarafından ortaya atılan SGP teorisi “dünyada benzer malların benzer fiyatlardan satılması” ilkesine dayanmaktadır. Herhangi iki ülke arasında taşıma maliyetlerinin olmadığı, piyasada alım- satıma konu olan malların kalite ve fiyatları hakkında tam bilgiye sahip olduğu, bu iki ülke arasında dış ticarete tarife engellerinin olmadığı vb. şartların geçerli olduğu bir durumda, iki ülke arasındaki döviz kurunun; ülkeler arasındaki mal ve hizmet fiyat seviyelerinin oranına göre belirlenmesi gerektiğini savunan bir görüştür. Yani mal veya hizmetlerin iki farklı ülkede aynı satın alma gücüne sahip olması beklenmektedir. Bir malın farklı ülkelerde aynı fiyata sahip olması gerektiği düşüncesi özellikle uzun vadede döviz kurlarının reel değerini öngörmektedir.

Bir malın veya mal sepetinin her ülkede aynı döviz cinsi değerine sahip olduğu ve işlem maliyetlerinin olmadığı durumlarda **mutlak satın alma gücü** geçerlidir. Mutlak satın alma gücü paritesi;

² “Spekülasyon; bir mal veya finansal varlığın gelecekteki fiyat hareketleri üzerinde ve genellikle kısa vadeli kazanç elde etmeyi amaçlayan, yüksek risk içeren işlemlerdir.” (Seydioğlu H., 2003a, s.532)

Yıldırım'a göre, $E=P/P^*$ şeklinde formülize edilmektedir. (Yıldırım, 2013, s.245). Burada E döviz kuru, P yerli ülkenin fiyat seviyesi, P^* yabancı ülkenin fiyat seviyesidir. Döviz kurunun ülkeler arası fiyat düzeylerinin oranına eşit olma durumudur. Taşımacılık maliyetleri, gümrük vergileri, ticarete konu olmayan mallar gibi ticaret engellerinin zaman içerisinde sabit kalması durumunda mutlak SGP sağlanamayacağı için nispi/ görelî satın alma hipotezi sağlanmaktadır. **Nispi satın alma gücü paritesi**, iki ülke arasındaki fiyat artış hızları zaman içinde döviz kurundaki değişim oranına eşitlenmesi gerektiğini savunan daha esnek bir varsayımdır. Yani bu varsayıma göre enflasyon oranı farkları dikkate alınarak zaman içerisinde döviz kurunun değişeceğini öngörmektedir. Nispi satın alma gücü paritesi; Eğilmez & Kumcu ya göre, " $\Delta E/E \approx \pi^* - \pi$ " şeklinde formülize edilmektedir. (Eğilmez & Kumcu, 2014, s. 189) Burada E başlangıçtaki nominal döviz kurunu, ΔE zamanla döviz kurundaki değişim miktarını, π^* yabancı ülke enflasyon oranını, π yerli ülke enflasyon oranını vermektedir. Burada döviz kurunun oransal olarak ne kadar artıp azaldığını iki arasındaki enflasyon oranı farkına bakarak bulabilmekteyiz.

İki ülke arasındaki fiyatlar genel seviyesindeki artış orantısız ise, biri diğerine göre daha yüksek enflasyona sahip olduğu durumda yüksek enflasyon ülkesi para birimi değer kaybetmektedir. Bu durum ülkede ihracatı artırır ithalatı düşürerek dış ticaret dengesini etkilemektedir. Arslan ve Kanbur, bu mekanizmayı şöyle açıklar: "İki ülkenin fiyat düzeyleri arasındaki değişim oranı, uzun dönemde döviz kurunun değişim oranını belirler ve bu da cari işlemler dengesinin düzelmesine katkı sağlar" (Arslan & Kanbur, 2007, s.182). Satın alma gücü partisi uzun dönemde döviz kuru ile fiyat düzeyleri arasında dengeyi sağlamaktadır. Ayrıca döviz kuru aracılığı ile dış ekonomik dengeyi sağlayıcı bir araç olarak da işlev görmektedir.

1.3.2 Faiz Oranı Paritesi Yaklaşımı

Döviz kuruları sadece piyasa arz talep dinamikleri üzerinden değil aynı zamanda ülkelerarası faiz oranı farklılıkları ve küresel çapta sermaye hareketleriyle de belirlenebilmektedir. Uluslararası finans literatüründe sermaye hareketlerinin serbest olduğu yatırımcıların risksiz getiri arayışıyla uluslararası para piyasaları arasındaki faiz oranı farklarının döviz kuru beklentilerine bağlı olarak faiz oranı paritesi teorisi ile dengelenmektedir. Mishkin' e göre, "faiz oranı paritesi koşulu, döviz kuru değişimleri dikkate alındığında, farklı para birimlerindeki mevduatların beklenen getirilerinin eşit olması gerektiğini ve böylece arbitraj³ fırsatlarının ortadan kalktığını ifade eder." (Mishkin, F. S., 2015, s.381). Nitekim, bu teoriye göre yatırımcılar için, aynı risk seviyesindeki bir finansal aracın ülkelerarasındaki faiz oranı farkı, arbitraj olanağı doğurmaktadır. Döviz piyasasında döviz arz talep

³ Arbitraj, finansal piyasalarda, aynı varlık veya benzer özelliklere sahip ürünler arasında fiyat farklılıklarından yararlanarak risksiz kâr elde etme stratejisidir. (Özatay F., 2006, s.115)

dengecinin bozulmasına yol açan arbitraj işlemi döviz kurunu değiştirmektedir. Döviz kuru yeniden dengeye ulaştığı noktada arbitraj imkanı ortadan kalkmaktadır.

İki farklı ülkenin faiz oranları farklarından yararlanmak isteyen yatırımcıların döviz kuru riskine karşı vadeli işlem sözleşmesiyle kendilerini koruyarak (hedge) kazanç sağlamalarını amaçlaması durumuna **güvenceli faiz oranı paritesi** denilmektedir. Ünsal'a göre, kur riski ortadan kaldırıldığı zaman, iç ve dış faiz oranları ile vadeli kur arasında tam bir denge oluşur.

Dengenin matematiksel ifadesi şöyledir: $(1+i) = F/S (1+i^*)$.

Burada i ; yurt içi faiz oranı, i^* ; yurt dışı faiz oranı, F ; vadeli döviz kuru, S ise spot döviz kurudur. (Ünsal E: 2005: 467).

İki farklı ülkenin faiz oranları farklarından yaralanmak isteyen yatırımcıların döviz kurlarının gelecekteki beklenen değerinin iki ülke faiz oranları arasındaki farka eşitlemeyi amaçlayan duruma **güvencesiz faiz oranı paritesi** denilmektedir. Yatırımcıların yüksek faiz veren ülkeye yatırım yapmasının döviz kurundaki değişim riskine ilişkin döviz kurunda gelecekteki beklentiler finansal piyasalarda arbitraj imkanını ortadan kaldırmaktadır. Bu durumda yatırımcı döviz kuru riskini göze almakta olup riskten korunma (hedge) durumu söz konusu değildir. Ünsal'a göre, yatırımcı, kur riskini üstlenmekte ve yalnızca döviz kurundaki beklenen değişmeye göre karar vermektedir.

Faiz farkı ile beklenen döviz kuru değişimi arasındaki ilişki şu şekilde ifade edilir: $(i-i^*) = (E(S')-S)/ S$. Burada i ; yurt içi faiz oranı, i^* ; yurt dışı faiz oranı, $E(S')$ gelecekte beklenen spot döviz kuru, S ise bugünkü spot döviz kuru. (Ünsal E: 2005: 468).

Nominal faiz oranının beklenen enflasyon oranından arındırılmış hali ile reel faiz oranının elde edilmesini sağlayan ve Irving Fisher tarafından geliştirilen Fisher Etkisi; para politikası ve finansal piyasa önemli bir role sahiptir. Seydioğlu'na göre, "Fisher etkisine göre; nominal faiz oranı, reel faiz oranı ile beklenen enflasyonun toplamından oluşmaktadır. (Seydioğlu, H., 2013, s.355). Faiz oranı paritesine göre iki ülke arası faiz oranı farkı döviz kurunu belirlemede öncüdür. Faiz oranı paritesinde kullanılan nominal faiz oranının elde edilebilmesi için reel faiz oranına beklenen enflasyon oranı eklenmektedir. Buradan hareketle ülkeler arasındaki beklenen enflasyon oranı ile beklenen döviz kurunun bağlantılısı kurulmaktadır.

1980 sonrası dönemde sermaye hareketlerinin serbestleşmesi, devletin ekonomideki rolünün azaltılması yönündeki politikalar ekonominin merkezine alınmıştır. Bu süreçte merkez bankalarının temel görevi fiyat istikrarını sağlamak olarak yeniden tanımlanmış; para politikası araçları ise büyük oranda faiz oranları etrafında şekillenmiştir. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu ve merkez bankalarının faiz oranı politikaları sadece iç ekonomileri değil uluslararası sermaye akımlarını

yönlendiren temel araç haline gelmiştir. Türkiye’de de benimsenen neoliberal politikalar dahilinde faiz oranları ile döviz kuru ilişkisini belirginleşmiş, 2001 ekonomik krizi sonrası benimsenen enflasyon hedeflemesi rejimi ile TCMB’nin faiz politikalarının döviz kuru beklentileri üzerinde etkili olmuştur.

1.3.3 Mundell-Fleming Yaklaşımı

Uluslararası ekonomik ilişkilerin artmasıyla birlikte döviz kurunun belirlenmesinde ülkelerin para ve maliye politikalarının nasıl yönlendirileceği, dış ekonomik dengelerin nasıl kurulduğunu belirlemeleri önem arz etmektedir. Döviz kurunun; kısa vadede nasıl belirlendiği, iç ve dış dengeleri sağlaması açısından ekonomik politikalar üzerindeki etkilerini Mundell-Fleming yaklaşımı ile açıklanmaktadır. Uluslararası ekonomik faaliyetlerde bulunan dışa açık ekonomilerde kısa dönemde makroekonomik dengeyi incelemek için Mundell (1963) ve Fleming (1962) tarafından geliştirilmiştir. Krugman, Obstfeld ve Melitz’e göre, “Farklı döviz kuru rejimlerinin (sabit ve dalgalı kur) para ve maliye politikalarının etkinliği üzerindeki belirleyici rolünü ortaya koyarak, politika yapıcıların hangi araçlarla döviz kurunu etkileyebileceğini analiz etmeye olanak tanır.” (Krugman, Obstfeld & Melitz 2018, s.441). Mundell-Fleming modeli, döviz kurunun para ve maliye politikaları üzerindeki etkisini açıkça ortaya koymaktadır. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu sabit kur rejiminde, maliye politikası etkili para politikası etkisiz hale gelirken yine sermaye hareketlerinin sabit olduğu dalgalı kur rejiminde ise maliye politikası kısmen etkili para politikası etkili hale gelmektedir. Krugman ve Obstfeld, “Mundell-Fleming modelinin mal ve hizmet piyasası dengesini (IS eğrisi), para arz ve talebi dengesini (LM eğrisi) ve ödemeler dengesini (BP eğrisi) aynı anda sağlandığı noktada ekonomi genel dengesi sağlanmış olur” olarak belirtmiştir (Krugman ve Obstfeld, 2009, s.436).

Mal ve hizmet piyasası dengesi (IS Eğrisi), mal ve hizmet piyasasında toplam talebin toplam arza eşit olduğu denge koşulunu göstermektedir. Faiz oranlarının artması yatırımları azaltmakta toplam talebi düşürmektedir. Bu da açık ekonomilerde IS eğrisini negatif yönlü hale getirmektedir. “Bu piyasada denge, $Y = C(Y-T) + I(r) + G + NX(e)$ formülü ile sağlanmaktadır. Burada Y gelir düzeyini, C tüketimi, T vergileri, I yatırımı, r faiz oranını, G kamu harcamalarını ve $NX(e)$ döviz kuruna bağlı net ihracatı, e reel döviz kurunu temsil etmektedir.” (Krugman ve Obstfeld, 2009, s.436). Kamu harcamalarının artması, vergi oranlarının azalması, dış talebin artması ve reel döviz kurunun değer kaybetmesi IS eğrisini sağa kaydırmaktadır.

Para piyasası dengesi (LM Eğrisi), para piyasasında para arzının para talebine eşit olduğu koşulunu göstermektedir. Para talebinin milli gelire bağlantısı olduğundan LM eğrisi pozitif eğimlidir. Mundell’e göre, “ $M/P = L(Y, r)$ şeklinde formülize edilmektedir. Burada M nominal para arzını, P fiyat düzeyini (M/P reel para arzı) ve L ise faiz oranı ve gelire bağlı para talebini yani Y milli gelir, r faiz oranını göstermektedir” (Mundell, 1971, s.55). Para arzındaki artışlar ve finansal teknolojilerdeki

gelişmeler LM eğrisini sağa kaydırırken, fiyatlardaki ve para talebindeki artışlar LM eğrisini sola kaydırmaktadır.

Ödemeler dengesi (BP Eğrisi), ödemeler dengesinin denge durumunu yani, cari işlemler⁴ dengesi ile sermaye hesabının toplamının sıfır olduğu eğridir. Ünsal'a ödemeler dengesi denklemini; $CA(Y,E) + KA(i-i^*) = 0$ şeklinde formülize etmiştir. Burada, CA: Cari denge (genellikle gelir düzeyi ve reel döviz kuruna bağlıdır), KA: Sermaye hesabı (yerli ve yabancı faiz farkına bağlıdır), i: yerli faiz oranı, i*: dünya faiz oranı E: döviz kurunu ifade eder. (Ünsal, 2005, s.253). Ülkede sermaye tam hareketliyse BP eğrisi yatay sermaye hareketleri kısıtlıysa BP eğrisi pozitif eğimlidir.

Küresel ölçekte sermaye hareketliliğinin serbest olduğu bir ülkede, sabit kur rejimi hedefleniyorsa merkez bankasının bağımsız bir faiz politikası sürdürmesi mümkün değildir. Bu politika imkânsız üçlü teorisini Krugman, Obstfeld & Melitz, “Bir ülke aynı anda sabit döviz kuru, serbest sermaye hareketliliği ve bağımsız para politikası hedeflerini sürdürmez. Bu politika üçlemi, bu üç hedeften yalnızca ikisinin aynı anda gerçekleştirilebileceğini ifade eder” şeklinde açıklamaktadır (Krugman, P. R., Obstfeld, M., & Melitz, M. J. 2018, s.454). Türkiye’de 1990’larda sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle dış finansman artışı sağlanmış, genişletici maliye politikaları uygulanmış fakat bu politikalar döviz kurları üzerinde dalgalanmalara yol açmıştır. 2001 küresel ekonomik krizin ardından Türkiye dalgalı kur rejimini benimsemiş TCMB enflasyon hedeflemesi için faiz oranlarını kullanarak para politikası uygulamıştır. Sabit döviz kuru, bağımsız para politikası ve sermaye hareketlerinde serbestlik aynı anda yürütülemeyeceğinden dolayı döviz kuru dalgalanmasına izin verilmiştir. Bu gelişmeler Mundell-Fleming imkânsız üçlü teorisini uygulamada açıklamaktadır.

1.3.4 Parasalcı Yaklaşım

İktisadi anlamda döviz kuru düzeyini ve hareketlerini belirlemeye yönelik yaklaşımlardan biri olan parasalcı yaklaşım, para piyasası dengesi ile mümkün olduğunu, döviz talebi ve arzını etkileyen faktörlerin analizi ile gerçekleştiğini ön görmektedir. Dornbusch ve Fischer, “Parasalcı yaklaşımda döviz kuru, ülkeler arasındaki para arzı ve para talebi dengesizliklerinin bir sonucu olarak belirlenir. Uzun dönemde, döviz kurunun seviyesi parasal büyüklükler tarafından yönlendirilir.” şeklinde parasalcı yaklaşımı özetlemektedir. (Dornbusch & Fischer, 1981, s. 611). Parasalcı yaklaşımda döviz kurunun iki ülke arasındaki fiyat seviyelerinin oranına eşitlendiği satın alma gücü paritesi ve fiyat seviyesinin de para arzının para talebi oranına eşitlendiği paranın miktar teorisine bağlı olduğu ileri sürülmektedir. Dornbusch, Fischer ve Startz, “Parasalcı yaklaşıma göre nominal döviz kuru, iç ve dış para arzı ile iç ve dış likidite talebi farklarının oranı olarak belirlenir. $E = (M - M^*) / (L - L^*)$ şeklinde formülize edilmektedir.

⁴ “Cari işlemler hesabı, bir ekonominin mal ve hizmet dış ticareti, faktör gelirleri ve transfer ödemeleri gibi kalemlerden oluşan uluslararası işlemlerini içerir.” (Krugman, Obstfeld ve Melitz 2018, s. 50)

Burada E nominal döviz kuru, M yerli para arzı M* yabancı para arzı, L yerli para talebi L* yabancı para talebini göstermektedir.” (Dornbusch, Fischer & Startz, 2013, s.221).

TCMB 2001 krizi esnasında genişleyen likiditeyi sıkılaştırmak amaçlı para arzını kısip kısa vadede TL’ye olan talebi artırmıştır. “2018 yaşanan döviz krizinde TCMB finansal piyasalardaki hareketlenmeyi durdurmak için politika faizini düşürerek likiditeyi artırmış fakat TL de oluşabilecek yeni değer kaybı riskine karşı parasal tabanı sıkılaştırmış ve zorunlu karşılı oranlarını yükseltmiştir.” (Duman, 2020, s. 142–145). Alınan önlemler kısa vadede döviz kuru dalgalanmalarını önemli ölçüde azaltamamıştır. “Uzun vadede ise güçlü rezerv stokuyla risk priminin gerilemesine katkıda bulunmuş, finansal istikrar sağlanmıştır.” (Mishkin, 2015, s. 328–329).

1.4 Uluslararası Para Sisteminin Evrimi

Uluslararası anlamda döviz kuru sistemi tercihlerini ve rezerv yönetimini daha iyi anlaşılması için uluslararası ticaret ve finansal istikrarın sağlanması temelinde para politikası ve döviz kuru evrimleri üzerine kurulmuştur.

1.4.1 Çift Maden Metal Sistemi

19. Yüzyılın başlarında ABD, Fransa, Çin dahil birçok ülkede uygulanmakta olan çift maden metal sisteminde ülke para biriminin fiyatı altın ve gümüş üzerinden tanımlamak ve paranın altın veya gümüş ile serbest değişimi sağlanmasıyla paritenin korunması amaçlanmaktadır. Çift maden metal sistemi yüksek fiyat istikrarı sağlaması açısından uluslararası ticareti teşvik etmekteyken altın ve gümüş piyasa fiyatları arasındaki oranın sürekli değişmesi istikrarsızlığa yol açmaktadır. Çift maden metal sisteminde değerli metalin biriktirileceği, değersiz metalin dolaşımında kalacağı varsayımına dayanan Gresham Yasası; ‘kötü para iyi parayı kovar’ ifadesiyle sistem uzun vadede işleyişini zayıflatmıştır. Fakat dünyada altın üretim sürecinin hızlanmasıyla çift maden metal standardının sonuna gelinmiştir. Uluslararası ticaretin artmasıyla ve istikrarlı bir döviz kuru rejimi arayışı üzerine gümüşün uluslararası piyasalarda değer kaybetmesi ve altın standardının değer kazanmasıyla altın bazlı tek metal temelli sisteme zemin hazırlanmıştır.

1.4.2 Altın Standart Sistemi

Uluslararası düzeyde ülkelerin para birimlerinin belirli bir ağırlıkta ve ayarda altın sikkelere tanımlandığı kağıt paranın serbestçe altına çevrildiği, fiyatlar genel düzeyinin uzun dönemde sabitlendiği bir sistemdir. 1870-1914 döneminde altın çağını yaşayan altın standart sistemi iç ve dış ödemelerde altının giriş çıkışının engellerin olmadığı merkez bankalarının yerel parayı altın rezervleriyle desteklediği bir sistemdir. I. Dünya Savaşı’nda ülkelerin savaşı finanse edebilmeleri için altın standart sistemini geri planda bırakıp karşılıksız para basmalarıyla sistemin sonuna gelinmiştir.

1929 büyük buhran dönemlerinde ülkelerin ekonomik çöküşlerini önlemek için altın standart sistemi yavaş yavaş terk edilmiştir.

1.4.3 Bretton Woods Sistemi

II. Dünya Savaşı sonrası dönemde uluslararası para sisteminin yeniden düzenlemek amacıyla 1944 yılında ABD'nin Bretton Woods kasabasında düzenlenen Birleşmiş Milletler Para ve Finans Konferansı toplanmıştır. Konferansta ülkelerin yerel para birimlerini dolara sabitlemeyi dolarında sabit bir oranla altına çevrilmesini düşüncesi temel almaktaydı. Bretton Woods sistemi kapsamında, altının onsu 35 ABD doları olarak sabitlenmiş ve bu kur üzerinden Amerikan dolarına dönüştürülebileceği ilan edilmiştir. Diğer ülke para birimleri döviz kurunun %1'lik dar bir bant içerisinde dalgalanacağı dolara sabitlenmiştir. 1960'lı yıllara gelindiğinde ABD'nin ekonomik sorunları ve savaşların etkisiyle ABD bütçe açığı vermeye başlamıştır. Bu durum dolara olan güvenin zedelenmesi üzerine ülkeler dolarlarını altına çevirmeye başlamışlardır. 1971'de doların altına çevrilebilirliği askıya alınmasıyla Bretton Woods sisteminin sonuna gelinmiştir.

1.4.4 Optimal Kur Alanları

1961 yılında Mundell tarafından ortaya atılan optimal kur alanları teorisi, ortak para birimi kullanmanın uluslararası ilişkilerde verimli olacağını savunmaktadır. Ortak para politikasının başarılı olması için ülkelerin ekonomik yapılarının benzer nitelikte olması gerekmektedir. Ayrıca ortak para politikasını kabul eden ülkeler arasında işgücü hareketliliği yüksek olması gerekmektedir. Optimal kur alanları; sabit kur sisteminde dış şoklara karşı para politikasında iç dengeyi yeniden kurabilmek adına fiyat ve ücret esnekliği, üretim çeşitliliği açısından mali entegrasyon yokluğunun ve bütçe veya transfer sistemlerinin yetersizliği giderebilmek adına mali entegrasyon ve transferlerin geliştirilmesi, üretim çeşitliliğinin benzerliğinin ticarete işgücü hareketliliğinin gelişmesi adına dışa açıklık ilkelerinin benimsemesiyle benzer ekonomik yapıların işlem maliyetlerini ve döviz kuru belirsizliklerini azaltacağından dolayı bu sisteminin sürdürülebilirliğini önemli ölçüde etkilemektedir.

Türkiye'de yaşanan yüksek enflasyon, sürekli değişen döviz kuru rejimleri ve ekonomik istikrarsızlıklardan dolayı ortak veya sabit kur uygulamalarında para politikası etkinliğini azaltmaktadır. Türkiye'de bölgesel işgücü hareketliliğinin sınırlı olması uyum problemleri oluşturmaktadır. Bu önemli nedenlerden dolayı Türkiye sabit kur rejimi altında ortak para birimine geçmekte başarılı olamayacaktır.

1.4.5 Neoliberal Para Politikaları ve Yönetimli Dalgalanma

Neoliberal para politikaları, 1970'li yıllardaki ekonomik krizlerin ardından devletin ekonomideki rolü sınırlandırılmasını, serbest piyasa mekanizmasının ön plana çıkarılmasını, merkez bankası para politikasının devlet baskısından uzaklaştırmayı, düşük ve istikrarlı enflasyon hedeflemeyi

temel amaç olarak görmektedir. Sabit kurdan kaçışlar başlamış dalgalı kura yönelimin daha güvenli olacağı ön görülmüştür.

Türkiye’de 24 Ocak 1980 kararlarıyla başlatılan yapısal uyum süreci, sermaye hesaplarının serbestleştirilmesi, mali disiplinin sağlanması, para politikasında enflasyonla mücadeleyi önceliklendiren ve devletçi ekonomik modelden uzaklaşıp döviz kuru kontrolleri kaldırılmıştır. Neoliberal dönem öncesi TCMB’nin yasal bağımsızlığının siyasi baskı altında olması para politikasının güvenini sarsmış, 1994 yılında çıkarılan kanun ile TCMB’nin para politikasını hükümetten bağımsız olarak yürütme kapsamında araç bağımsızlığı⁵ sağlanmıştır. Bu bağlamda 2001 krizinin ardından 1211 sayılı Merkez Bankası Kanunu’nda yapılan değişiklikler ile TCMB'nin temel amacı fiyat istikrarı olarak hukuki çerçeveye dâhil edilmiştir, hükümetten bağımsız para politikası araçlarını kullanma yetkisi ise bankaya bırakılmıştır. Bu düzenlemeler doğrultusunda TCMB 2003 para politikası raporuna göre, “2001 Krizi sonrası sıkı para politikaları ve yönetimli dalgalı kur rejiminde bant aralığı genişletilerek döviz kurlarında esneklik sağlanmıştır.” (TCMB, 2003, s. 27). Bu geçişle birlikte, döviz kurları temel olarak piyasa dinamiklerine bırakılmış TCMB, makroekonomik istikrarı tehdit eden durumlarda döviz piyasası üzerinde yönlendirici bir tutum sergilemektedir.

Türkiye’nin 2001 sonrası kur politikası, döviz kurlarının serbest piyasa mekanizmaları aracılığıyla belirlenmesini esas alırken, aynı zamanda makroekonomik istikrarı ve para politikasının etkinliğini sürdürebilmek için merkez bankasına belirli ölçülerde yönlendirici bir rol tanıyarak neoliberal ilkeler ile esnek ekonomi politikası arasında bir bütünlük sağlamaktadır.

⁵ “Araç bağımsızlığı; merkez bankasının hedefine ulaşabilmek için hangi araçları kullanacağını serbestçe belirleyebilmesidir.” (TCMB, 2006a, s.11)

İKİNCİ BÖLÜM

2. TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

2.1 Genel Olarak Merkez Bankacılığı ve Döviz Kuru İlişkisi

Uluslararası düzeyde merkez bankaları, para politikası araçlarını yöneten, küresel finansal istikrarı koruyan ve son kredi mercii özelliği ile kriz anlarını yönetme yetkisi bulunan kamu yararına hizmet veren kuruluşlardır. Merkez bankaları, bireylere doğrudan kredi kullanırmazlar. Merkez bankaları, devletin ve bankaların bankasıdır. Nobel ödüllü iktisatçı Samuelson'a göre "Merkez Bankacılığı tarihte meydana gelen üç önemli buluştan birisi olarak göstermektedir. Bu buluşlar ateş, tekerlek ve merkez bankasıdır." (Tokgöz, E., 1995, s.2). Bu benzetme ile merkez bankasının ekonomik krizlerin yönetilmesinde önemli rol oynadığını vurgulamaktadır.

Dünyanın en eski merkez bankası olarak bilinen Sveriges Riksbank, 1668 yılında İsveç' te kurulmuştur. Tarihsel süreç içerisinde, merkez bankacılığı anlayışı finansal sisteme banknot basmak, devletin borcunu yönetme temeline dayanmaktadır. Fakat zamanla para politikası yönetimi ve finansal istikrarı sağlama gibi roller üstlenmiştir. 20. yüzyıla gelindiğinde, özellikle 1930'lar ve 1970'lerde yaşanan ekonomik krizlerin etkisiyle merkez bankalarının bağımsızlığı önem arz etmeye başlamıştır.

Merkez bankaları, küreselleşen finansal piyasalarda, döviz kurunun belirlenmesinde, döviz kuru istikrarını sağlamak ve döviz rezervlerini yönlendirmede önemli rol oynamaktadırlar. Merkez bankaları, kur rejiminin belirlenmesi ve uygulaması açısından sabit, esnek ya da yönetimli kur sistemlerinden uygun olanı ile para biriminin dış değerini belirler. Özellikle döviz kuru dalgalanmalarının finansal istikrarsızlığa neden olduğu durumlarda, merkez bankaları döviz alım- satım işlemleri ile kura müdahale etmektedir. Krugman ve Obstfeld, "Merkez bankaları, para politikası hedeflerini desteklemek ya da rekabet gücünü etkilemek amacıyla döviz piyasasına müdahalede bulunabilirler." şeklinde açıklamaktadır (Krugman & Obstfeld 2009, s.599). Merkez bankaları, ulusal paranın dış değerini döviz rezervlerini yönlendirerek de korumaktadır. Ayrıca faiz oranlarındaki değişiklikler ve sermaye hareketleri sebebiyle döviz kurlarını etkilemektedir. Bu durumlardan dolayı merkez bankaları döviz kurunu yönetme açısından önem arz etmektedir.

2.2 TCMB Tarihi, Amacı, Görevi, Yetki ve Organizasyon Yapısı

2.2.1 TCMB Tarihçesi

19. yüzyılda Osmanlı İmparatorluğu'nun girdiği savaşların etkisiyle artık dış borçlanmaya gidilmiştir. Mali kaynak ihtiyacının giderilmesi için devlet bankasına ihtiyaç duyulmaktaydı. Osmanlı İmparatorluğu'nda ilk defa dış ödemeleri düzenlemek amacıyla 1856 yılında İngiliz sermayeli ve Londra merkezli "Ottoman Bank" yani Osmanlı Bankası kurulmuştur. Osmanlı Bankası'nın yetkileri; küçük

miktarlarda kredi vermek, hükümete avans vermek ve bazı hazine bonolarını iskonto etmekle sınırlıydı. 1863 yılında Osmanlı Devleti'nin ilk resmi bankası olarak Bank-ı Osmanî-i Şahane kurulmuştur. Devlet bankası niteliği kazansa da İngiliz-Fransız ortaklığı altında kurulduğu için yerli sermayeye dayalı bir merkez bankası kurulma ihtiyacı vardır. "I. Dünya Savaşı'nın ortasında 1917 yılında milli sermayeli ve kamu destekli Osmanlı İtibar-ı Milli Bankası kurulmuştur." (Şengül, 2021, s.92). Ancak Osmanlı İtibar-ı Milli Bankası, I. Dünya Savaşı'nda yenilgiyle ayrılan Osmanlı Devleti'nin ulusal banka olma hedefine ulaşamamıştır.

Cumhuriyet dönemine gelindiğinde; Kurtuluş Savaşı ile kazanılan siyasi bağımsızlığı, tam bağımsızlıkla taçlandırmak amacıyla iktisadi bağımsızlığı kazanmak için bir merkez bankası kurulması üzerine çalışmalar hızlandırılmıştır. 1923 yılında Türkiye'nin ekonomik bağımsızlık hedeflerini belirleyen İzmir İktisat Kongresi kurulmuştur. İlerleyen yıllarda ülkeye getirilen yabancı akademisyenler ile müzakereler sonucunda; Lozan Üniversitesinden Prof. Leon Morf'un katkılarıyla Merkez Bankası yasa tasarısı hazırlanmıştır. Tasarı; Türkiye Büyük Millet Meclisince 11 Haziran 1930 tarihinde kabul edilerek, 1715 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu adı ile 30 Haziran 1930 tarihinde Resmi Gazetede yayımlanmıştır. Merkez Bankası 3 Ekim 1931 tarihinde faaliyetlerine başlamıştır.

2.2.2 TCMB Amaç ve Hedefleri

TCMB'nin temel amacı, 1211 sayılı Kanun'un 4. Maddesi ile temel amacını açıkça belirtmekte olup, "Banka'nın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır" ifadesiyle Merkez Bankası'nın öncelikli görev alanını tanımlamaktadır. Fiyat istikrarı, yalnızca mal ve hizmet fiyatlarının kontrol altında alınması ile sınırlı kaymayıp aynı zamanda ekonomik büyüme, istihdam ve finansal istikrar hedeflerinin sürdürülebilirliğine önem vermektedir. Fiyat istikrarının sağlanmasında en temel ölçüt enflasyon oranlarıdır. Akgüç'e göre, "ekonomide genel fiyat düzeyinin istikrarsız olması, yatırım ve tasarruf kararlarını olumsuz etkiler." (Akgüç 2014, s.95). Enflasyonun belirsizliği hem tüketim hem de yatırım kararlarında zaman tercihini olumsuz etkilemektedir. Hane halkı, tasarruf yapmaktan kaçınabilir veya reel olmayan yatırım tercihlerine yönelebilir. Bu durum, sermaye birikimini ve dolayısıyla ekonomik büyümeyi olumsuz etkiler. Bu nedenle, merkez bankalarının temel hedeflerinden biri, öngörülebilir ve düşük enflasyon oranlarını sağlayarak fiyat istikrarını temin etmektir. Bakır'a göre, özellikle 2008 küresel finansal krizinden sonra, merkez bankalarının finansal istikrarın sağlanmasında daha aktif roller üstlenmesi gerektiği yönündeki görüşler akademik literatürde daha güçlü bir şekilde yer almaya başlamıştır (Bakır, 2007a, s. 121). TCMB'nin görev alanı yalnızca fiyat düzeyinin kontrolü ile sınırlı değildir. Merkez Bankası aynı zamanda mali piyasaların etkin işleyişini sağlamak ve finansal istikrarı desteklemek amacıyla TCMB, ödeme sistemlerinin güvenli ve etkin çalışmasını sağlamak, likidite yönetimi yapmak ve döviz kuru politikalarını hükümetle iş birliği içinde yürütme görevleri de

üstlenmektedir. Eğilmez, “TCMB, döviz kuru politikalarını belirlerken hem fiyat istikrarını koruma hedefiyle hem de finansal piyasaların istikrarını gözeterek hareket eder. Özellikle açık piyasa ekonomilerinde, dalgalı döviz kuru rejimi benimsenmesi, piyasa mekanizmasının daha etkin işlemlerini sağlamakla beraber, TCMB’ye para politikası bağımsızlığı kazandırır” (Eğilmez, 2020, s.40).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın temel hedefleri, ekonomik istikrarı sağlamak ve sürdürülebilir büyümeyi desteklemek üzerine kurgulanmıştır. Fiyat istikrarını sağlamak amacıyla politika faizi, rezerv gereksinimi, açık piyasa işlemleri gibi araçları kullanarak enflasyon hedeflemesi üzerinde açıklama ve hesap verme yükümlülüğü üstlenmektedir. Eğilmez’e göre, “Enflasyon hedeflemesi politikası, 2002 yılında başlayan süreçle TCMB’nin fiyat istikrarını sağlama çabalarının somut ifadesi olmuş ve bu hedef, kamuoyu nezdinde merkez bankasının şeffaflığı ve hesap verebilirliğini artırmıştır” (Eğilmez, 2020, 55). Merkez bankası hesap verilebilirliği için örnek teşkil etmektedir. Ayrıca, TCMB’nin hedefleri arasında finansal piyasalarda likiditenin etkin yönetimi ve ödeme sistemlerinin güvenliğinin sağlanması da önemli yer tutar. TCMB hedefleri amaçlarıyla doğru orantılıdır.

2.2.3 TCMB Görev ve Yetkileri

“TCMB 1211 sayılı Kanun'un 4. maddesine göre, TCMB'nin temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. TCMB'nin temel görevleri şunlardır:

- a) Açık piyasa işlemleri yapmak,
- b) Hükümetle birlikte Türk lirasının iç ve dış değerini korumak için gerekli tedbirleri almak ve yabancı paralar ile altın karşısındaki muadeletini tespit etmeye yönelik kur rejimini belirlemek, Türk lirasının yabancı paralar karşısındaki değerinin belirlenmesi için döviz ve efektiflerin vadesiz ve vadeli alım ve satımı ile dövizlerin Türk lirası ile değişimi ve diğer türev işlemlerini yapmak,
- c) Bankaların ve Bankaca uygun görülecek diğer mali kuruluşların bilanço içi veya bilanço dışı uygun görülen kalemlerini esas alarak zorunlu karşılıklar ve umumi dispoñibilite ile ilgili usul ve esasları belirlemek,
- d) Reeskont ve avans işlemleri yapmak,
- e) Ülke altın ve döviz rezervlerini yönetmek,
- f) Türk lirasının hacim ve tedavülünü düzenlemek, ödeme ve menkul kıymet transferi ve mutabakat sistemleri kurmak,
- g) Finansal sistemde istikrarı sağlayıcı ve para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri almak,
- h) Mali piyasaları izlemek,

i) Bankalardaki mevduatın vade ve türleri ile özel finans kurumlarındaki katılma hesaplarının vadelerini belirlemektir.”

“TCMB 1211 sayılı Kanun'un 4. maddesine göre, TCMB'nin temel görevleri şunlardır:

Türkiye’de banknot ihracı imtiyazı tek elden Bankaya aittir.

a) Banka, Hükümetle birlikte enflasyon hedefini tespit eder, buna uyumlu olarak para politikasını belirler. Banka, para politikasının uygulanmasında tek yetkili ve sorumludur.

b) Banka, fiyat istikrarını sağlamak amacıyla para politikası araçlarını kullanmaya ve uygun bulacağı diğer araçları doğrudan belirleyip uygulamaya yetkilidir.

c) Banka, olağanüstü hallerde ve Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonunun kaynaklarının yetersiz kalması durumunda, belirleyeceği usul ve esaslara göre bu Fona avans vermeye yetkilidir.

d) Banka, nihai kredi mercii olarak bankalara kredi verme işlerini yürütür.

e) Banka, bankaların ödünç para verme işlemlerinde ve mevduat kabulünde uygulayacakları faiz oranlarını, belirleyeceği usul ve esaslara göre bankalardan istemeye yetkilidir.

f) Banka, mali piyasaları izlemek amacıyla bankalar ve diğer mali kurumlardan gerekli bilgileri istemeye ve istatistiki bilgi toplamaya yetkilidir.”

2.2.4 TCMB Organizasyon Yapısı

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın organizasyon yapısı, 1211 sayılı Kanun çerçevesinde belirlenmiş geniş tabanlı bir yapıdır. Bankanın idare Merkezi Ankara'dadır. 19 Genel Müdürlük ve 21 şubeden oluşan bankanın, 2024 yılı sonu itibarıyla 3.892 çalışanı bulunmaktadır.

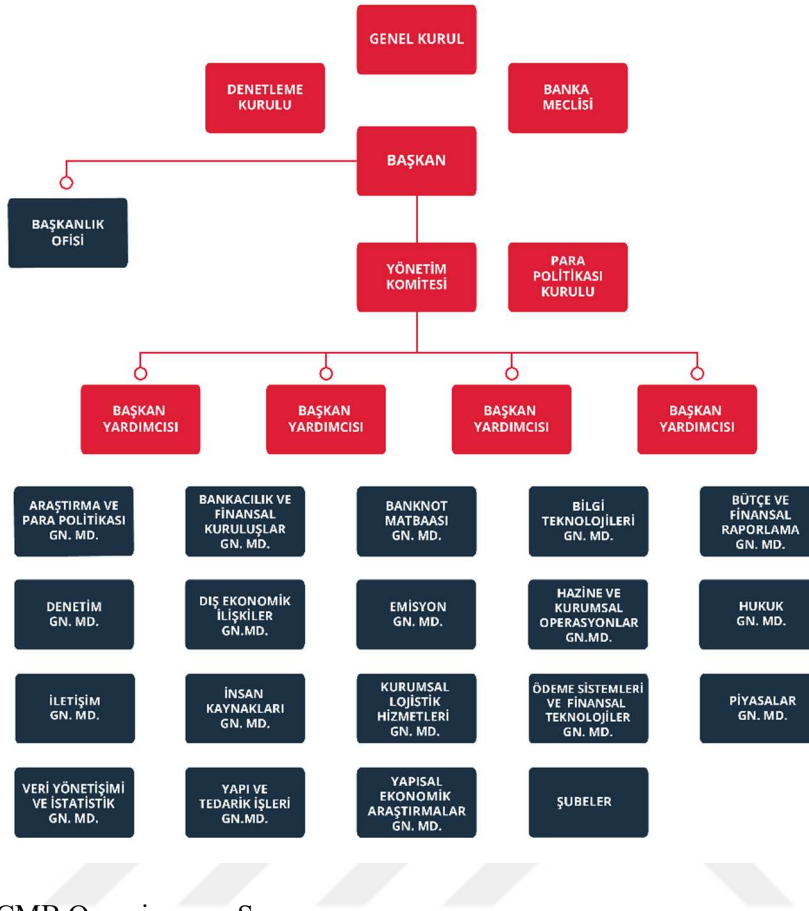
TCMB'nin en üst karar organı Genel Kurul'dur. Kurul'a Başkan (Governör) başkanlık eder. TCMB 2024 faaliyet raporuna göre, “Başkan ve Başkan Yardımcıları, Cumhurbaşkanı kararıyla dört yıllık bir dönem için atanmaktadır.” (TCMB, 2025a, s.11). “3 Şubat 2024 tarihli ve 32449 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan Cumhurbaşkanı Kararı ile Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Başkanlığına Dr. Fatih Karahan atanmıştır.” (TCMB 2024b, Sayı: 2024-06). Genel Kurul, banka hissedarlarının temsilcilerinden oluşmaktadır. Genel Kurul, yılda bir kez toplanıp; Banka Meclisi tarafından verilen yıllık rapor ile Denetleme Kurulu raporunun tetkiki, sermayenin artırılması, bankanın bilanço, kar ve zarar hesabının tetkiki ile karara bağlanması, banka Meclisi Üyelerinin ve Denetleme Kurulunun ibrası gibi önemli konular kararlar almaktadır.

Banka Meclisi, Genel Kurul'dan sonra bankanın en üst karar organıdır. Başkan ile Genel Kurulun seçimleri ile altı üyeden oluşur. Üyelerin görev süreleri üç yıl ile sınırlıdır ve tekrar seçilme hakkına sahiptirler. Para politikası stratejileri, tedavüldeki banknotlar hakkında karar alma, açık piyasa işlemlerine, döviz ve efektif işlemlerine ilişkin gerekli düzenlemelerin yapılması gibi bankanın işleyişine yönelik kararları alma yetkisine sahiptir.

TCMB'nin bir alt mercii, Para Politikası Kuruludur (PPK). PPK, TCMB Başkan'ın (Governör) başkanlığında, Başkan Yardımcıları, Banka Meclisi'nce üyeleri arasından seçilecek bir üye ve Başkan'ın önerisi üzerine Cumhurbaşkanı kararla atanacak bir üyeden oluşur. Kurul, fiyat istikrarını sağlamak amacıyla para politikası ilke ve stratejilerini belirler, Hükûmetle birlikte TL'nin değerini korumak amacıyla kur rejiminin belirlenmesi, hükûmetle birlikte enflasyon hedefini tespit edilmesi ve para politikası uygulamaları konusunda raporlar hazırlama ile yetkilidir. Banka'nın bütün işlem ve hesaplarını denetleyen kurul, Denetleme Kuruludur. Bu kurul hissedarlar tarafından seçilen toplam dört üyeden oluşmaktadır. Denetleme Kurulu'nun yönetme yetkisi yoktur. Kurul, bankanın mali tablolarını inceleyerek yılsonunda bir rapor hazırlayıp Genel Kurul'a sunum yapmaktadır. TCMB'nin bir diğer kolu Yönetim Komitesidir. Yönetim Komitesi, Başkanın başkanlığı altında dört Başkan Yardımcısından oluşur. Banka işlemlerinde koordinasyonu sağlamak, bankanın idare, teşkilat ve hizmetlerine ilişkin yönetmelikleri hazırlamak, personel atamaları gibi idari konularda karar alırlar. TCMB'nin çeşitli genel müdürlüklerden oluşmaktadır. Bu genel müdürlükler arasında Araştırma ve Para Politikası, Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar, Emisyon⁶, Piyasalar, Ödeme Sistemleri ve Finansal Teknolojiler gibi birimler bulunmaktadır. Her bir genel müdürlük, bankanın kendi uzmanlık alanındaki faaliyetlerini yürütür. Kendi alanlarında ilgili konularda politika geliştirme, uygulama görevlerini üstlenir. Banka'nın merkez bankacılığı hizmetlerini yerel düzeyde yürütülmesini sağlayan şubeleri bulunmaktadır. Merkez Bankası'nın Türkiye genelinde 21 şubesi bulunmaktadır. Bu şubeler, Banka Meclisi kararıyla gerekli görülen yerlerde açılmakta olup, işlemlerin hacim ve önemine göre şube müdürünün yönetiminde bir veya birden fazla müdür yardımcısı ile servislerden oluşmaktadır.

⁶ Emisyon, Merkez Bankası Kanunu uyarınca tedavüle çıkarılan banknot miktarını ifade eden bir kavramdır. (TCMB'nin *Vaziyeti ve Anlamı* TCMB, 1997, s. 2)

TCMB'nin Organizasyon Yapısı aşağıdaki Şekil:1 ile gösterilmektedir.



Şekil 1: TCMB Organizasyon Şeması.

Kaynak: (TCMB,2025a, s:13)

2.3 Neoliberal Dönem TCMB ve TCMB Bağımsızlığı

Neoliberal politikalar, 1970'li yılların sonunda yükselen enflasyon, bütçe açıkları ve kamu müdahalelerinin piyasa verimliliğini düşürdüğü eleştirileriyle birlikte, devletin ekonomideki etkin rolünü sınırlandırmayı hedeflemiştir. 1980 sonrası dönemde benimsenen neoliberal politikalar, makroekonomi politikalarının, devletin ekonomik faaliyetler üzerindeki belirleyici rolünü sınırlandırılmasını, özelleştirmelerin teşvik edilmesini, yatırımların ve dış ticaretin serbestleşmesini içermektedir. Öniş ve Şenses'e göre, "ulusal kalkınmayı hedef alan politikalar arka planda bırakılırken, dış ticaretin ve sermaye hareketlerinin önündeki engellerin kaldırılması, özelleştirmelerin teşvik edilmesi ve kamu düzenlemelerinin azaltılması temel ilkelerine dayanmaktadır." (Öniş & Şenses, 2009a, s. 347-348). Harvey'in de ifade ettiği gibi, "Neoliberal ideolojiye göre, para politikalarının siyasi dalgalanmalardan ve kısa vadeli popülist baskılardan arındırılması gerekçesiyle; ekonomik karar alma süreçlerini özerk kurumlara devretme yönelimindedir." (Harvey, 2007, s. 69). Bu doğrultuda, Merkez Bankası bağımsızlığı, enflasyonla mücadelede, siyasal istikrarsızlıkları ve fiyat istikrarını gerçekleştirmede önem arz etmektedir. Merkez bankalarının yönetiminin siyasal müdahalelerden arındırılması, hükümetlerin para politikası üzerindeki doğrudan yönlendirici etkisini yitirir.

Küresel ölçekte etkisini sürdüren neoliberal ekonomik politikalar Türkiye'de de etkisini göstermiştir. Türkiye'de 24 Ocak 1980 Kararları ile başlayan neoliberal reform süreci, devletin ekonomiye müdahalesinin azaltılması, serbest piyasa ekonomisinin güçlendirilmesi ve dış ticareti artırmayı amaçlamaktadır. Bunların yanı sıra döviz kuru politikalarında serbestleşme sağlanarak, ithalat ve ihracat üzerindeki kısıtlamalar azaltılmıştır. Neoliberal dönüşümün temel ilkelerinden biri olan merkez bankası bağımsızlığını, Bakır'ın da belirttiği üzere "2001 krizinin ardından yürürlüğe giren reformlarla kurumsallaşmaya başlamıştır. 2001 yılında çıkarılan 4651 sayılı Kanun ile TCMB'ye araç bağımsızlığı tanınmış; banka, fiyat istikrarını sağlamak amacıyla faiz oranları ve diğer para politikası araçlarını hükümetten bağımsız olarak belirleme yetkisi kazanmıştır" (Bakır, 2007b, s. 58). Özellikle 2002 yılında geçilen enflasyon hedeflemesi rejimi, bağımsızlığın pratikteki uygulamasına işaret eden önemli bir aşamadır. Bu rejim sayesinde TCMB 2002 Para politikası Verilerine göre, kamuoyu ile şeffaf bir iletişim kurarak yıl bazında enflasyon hedefleri açıklamış, bu hedeflere ulaşmak amacıyla faiz oranları gibi temel politika araçlarını kullanmıştır (TCMB, 2002a). 2004 yılında tüketici enflasyonu %9,3 hedeflenmiş, %9,3 gerçekleşmiştir. 2005'te %8 hedeflenmiş, %7,7 gerçekleşmiştir. Bu dönemde TCMB'nin kurumsal yapısı güçlenmiş, piyasa güveni artmıştır. Ancak uygulamadaki başarı, yalnızca yasal bağımsızlığa değil aynı zamanda siyasi iktidar ile kurumsal mekanizmalar arasındaki dengeye de bağlıdır. Yılmaz ve Meçik'e göre, 2010 sonrası dönemde, özellikle 2018'den itibaren faiz kararlarına yönelik siyasi müdahalelerin artması, bu bağımsız yapının fiiliyatta aşındığı yönünde eleştirilere yol açmıştır (Yılmaz & Meçik, 2023). Dolayısıyla, TCMB'nin bağımsızlığı hukuki çerçevede tanımlanmış olsa da uygulamadaki sürdürülebilirliği büyük ölçüde siyasi uygulamalarla doğrudan ilişkilidir.

2.4 TCMB Para Politikaları ve Döviz Kuruna Etkileri

TCMB'nin, fiyat istikrarını sağlamak, para arzını ve talebini düzenleyerek enflasyonu kontrol altına almak ve finansal istikrarı sağlamak amacıyla para politikası araçlarını kullanmaktadır. TCMB **politika faizi** olarak kullandığı temel para politikası aracı; TCMB'nin bir hafta vadeli repo ihalesi faiz oranıdır⁷. Bu faiz oranı, para politikasının yönünü belirleyen ve piyasa faiz oranlarının yönlendirilmesinde en önemli araçlardan biridir. Para Politikası Kurulu, bu oranı belirleyerek para politikasının duruşunu tayin eder. Bu faiz oranı, ana belirleyici olup, enflasyon hedeflemesi çerçevesinde kullanılır. TCMB, para arzını kontrol etmek ve piyasa faiz oranlarını yönlendirmek için **açık piyasa işlemleri** gerçekleştirir. Açık piyasa işlemleri, menkul kıymet alım-satımı veya repo işlemleri gerçekleştirilmesidir. Türkiye'de APİ, özellikle bir hafta vadeli repo ihaleleri, gün içi likidite olanakları, doğrudan alım-satımlar ve ters repo⁸ işlemleri gibi uygulamalarla gerçekleştirilir. Bu işlemler, piyasaya

⁷ Bir hafta vadeli repo ihalesi faiz oranı, "TCMB'nin temel politika aracı, miktar ihalesi yöntemiyle gerçekleştirilen bir hafta vadeli repo ihalesinin faiz oranıdır." (TCMB, 2025b, s. 40)

⁸ Ters repo işlemi, TCMB'nin elindeki menkul kıymetleri (genellikle devlet tahvilleri) belirli bir vadeyle ve geri alma taahhüdüyle satmasıdır. (TCMB 2024a. *Açık Piyasa İşlemleri*, s.5)

geçici veya kalıcı olarak likiditeyi dengeleme aracı olarak kullanılır. Bakır'ın örneğine göre, bir hafta vadeli repo ihaleleri yoluyla bankalara TL sağlanırken, gerektiğinde ters repo işlemleri ile piyasadan TL çekilir (Bakır, 2007, s. 113). Merkez bankasının para arzını ve kredi hacmini dolaylı olarak kontrol etmesine olanak sağlan **zorunlu karşılık oranlarıdır**, bankaların TCMB nezdinde tutmak zorunda oldukları rezervleri belirler. Taşkın'a göre, "zorunlu karşılıklar, bankaların mevduat, katılım fonları ve diğer yükümlülükleri karşılığında Merkez Bankası nezdinde tutmak zorunda oldukları nakit ve likit varlıklardır. Zorunlu karşılık oranlarının yükseltilmesi para arzını daraltırken, düşürülmesi genişletir." (Taşkın, 2017, s. 198). TCMB, zorunlu karşılık oranlarını belirleyerek finansal sistemdeki likiditeyi yönetmekte, kredi büyümesini kontrol etmekte ve makroekonomik istikrarı hedeflemektedir. Kibritçioğlu'nun da söylediği üzere, "TCMB, farklı türdeki mevduatlar için farklı zorunlu karşılık oranları belirleyebilir. Örneğin, kısa vadeli mevduatlar için daha yüksek, uzun vadeli mevduatlar için daha düşük oranlar belirleyerek tasarrufların vadeye yayılmasını teşvik etmektedir" (Kibritçioğlu, 2004, s.115-118).

TCMB, döviz kuru gelişmelerini yakından takip ederek, ekonomik istikrarın sağlanması ve finansal piyasaların etkin işleyişinin desteklenmesi amacıyla önemli sorumluluklar üstlenmektedir. Bu kapsamda, TCMB döviz alım-satım işlemleriyle rezerv biriktirme, likidite yönetimi ve kur oynaklığının⁹ sınırlandırılması gibi hedeflere yönelik çeşitli uygulamalarda bulunmaktadır. TCMB, kurda ani ve aşırı dalgalanma durumlarında döviz alım veya satımı yaparak piyasaya doğrudan müdahale edebilir. Piyasa koşullarına göre önceden duyurulan yöntemlerle döviz alım veya satım ihaleleri düzenlenebilir. (TCMB, 2023a). Ayrıca TCMB, "rezerv yönetimi stratejileri kapsamında döviz pozisyonunu dengeleyerek finansal sistemin dış şoklara karşı daha dirençli hale gelmesini sağlamayı amaçlamaktadır" (TCMB, 2023c). Bu denge, rezervlerin ihtiyaç halinde hızla kullanılabilmesini sağlamaktadır. Döviz kuru politikası bağlamında TCMB, genellikle piyasa temelli dalgalı kur rejimini benimsemekle birlikte, aşırı dalgalanma dönemlerinde döviz piyasasına müdahaleler yapmaktadır. Bu müdahaleler, özellikle küresel finansal krizler veya yerel piyasalarda gözlenen dalgalanmalar karşısında, fiyat istikrarının korunması ve finansal sistemin sürdürülebilirliğinin sağlanması açısından kritik öneme sahiptir. TCMB politikalarının döviz kurları üzerindeki etkisini üçüncü bölümde tarihsel çerçevede işleyeceğiz.

⁹ Kur oynaklığı (veya döviz kuru oynaklığı), bir ülkenin para biriminin başka bir para birimi karşısında kısa ve uzun vadede ne kadar dalgalandığını ifade etmektedir. (Seyidoğlu, H. 2017, s.632).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. NEOLİBERAL DÖNEMDEN GÜNÜMÜZE TCMB POLİTİKALARININ DÖVİZ KURLARINA ETKİSİ

3.1 1970-1980 Dönemi Bretton Woods Sisteminin Çöküşü

1944 yılında uluslararası para sisteminin yapı taşı olarak bilinen Bretton Woods sisteminin; altın rezervlerinin yetersizliği, doların değer kaybı, ABD'nin ekonomik problemleri, sabit kur sisteminden dalgalı kur sistemlerine geçişlerin benimsenmesi gibi biriken faktörlerden dolayı sistemin çöküşü uluslararası ekonomide önemli bir dönüm noktası olarak kabul edilmektedir. Bretton Wood sisteminin sona ermesi, sadece döviz kuru rejimini değil aynı zamanda dünya ekonomisinde yeni bir finansal küreselleşme dönemini başlatmıştır.

Bretton Woods sisteminin çöküşü, Türkiye ekonomisi üzerinde makroekonomik dengeleri etkileyerek köklü yapısal değişikliklere neden olmuştur. Sistemin çökmesiyle birlikte, Türkiye döviz kuru dalgalanmalarına karşı kırılgan hale gelmiş ve ekonomik istikrarı sağlamak zorlaşmıştır. Döviz kurundaki dalgalanmalar TL'nin değeri kaybetmesine aynı zamanda ithalat maliyetlerini artmasına neden olmuştur. İthalat maliyetlerinin artmasıyla fazlaca dış ticaret açığı veren Türkiye, kurdaki dalgalanmaların da etkisiyle fiyatlar genel seviyesinde hızlı yükselişe geçmiştir. Pamuk'un ifade ettiği üzere, "Türkiye 1970'lerin başlarında döviz darboğazlarıyla ve yüksek enflasyonla mücadele ederken, sabit kur sisteminin sona ermesi fiyat istikrarı hedefini daha da zorlaştırdı." (Pamuk, Ş. 2014, s.265).

1970 yılında yürürlüğe giren 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu, Merkez Bankası'nın kurumsal bağımsızlığını güçlendirmeyi amaçlı TCMB yapısal inovasyonlar yapılmıştır. Sabit kur uygulaması sona ermiştir. Merkez bankası döviz rezervlerini dengede tutmayı hedeflemiş olsa da söz yeni düzenlemelere rağmen, Hazine'nin Merkez Bankası üzerindeki belirleyici etkisi ve hükümetin maliye politikaları, TCMB'nin fiilen bağımsızlığını önemli ölçüde sınırlandırmıştır. Bretton Woods sisteminin çökmesiyle başlayan ekonomik istikrarsızlık ve yapısal kırılganlar Türkiye'de para politikalarının etkinliğini sınırlamasına rağmen TCMB para politikalarını, dönemin makroekonomik gelişmelerini ve yasal düzenlemelerini analiz etmeyi amaçlamaktadır.

OPEC üyesi Arap ülkeleri, ABD ve İsrail'i destekleyen Batı ülkelerine petrol ihracatını kısıtlamasından dolayı dünya genelinde petrol fiyatlarının dört katına çıkmasıyla 1973'te gerçekleşen petrol krizi, petrol ithalatına bağımlı olan Türkiye için şok etkisi yaratmıştır. Petrol fiyatlarındaki artış dış ticaret açığını artırmış ve Türkiye ciddi bir döviz darboğazına girmiştir. Petrol fiyatlarındaki yükseliş ve dış ticaret açığının genişlemesi, döviz rezervlerimizin hızlı tükenmesine

sebepe olmuştur. Bu dönemde Merkez Bankası, döviz piyasasındaki spekülâtif hareketleri azaltmak ve kuru stabilize etmek için rezervlerinden önemli miktarda satış yapmıştır. TCMB piyasada dövizin kullanım amacına göre değişiklik gösteren birden fazla döviz kuru belirlemesi gerektiğine istinaden çoklu kur uygulamalarına ve kambiyo kontrollerine başvurmuştur. TCMB tarafından 1977 itibariyle döviz kuru rejiminde belli ölçüde bant aralığında piyasa dalgalanmalarına izin verilmiştir. Ancak bu yöntem de döviz rezervlerinin hızla tükenmesi ve enflasyonun düşmesine engel olmamış ayrıca piyasa güvensizliğini artırmıştır. 1979 yılında da ikinci petrol krizi olarak bilinen küresel enerji krizinin patlak vermesiyle, Türkiye’de enflasyonda hızlı yükselişler, enerji ve temel tüketim mallarındaki kıtlık, döviz rezervlerinin erimesine neden olmuştur. Yeldan’a göre, “Petrol fiyatlarındaki artış Türkiye’nin ithalat faturasını katladı ve dış borç krizine zemin hazırladı.” (Yeldan, E., 2001, s.93). TCMB 1979 raporuna göre, “Dış şoklar ve kamu maliyesindeki açıklar enflasyonist baskıları artırmakta, Merkez Bankası’nın para politikasını etkin kullanmasını zorlaştırmaktadır. Fiyat istikrarının sağlanması devletin kapsamlı politikalarıyla mümkün olacaktır.” (TCMB, 1979, s. 53). Merkez Bankası’nın bağımsızlık ilkesine rağmen para ve döviz kuru politikalarını hükümet ile birlikte devletin belirlediği genel ekonomik hedefler üzerinde ilerletmiştir.

1970’li yılların başında Bretton Woods sisteminin çökmesi ve ardından gelen petrol krizleriyle Türkiye’nin ekonomik yapısında köklü değişikliklere neden olmuş, TCMB’nin para ve döviz kuru istikrarsızlığından kaynaklı kriz yönetme kapasitesinin kalmadığı açıkça belli olmuştur. Pamuk’un belirttiği üzere, “1979 krizi, TCMB’nin geleneksel yapısının sürdürülemez olduğunu gösterdi ve 1980 sonrası yapısal reformların önünü açtı.” (Pamuk, Ş., 2014, s.283) Pamuk’un da belirttiği üzere artık Türkiye yeni bir ekonomik döneme adım atmaya başlayacaktır.

3.2 1980-1990 Dönemi 24 Ocak Kararları ve Döviz Kuru Rejimi

Finansal istikrarın sağlanamadığı, enflasyonist baskıların arttığı, döviz rezervlerinin tükenmekte olduğu bir ekonomi için artık yeni reformlar başlatılması gerekiyordu. Bu durumda Türkiye’de yapısal uyum programı çerçevesinde 24 Ocak 1980 Kararları ile; mali disiplin ve kamu harcamalarının kısıtlanması, dış şoklara karşı döviz rejiminde artık daha geniş bir bant aralığı sunulması, uluslararası ticaret kısıtlamaların kaldırılması, fiyat kontrollerinin azaltılması, kamu iktisadi teşebbüslerin karlılık ölçütleriyle yönetilmesi ve özel sektör ile birlikte ortaklaşa iş birliği yapmasına izin verilmesi vb. serbestleşme adımları atılmıştır.

Döviz kuru uygulamaları çerçevesinde TCMB’nin 1980 yıllık raporuna göre, “Türk Lirası’nın $\pm 6\%$ ’lık dar banttı $\pm 30\%$ ’luk bir bantta serbestçe dalgalanmasına izin verilerek sabit kur rejimi fiilen terk edilmiştir.” (TCMB, 1980, s. 17). TCMB, faiz oranları paritesine dayanarak yurtiçi ve yurtdışındaki

faiz oranlarının dengesi korunarak döviz kuru dalgalanmaları azaltılmaya çalışılmıştır. Bandın geniş tutulmasıyla döviz kuruna karşı dışsal şokların yaratacağı dalgalanmalar piyasaya bırakılmıştır. TCMB 1980 Yıllık raporuna göre, “Repo ve ters-repo işlemlerinde uygulanacak faiz oranlarının, yabancı para cinsinden kısa vadeli faiz oranlarına yakın seviyede tutulması; döviz kuru istikrarının sağlanması ve sermaye hareketlerinden kaynaklanan dalgalanmaların etkili bir şekilde yönetilmesine imkân vermektedir.” (TCMB, 1981, s. 14). Aynı zamanda geniş bant, döviz kurunun uzun dönemde rekabet gücünü koruması hedeflenmiştir. KİT’lerin özelleştirilmesi ve serbest ticaret anlaşmalarıyla ihracat odaklı ekonomik büyüme döviz rezervlerinde artış sağlamıştır. Döviz rezervlerinde artış ile döviz likiditesi ve uluslararası piyasalara uyum artırılmıştır. 1983 yılında yapılan yasal düzenlemelerle TCMB 1983 raporuna göre, bankacılık sektöründen topladığı zorunlu karşılık oranlarında vadeye ve mevduat türüne göre farklılaştırma yapma yetkisi kazanmıştır. Bu düzenleme ile TCMB hem likidite yönetiminde esneklik kazanmış hem de finansal istikrarı destekleyecek şekilde tasarrufların vadeye yayılması teşvik edilmiştir. (TCMB, 1984, s. 34).

TCMB, döviz kuruna yapılan müdahalelerin para otoritelerine bağlı kalmadığını 1985 yılı raporunda; “Döviz piyasasına yapılacak müdahaleler, yalnızca Merkez Bankası tarafından belirlenen strateji doğrultusunda ve Banka’nın kendi rezerv politikası çerçevesinde gerçekleştirilir; hükümetin doğrudan müdahalesine ihtiyaç duyulmaz.” (TCMB, 1985, s. 24) şeklinde açıklamıştır. TCMB, 1989 yılında döviz kuru rejiminde kademeli olarak sürünen bir bant sistemine geçiş yapmıştır. “1988–1989 döneminde, kura müdahaleler dar bantlı ‘sürünen bant’ sistemiyle sürdürüldü; 1989 Raporu’nda ise interbank piyasada¹⁰ serbest döviz alım-satımı pratiğe aktarılmıştır” (TCMB, 1989, s. 32). Bu sayede TCMB bankalararası döviz piyasasını serbest bırakarak kurların arz-talep koşullarında oluşmasına imkân tanımıştır. Döviz kuru ihracatçı sektörlerin ani kur değişiklikleri yerine öngörülebilir ve ihracata uygun bir döviz kuru ortamı sağlanmıştır. TCMB; dış rekabet gücünü destekleyen döviz kuru, 24 Ocak kararları çerçevesinde; merkez bankasının para otoritelerinden bağımsızlığı ve KİT özelleştirmelerinin önünün açılması, kamu kesimi kredi akışını sınırlayarak mali disiplinin sağlanması vb. politikaları ile TCMB, karar alma sürecini para otoritesinden uzak tutarak fiyat istikrarı ve makroekonomik dengeyi korumayı hedeflemiştir.

¹⁰ “Interbank döviz piyasası, bankaların birbirleriyle döviz alım-satımı gerçekleştirdiği, Merkez Bankası’nın doğrudan müdahalesi olmaksızın arz ve talep koşullarına göre kur oluşumunun sağlandığı finansal ara piyasadır.” (TCMB, 1990, s. 35)

3.3 1990–2000 Dönemi Finansallaşma Eğilimleri ve TCMB Dalgalı Kur Rejimi

1980'lerden itibaren giderek artan sermaye akımlarındaki serbestleşme, Türkiye'de ve dünya ölçeğinde başlayan neoliberal reform dalgası ve devlet müdahalesinin sınırlandırılması yönündeki adımlarla finansal hizmetlerin ekonomideki payının artmasıyla akademik çalışmalarda 'finansallaşma' kavramını ortaya çıkarmıştır.

Finansallaşmayı uluslararası iktisat literatüründe finansal piyasaların ve finansal kurumların hem ulusal hem de uluslararası ekonomilerin işleyişindeki etki alanının artarak finansal aktörlerin talepleri ve önceliklerinin ekonomik dinamikler üzerinde şekillenmesi olarak tanımlanamam mümkündür. Yeldan'a göre, "Finansallaşma, finansal varlıkların toplam ekonomik faaliyete oranının artması ve finansal piyasa enstrümanlarının çeşitlenmesiyle reel sektörün önüne geçecek ölçüde etkinlik kazanmasıdır" olarak tanımlamıştır (Yeldan, 2001a, s.112).

1990'lı yılların başında Türkiye ekonomisinin finansal yapısı bankacılık sektörünün önderliğinde finansal araçların ekonominin işleyişinde büyüklüğü artmıştır. Bankacılık sektörünün aktif büyüklüğü 1990–1993 döneminde artarak, finansal aracılık kapasitesinin genişlemesine zemin hazırlamıştır. Türkiye'de finansallaşma olgusu en çok bankacılık sektörü aracılığıyla derinlik kazanmıştır.

Türkiye'de finansallaşma eğilimleriyle birlikte; sermaye hareketlerinde serbestleşmeler yaşanmış ve kısa vadeli döviz rezervlerinde artış görülmüştür. Döviz kuru dalgalanmalarını artırmış ve 24 Ocak 1980'de alınan karar üzerine 1994 yılında dalgalı kur rejime geçiş sağlanmıştır. Dalgalı kura geçiş ile birlikte kısa vadeli ani sermaye hareketleri kaynaklı döviz kuru dalgalanmaları riskine karşı TCMB zorunlu karşılık oranlarını yükseltmiştir. Dalgalı kur rejimine geçiş, döviz rezervleri birikimini artırmıştır. TCMB 2000 yılı raporuna göre, rezervlerin kamuoyuna duyurulması kararı ile finansal piyasalarda güven sağlamayı amaçlamıştır. Portföy dağılımını uluslararası tahvil, devlet bonoları ile çeşitlendirmelere yer verilmiş bu uygulamalar ile yerli ve yabancı finansal araçların Türkiye'deki talebini arttırarak finansallaşma sürecini hızlandırmıştır. (TCMB, 2000, s. 52).

TCMB'nin 1990'lı yıllarda uyguladığı döviz kuru politikaları ve kısa vadeli sermaye hareketlerine karşı para otoriteleri ile ortak bir strateji gerektirmiştir. Özellikle 1994 ve 1998 krizlerinde bankanın politika faizi ve zorunlu karşılık oranlarını ayarlarken Hazine ile eşgüdüm içinde hareket etmesi, bağımsızlık algısını kısmen zayıflatmıştır. 1990-2000 döneminde TCMB, yasal olarak araç bağımsızlığına sahip olmakla birlikte, Hazine ve yürütme organlarının etkisi altında kalan "sınırlı bağımsızlık" statüsünde kalmıştır.

1997 Asya Finansal Krizi ile 1998 Rusya Krizi'nin tetiklediği küresel finansal krizlerin etkisiyle ve ardından gelen 17 Ağustos 1999 Marmara Depremi'nin yol açtığı; mali dengelerde bozulma ve

finansal piyasalarda ani sermaye çıkışlarıyla döviz kuru üzerinde ciddi baskı oluşturdu. Deprem sonrasında döviz talebindeki artış, Türk Lirası'nda hızlı bir değer kaybına neden olmuştur. Bankaların zorunlu karşılık oranları bir puan artırılarak döviz likiditesini koruma önemleri alınmıştır. TCMB, 1990 yılların sonlarına doğru yaşanan bu ekonomik problemlerin üstesinden gelebilmek için IMF'den yapısal reform desteği kapsamında 1999 yılında 2.892 milyon SDR tutarında 3 yıllık Stand-by anlaşması imzalamıştır. İmzalanan bu anlaşma ile TCMB döviz rezervini güçlendirmiş ve aynı zamanda bankacılık sektöründe likidite desteği sağlamıştır.

Böylece 1990–2000 dönemindeki TCMB politikaları, döviz kuru dalgalanmasında esneklik sağlanmaya çalışılmış, araç seçiminde serbestliğe sahip olsa da uygulama önceliklerinde para otoriteleri ile eşgüdümlü hareket etmiştir. Rezerv ve likidite yönetimini güçlendirerek sistemi çöküşe uğratmamıştır.

3.4 2000-2010 Dönemi Krizler ve TCMB Döviz Kuru Müdahaleleri

1990 yılları sonlarında yaşanan ekonomik problemler doğrultusunda TCMB'nin 2000 yılı raporuna göre, “2000 yılında cari işlemler açığı, gayri safi milli hasılanın %4,9'una ulaşmıştır” (TCMB, 2002c, s. 17). TCMB kısa vadeli borçların vadesi geldiğinde yeni finansman imkânlarının daralması üzerine borçların finansmanı için brüt döviz rezervlerini kullanmak zorunda kalmıştır. TCMB gecelik faiz artırımları yüksek seviyelere fırlamasıyla piyasada güvenin tamamen zayıflamıştır. Şubat 2001'de Türkiye ekonomisindeki uzun süredir biriken makroekonomik kırılmalıkların ani bir güven kaybıyla 2001 Krizi patlak vermiştir. Krizin hem ardından TCMB 2001 raporuna göre, “22 Şubat tarihinde Türk lirası yabancı para birimleri karşısında dalgalanmaya bırakılmıştır” (TCMB, 2002b, s. 75). Döviz kurunun arz talep koşullarına bırakılmasının ardından bir ay içerisinde USD/TRY kuru ciddi manada yükselişe geçmiştir. Bu yükselişin TL'de değer kaybı etkisiyle ithalat maliyetleri artırarak enflasyonist baskıyı şiddetlendirmiştir.

Nisan 2001 tarihinde kabul edilen 4743 sayılı “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu” değişikliği ile TCMB içinde bağımsız karar alacak bir Para Politikası Kurulu oluşturulmuş, karar sürecinin siyasi müdahalelerden arınması sağlanmıştır. Yeni kurulan kanunla, para politikasını ve kullanacağı araçları (repo, zorunlu karşılık, açık piyasa işlemleri vb.) doğrudan kendisinin belirleme yetkisi verilmiştir. Böylece TCMB'nin temel para politikası aracı müdahalelerini engellenmiştir.

TCMB açık piyasa işlemleri yoluyla uzun vadeli repo ihaleleri düzenleyerek gecelik piyasada faiz baskısı hafifletmiştir. Politika faizinin yanı sıra TL ve döviz zorunlu karşılık oranlarını arttırarak enflasyon beklentilerini kademeli olarak iyileştirmeler sağlanmıştır. Türkiye'de 2006 yılına gelindiğinde oluşan düşük ve istikrarlı enflasyon ortamı nominal döviz kurunda dalgalanmaları azalmasına ve TL'nin değer kazanmasına yol açmıştır. TCMB 2007 yılına kadar yapılan döviz alım-

satım ihaleleriyle 2001 Krizi sonrası azalan döviz rezervlerini güçlendirmiştir. Aşağıda 2002- 2007 yılına kadar TCMB'nin döviz alım- satım tutarları tablo halinde gösterilmektedir.

Yıl	Döviz Alım İhaleleri	Döviz Satım İhaleleri	Döviz Alım Müdahaleleri	Döviz Satım Müdahaleleri	Toplam Net Döviz Alımları
2002	795	-	16	12	799
2003	5,652	-	4,229	-	9,881
2004	4,104	-	1,283	9	5,378
2005	7,442	-	14,565	-	22,007
2006	4,296	1,000	5,441	2,105	6,632
2007*	9,494	-	-	-	9,494
Toplam	31,783	1,000	25,534	2,126	54,191

* 14 Aralık 2007 itibarıyla.

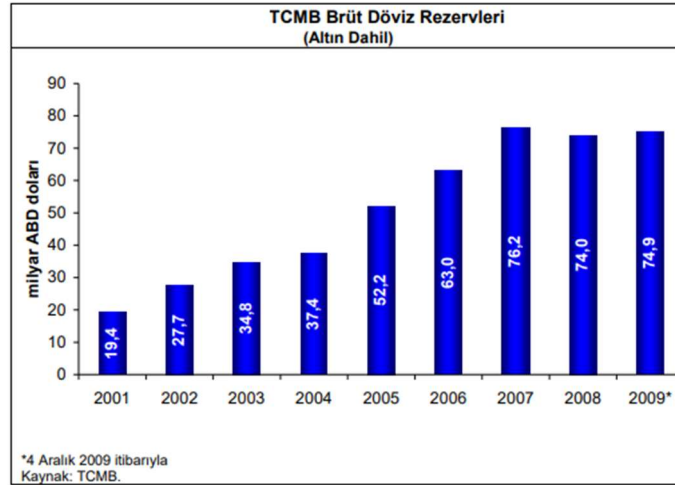
Tablo 1: Merkez Bankası'nca Alım-Satım Yapılan Döviz Tutarları (2002-2007; milyon ABD doları)
Kaynak: (TCMB, 2007a, s.9)

Kriz sonrası TCMB politikaları neticesinde kademeli olarak ilerleme kaydetmiş ve 2007 yılında toplam döviz tutarı 9,5 milyar ABD dolarına ulaştırmıştır. Döviz rezervlerindeki bu iyileştirmeler ve dalgalı döviz kuruna istinaden döviz kurunun piyasa arz- talep dengesine göre uzun dönemde dengede kalmıştır.

2006 yılının başlarında, ABD'de düşük faiz oranlarıyla konut kredilerine olan talebin artmasıyla konut fiyatlarını yükselmiştir. Başlangıçta düşük tutulan faiz oranları yükselmesiyle likidite ve kredi kanallarında tıkanma yaşanmıştır. Bankacılık sistemi ve reel sektörde kredi sıkışıklığı ile ABD ve ardından dünya genelinde küresel bir likidite ve güven krizine sebep olmuştur. Uluslararası düzeyde ekonomik büyümenin hızla yavaşlaması ile 2008 Küresel Krizi patlak vermiştir. Türkiye'de krizin etkisiyle dış ticaret hacmi daralmış ve uluslararası likidite daralması üzerine oluşan risk; Türkiye'de döviz kurunda değer kaybına yol açmıştır. Döviz talebi artarken döviz arzında azalma yaşanmıştır. Küresel finans piyasalarında ABD doları likiditesine olan talebin yoğunlaşması üzerinde TCMB döviz kurundaki dalgalı kur rejiminde piyasaya müdahale yetkisi bulunması üzerine; döviz satım ihaleleri düzenleyerek piyasaya döviz likiditesi sağlamıştır.

TCMB'nin Para Politikası Kurulu'nun bağımsız karar alma yetkisi, 2008 küresel finansal krizinin derinleştiği dönemde fiili bağımsızlığı zedelenmemiş fakat para ve maliye politikalarının uyumlu bir şekilde yürütülmesi adına Hazine Müsteşarlığı ve diğer kamu otoriteleriyle bilgi paylaşımı ve danışma mekanizmaları oluşturulmuştur. Bu da politika uyumunu tesis ederek kriz dönemini eşgüdümlü bir şekilde yönetilmiştir.

Aşağıda TCMB 2001-2009 Döviz Rezervleri gösterilmektedir.



Grafik 1: TCMB Brüt Döviz Rezervleri (2001-2009)

Kaynak: (TCMB,2009,17)

2009 yılına gelindiğinde döviz arzının artması üzerine TCMB döviz alım ihaleleri ile döviz rezervlerinde artış yaşamıştır.

TCMB 2000-2010 yılları arasında USD/TL yıllık ortalama satış kuru Şekil:2' de yer almaktadır.

Yıl	Ortalama USD/TRY Satış Kuru
2000	626 711,6 TL
2001	1 231 322,0 TL
2002	1 513 102,4 TL
2003	1 500 269,1 TL
2004	1 429 201,7 TL
2005	1,3345 TL
2006	1,3464 TL
2007	1,3378 TL
2008	1,3193 TL
2009	1,5549 TL
2010	1,5084 TL

Şekil 2: “2000-2010 ABD Doları/TRY Aylık Ortalama Satış Kuru” serisi.

Kaynak: T.C.M.B, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS)

TCMB verilerine göre; USD/TL döviz kuru 2001 Krizinin ardından ani yükselişe geçmiş ve TL hızlı değer kaybı yaşamıştır. Belirsizliklerin arttığı kriz dönemlerinde TL’de değer kayıpları yaşanmıştır. Merkez bankasının müdahale ve rezerv politikalarının etkisiyle zamanla USD/TL kuru istikrar kazanmaya başlamıştır.

3.5 2010 -2020 Dönemi ve Covid-19

2010 yılı itibariyle TCMB döviz rezerv biriktirme alımları devam etmiştir. Fakat Fed'in 2013 yılı sonlarına doğru 2008 küresel krizine müdahale etmek amacıyla başlattığı tahvil ve mortgage destek alımlarını (QE)¹¹ kademeli olarak azaltabileceğini açıklaması üzerine tahvil getirilerinin aniden yükselmesine istinaden gelişmekte olan ülkeler gibi Türkiye'de de para birimlerinde dalgalı bir seyir gözlenmiştir. Ayrıca; 2015–2017 döneminde Suriye iç savaşı ve bölgesel gerilimler; jeopolitik riskleri artırmıştır. 15 Temmuz 2016'daki darbe girişimi ile Türkiye'nin politik istikrar algısı üzerinde baskı oluşturmuştur. Yaşanan bu durumlar yabancı yatırımcıların Türk Lirası'ndan uzaklaşmasına ve USD/TRY kurunun kırılganlaşmasına neden olmuştur. Küresel para politikalarına ilişkin artan belirsizlikler Türkiye'de yabancı kaynak çıkışlarına neden olmuştur ve Türkiye'nin risk primi¹²ni yükselterek yabancı yatırımcıyı uzaklaştırmıştır. Enerji ve ara malı ithalatındaki güçlü talebin, dış finansman imkânlarının daralması ve dış finansman maliyetlerinin artmasının yüksek cari açık oluşturması ayrıca artan maliyetler üzerinden enflasyonun yükselmesine ilişkin olarak 2018 başlarında döviz kurlarında ani yükselişler gerçekleşmiştir. TCMB, 2018 yılın sonlarına doğru döviz satım ihaleleri yoluyla piyasaya sınırlı müdahaleler yapılmıştır.

Koronavirüs (Covid-19) salgınının dünya çapında yayılmasıyla, tüketici fiyatları genel seviyesindeki artışın altında yatan en önemli etken döviz kuru hareketleri olmuştur. TCMB dalgalı kur rejimi halen devam etmekte olup, dalgalı kur rejimine istinaden TCMB finansal istikrara yönelik riskleri azaltmak için kurda meydana gelebilecek aşırı hareketlenmede döviz piyasasında ihale yoluyla döviz alım-satım işlemleri ile müdahale edebilmiştir. Covid-19 salgın kaynaklı belirsizlik ve daralan kredi akışını dengelemek için TCMB politika faizini düşürmüştür. Bu durumu TCMB, 2020- II Enflasyon Raporuna göre, “Enflasyon görünümüne bağlı olarak bir hafta vadeli repo ihale faizi yüzde 8,75'e indirilmiştir. Sistemin fonlama ihtiyacındaki artışa bağlı olarak, açık piyasa işlemleri aracılığıyla sağlanan net fonlama miktarında artış gözlenmiştir.” (TCMB, Enflasyon Raporu 2020-II, s. 12) şeklinde açıklamıştır. Ayrıca TCMB, bankaların kısa vadeli nakit ihtiyaçlarını daha geniş hacimlerde ve daha esnek koşullarda karşılayabilme imkânı tanıyarak piyasadaki ani kur dalgalanmalarının yurtiçi likidite sıkışıklığına dönüşmesini engellemek ve piyasada döviz arzını artırma amacıyla yüksek likidite primi gelişmelerini dikkate alarak swap¹³ ihale limitlerini, yükseltmiştir.

¹¹ “Niceliksel gevşeme (quantitative easing), merkez bankalarının politika faizinin sıfır alt sınırına yakın olduğu ortamlarda ekonomiye doğrudan likidite sağlamak amacıyla uzun vadeli menkul kıymetleri ve diğer finansal varlıkları büyük ölçekli olarak satın almasıdır.” (Mishkin, 2015, s. 742)

¹² “Risk primi, yatırımcının risksiz varlığa kıyasla riskli bir varlığı elinde tutmayı kabul etmesi için talep ettiği ek getiridir.” (Mishkin, 2015, s. 215)

¹³ “Swap sözleşmeleri, iki tarafın belirli bir vadede, farklı faiz oranlarına dayalı nakit akışlarını takas etmeyi kararlaştırdığı türev ürünlerdir.” (Mishkin, 2015, s. 612)

TCMB bu dönemde Merkez Bankası'nın 1211 sayılı Kanun'la güvence altına alınan müdahale yetkisi dahilinde döviz kuru ve para politikası kararlarını yasal çerçevede siyasi müdahaleden bağımsız hareket etmiştir.

Yıl	Yıllık Ortalama Satış Kuru (USD/TRY)
2010	1,4994
2011	1,6745
2012	1,8110
2013	1,9527
2014	2,1306
2015	2,6576
2016	3,0192
2017	3,6474
2018	5,2557
2019	5,6712
2020	6,2302

Şekil 3: “2010-2020 ABD Doları/TRY Aylık Ortalama Satış Kuru” serisi.

Kaynak: T.C.M.B, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS)

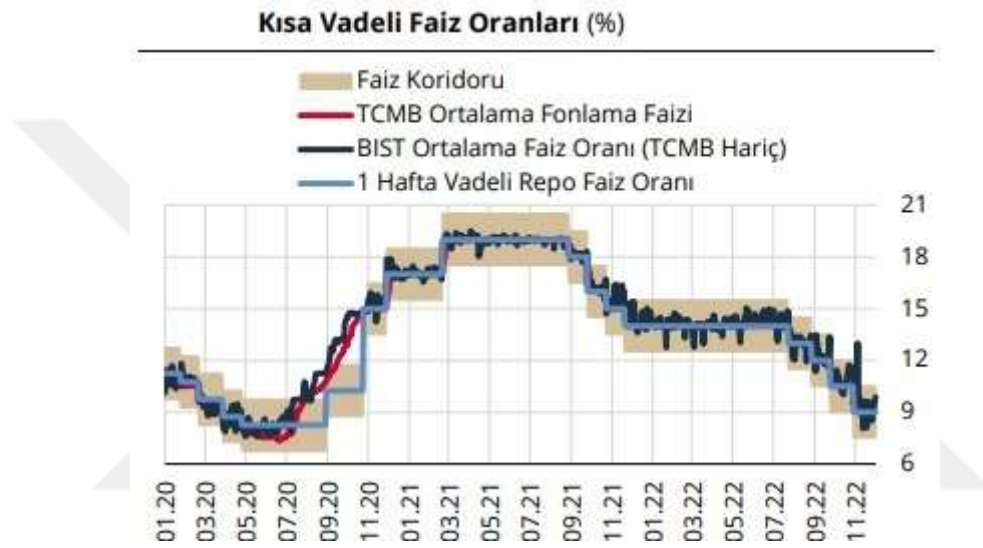
Yukarıda Şekil:3'te 2010-2020 yılı arasında ABD Doları/TL kur yıllık ortalama satış kurunda da görüldüğü üzere; 2010–2014 arasında sınırlı dalgalanma yaşanırken, 2015–2017 döneminde jeopolitik riskler ve cari açık baskısı TL'yi kırılganlaştırmıştır. 2018-2020 yıllarında küresel finansal koşulların sıkılaşması ve sermaye akımlarının artması gibi nedenler doğal piyasa mekanizmaları sonucu ulusal parada değer kaybı yaşanmıştır.

2010 yılı itibariyle Türkiye cari açık vermesine rağmen, finansmanı büyük ölçüde kısa vadeli portföy yatırımları ile sağlayarak rezerv artışını hızlandırmıştır. 2013 yılı sonlarında dönemin rezervleri rekor seviyesine ulaşarak yaklaşık 133 milyar USD'ye yükselmiştir. 2014 yıllarında küresel finansal koşullarda yaşanan sıkılaşma döviz arzını azaltmıştır. 2016 darbe girişimi ve uluslararası gelişmeler yatırımcı güvenini sarsmış, döviz talebinde artışa ve yerli para birimlerinin değer kaybetmesine neden olmuştur. 2014-2017 cari açığı yüksek seviyeler ulaşmış ve 2018 yılında enflasyonun yükselmeyle döviz kurlarında ani yükselişleri kontrol altına almak için TCMB 2018 sonlarına doğru döviz satım ihaleleri gerçekleştirmiş bundan dolayı rezervlerde azalma yaşanmıştır. COVID-19 kaynaklı dışsal şokların artmasıyla Türkiye'deki içsel kırılganlıklar TL üzerindeki baskıyı artırmıştır. Artan döviz ihtiyacı ile TCMB kamu bankaları aracılığıyla piyasaya büyük miktarda döviz satışı gerçekleştirmiştir.

3.6 2021 Döviz Krizi ve Günümüz TCMB Döviz Kuru Politikaları

Pandemi sonrası ekonomik dengesizliklerin arttığı Türkiye ekonomisinde, yüksek enflasyon ve düşük reel faiz ortamında hane halkı ve firmalar dövizde yönelmesi, TL'ye yönelik güven kaybı, TL'nin dolar/euro karşısındaki yüksek değer kaybı ve artan döviz talebi ile adeta 2021 Döviz Kuru Krizi yaşanmıştır.

TCMB 2021 ve 2022 enflasyon raporlarına göre, tüketici enflasyonu 2021 yılının ilk çeyreğinde yüzde 16,19 iken tüketici enflasyonu 2021 yılını yüzde 36,08 ile açıklamıştır. (TCMB. 2021b, s.25, TCMB. 2022, s.28). Enflasyonda son 20 yılın en yüksek yıllık artışı yaşanmıştır



Grafik 2: TCMB: Kısa Vadeli Faiz Oranları (2020-2022)

Kaynak: TCMB:2022c, s.5

Yukarıdaki Grafik 2'de enflasyon oranındaki artış sonrası TCMB faiz oranlarındaki indirimleri gösterilmektedir. Grafiğe göre, TCMB, enflasyonun yükseldiği ortamda 2021 yılı sonlarında başlayan politika faizlerini kademeli olarak; Aralık 2021'de %15'ten %14'e, Ağustos 2022'de %14'ten %13'e, Eylül 2022'de %13'ten %12'ye, Ekim 2022'de %12'ten %10,5'e ve Kasım 2022'de %10,5'ten %9'a kadar indirmesi üzerine döviz talebi artış göstermiş ve TL'ye olan güven azalmıştır. (2021c, 2022d, 2022e, 2022f, 2022g). TCMB'nin değerlendirmelerine göre, 2021 Aralık ayı itibarıyla Türk lirası sepet kur (eşit ağırlıklı USD ve EUR) karşısında yaklaşık %40 oranında değer kaybetmiştir. (TCMB, 2021d, s.3). Dolar bazında, TCMB göstergelerine göre verilerine göre, 4 Ocak'ta 7,36 iken 31 Aralık'ta 13,33'e ulaşan dolar kuru, yaklaşık %81,12 nominal değer kaybına uğramıştır.



Grafik 3: “Dolarizasyon Oranının Gelişimi 09.2021-04.2022”

Kaynak: (TCMB, 2022h, s.29)

Yukarıdaki Grafi: 3’te politika faizini enflasyonun çok altına indirilmesi üzerinde artan dolar kurunun Türkiye’de dolarizasyonun zirve yaptığı dönem gösterilmektedir. TL’nin kronik değer kaybı yaşandığı 2021 sonlarında, Döviz Tevdiat Hesapları (DTH) oranları %63’ün üzerine çıkması tarihi zirveyi görmüştür. Bu durum TL’ye olan güveni aşındırmış, yatırımcıların Türk lirası cinsinden tasarruflarını dövize yönlendirmelerine yol açmıştır. DTH artışı, yalnızca kurdaki ani yükselişlere verilen tepkisel bir davranış biçimi olarak değil; aynı zamanda ekonomik aktörlerin geleceğe dönük beklentilerinin bozulduğu, politika güvensizliğinin arttığı portföy tercihlerinin yapısal olarak dövize kaymasına yol açan ve politika aktarım mekanizmasında "para ikamesi" sorunu doğuran bir gelişmedir.

TCMB, 2021 krizini yönetebilmek adına 2021 sonlarında Hazine ve Maliye Bakanlığı’nın düzenleyici iradesiyle ve TCMB’nin operasyonel ve finansal altyapısını sağlamasıyla Kur Korumalı Mevduat (KKM) uygulamasına geçiş yapılmıştır. KKM, TL üzerinden açılan vadeli mevduat veya katılım hesaplarının kur riskine karşı hem faiz hem de kur farkı avantajı sağlayan yenilikçi bir finansal uygulamadır. Uygulamaya göre, vade başında sabitlenen “dönüşüm kuru” vade sonunda hesaplanan faiz veya kâr payının üzerinde bir döviz kuru hareketi gerçekleşmişse, bu farkın tamamının veya kısmi neticesinin TCMB tarafından karşılanmasını üzerine kurulmuştur. TCMB’nin Elektronik Veri Dağıtım Sistemi’ndeki (EVDS) ilgili seriden kontrol sağlandığında, 31 Aralık 2021 itibarıyla KKM hesap bakiyesi 152 ,4 milyar TL, 31 Mart 2022 itibarıyla ise 207 ,8 milyar TL’ye yükselmiş olduğu görülmektedir. KKM, yabancı yatırımcı ve yerleşik kesimde bir “güven koridoru” oluşturarak döviz talebini geçici olarak frenlemiştir. Ancak Hazine iç borçlanma gereksinimi ve TCMB swap maliyetlerini artırarak net rezervleri eritmiştir.

2022 yılı sonlarına doğru Rusya'nın Ukrayna'yı işgalinin yol açtığı özellikle petrol, doğal gaz ve küresel emtia¹⁴ piyasalarında keskin yükseliş uluslararası tedarik zincirlerinde çok katmanlı aksamalara neden olmuştur. Bu durum, TL üzerinde ek olarak değer kaybı baskısı oluşturmuştur. TCMB, Tüketici enflasyonu 2022 yılının ilk çeyreğinde %61,14 iken 2022 yılının ikinci çeyreğinde tüketici enflasyonu %78,62 olarak yayınlamıştır. (TCMB, 2022a, s. 1 ve TCMB, 2022b, s. 6). Yüksek enflasyon ve politika faizinin düşmesi yabancı yatırımcıların Türkiye'ye ilişkin risk algısını güçlendirmiş, özellikle portföy yatırımları kaleminde, yabancı yatırımcıların döviz cinsi tahvil ve hisse senetlerinden önemli tutarlarda çıkış gerçekleşmiştir. Bu durum; İş Bankası Ekonomi'nin yayımladığı Aralık 2022 Ödemeler Dengesi raporuna göre, 2022 yılında portföy yatırımları kaleminde net 13,4 milyar USD tutarında sermaye çıkışı kaydedilmiştir. (İş Bankası Ekonomi, 2023, s.1) şeklinde yer almaktadır. Enflasyonun kontrol altına alınamaması, ülke risk primi göstergelerinde yükselişe yol açmıştır. Enflasyon beklentilerinin zayıflamasıyla döviz talebi artırmış, TL üzerinde keskin değer kaybı baskısı oluşturmuştur. 2022 boyunca TCMB, enflasyon çok yüksek seyrederken politika faizini arka arkaya indirmeye başlaması küresel merkez bankalarının genel politika yönelimlerinin aksine 'dünya ile uyumsuz' para politikası yaklaşımını benimsemiştir. KKM uygulaması gibi araçlar kısa vadeli denge sağlansa bile, para arzını genişletici etkileri ve döviz rezervi erimesi gibi yapısal riskler doğurmuştur.

Aşağıda 2022 yılı küresel Döviz Rezervleri Grafik:4'te gösterilmektedir.



Grafik 4: “2022 Yılı Küresel Döviz Rezervleri” Kaynak: TCMB,2023e, s:47

2021 sonunda yaşanan sert kur şoklarının ardından TCMB, 2022 boyunca rezerv biriktirmek ve aynı anda aşırı kur dalgalanmalarını bastırmak adına “Liralaşma” stratejileri adı altında; KKM ve ihracat döviz dönüş zorunlulukları vb. uygulamalarla TCMB döviz rezervlerinde artışlar yaşansa da Fed'in faiz

¹⁴ Emtia, finansal piyasalarda ve uluslararası ticarete, kalite ve miktar standartlarıyla tanımlanmış işlenmemiş ya da yarı işlenmiş birincil malları ifade eder. (Başçı & Oran 2021, s .23).

artışlarıyla doların güçlenmesi gibi nedenlerle uluslararası anlamda döviz rezervlerindeki düşüş yaşanmıştır.

TCMB, 2022 Yılı Para ve Kur Politikası Raporuna göre, “Hükümetle birlikte belirlenen orta vadeli enflasyon hedefi %5 olarak korunmuştur. Para politikası, enflasyonu bu hedefe kademeli olarak yaklaştıracak şekilde oluşturulacaktır.” (TCMB, 2021a, s. 12). Hükümet ve TCMB’nin birlikte ilan ettiği enflasyon hedefi ile hedef ve araç ayırımı korunarak TCMB’nin teknik karar alma özerkliğini sağlamış, ekonomik güven ve istikrarı pekiştirmiştir.

Türkiye’de yaşanan 6 Şubat 2023’deki Kahramanmaraş merkezli depremler finansal piyasalarda belirsizlik yaratmıştır. TCMB bu dönemde doğrudan döviz müdahalesi yerine, şubat ayında 50 baz puanlık faiz indirimi ve swap ihaleleriyle bankaların döviz likiditesi ihtiyacını karşılayarak aşırı kur dalgalanmalarını sınırlamayı hedeflemiştir. TL’ye yönelik talebi güçlendirmek için haziran ayından itibaren faiz artırımları yapan TCMB 2023 Faaliyet Raporuna göre, TCMB, politika faizini haziran ayında %8,5’ten %15’e, temmuz ayında %17,5 düzeyine yükselterek, ağustos ayında güçlü bir parasal sıkılaşıma yaparak politika faizini %17,5’ten %25 düzeyine yükseltmiştir. Eylül-kasım döneminde politika faizi %25’ten %40’a çıkarılmıştır. (TCMB, 2024c, s.18). TCMB, kademeli artışlarla politika faizini yaklaşık olarak toplam 32 puan yükselterek %8,5’ten %40’a kadar çıkarmıştır. Yüksek politika faizi ile enflasyon beklentilerini düşürerek döviz mevduatından TL mevduata dönüşü teşvik etmiştir.

2024’ün ilk çeyreğinden itibaren TCMB Para Politikası Kurulu, yavaşlayan enflasyon seyrine ve küresel finansal koşulların stabil duruma geldiği öngörüsü üzerinde TCMB politika faizinde kademeli olarak düşürmüştür. TCMB faiz indiriminin yanı sıra, döviz piyasasındaki ani dalgalanmaları önlemek amacıyla net rezerv kullanımı ile doğrudan döviz satışıyla piyasaya döviz arzı sağlarken ve bankalara TL karşılığında döviz temin ederek swap ihalelerini yoğunlaştırmıştır.

TCMB 2021-2025 yılları arasında USD/TL yıllık ortalama satış kuru Şekil:4’de yer almaktadır.

Yıl	Yıllık Ortalama Satış Kuru (USD/TRY)
2021	8,1484
2022	13,3398
2023	19,5784
2024	22,1771
2025*	23,6073

Şekil 4: “2021-2025 ABD Doları/TRY Aylık Ortalama Satış Kuru” serisi. Kaynak: T.C.M.B, Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS),

2021–2022’deki düşük faiz politikası ve KKM uygulamaları ile sermaye akımlarını geçici olarak TL lehine değiştirirse de politika faizinin enflasyonun çok gerisinde kalması piyasa güvenini sarsması üzerine Türkiye’nin cari işlemler dengesini bozmaya devam etmesi, TL’nin getirisinin düşeceği

izlenimi yaratmış ki bu da Türk Lirası'nın Amerikan Doları karşısındaki keskin değer kaybı yaşatmıştır. Küresel ve iç baskıların bir arada hissedildiği 2022–2025 döneminde TCMB kur üzerinde müdahale kapasitesini koruyarak TL'deki aşırı hareketlenmeyi sınırlamayı hedeflemiştir.

2001-2024 Yılları TCMB Döviz ve Altın Rezervleri (Milyar ABD Doları)



Kaynak: TCMB.

Son Gözlem Tarihi: 31 Aralık 2024

Grafik 5: TCMB 2001-2024 Yılları Döviz ve Altın Rezervleri. Kaynak: (TCMB, 2025a, s:48)

Yukarıdaki Grafik 5'e göre, TCMB, 2021 yılı sonlarında azalan döviz rezervleri yeniden toparlanma eğilimine girmiş; KKM uygulaması ile dövize olan bireysel talebi azaltmış böylece döviz satışı ihtiyacı azalmış, TCMB'nin rezervleri toparlanmaya başlamıştır. 2022 yılından itibaren TCMB 2022 faaliyet raporuna göre, "İhracat bedellerinin belirli oranının Merkez Bankası'na satılması uygulaması rezervlere olumlu katkı sağlamıştır." TCMB. (2023e, s.47). İhracat işlemleri karşılığında döviz gelirlerinin %40'ını Merkez Bankası'na satmak yükümlülüğü ile döviz rezervleri güçlendirilmiştir. 2024 sonlarında KKM uygulamasına son verilmesiyle döviz satışı gerçekleşse de 2025 yılı itibaren sıkı para politikası duruşu ve Çin, Katar, Güney Kore gibi ülkelerle yeni swap hatları ve dış finansman anlaşmaları imzalayarak rezerv birikimini artırmıştır. TL'nin değerinin daha istikrarlı seyretmesi ve enflasyonun orta vadede düşeceğine dair piyasa beklentilerini güçlendirmesi için TCMB, Temmuz 2025'te politika faizi olan bir haftalık repo ihale faiz oranını %46'da sabit tutmuştur. Hem yüksek faiz hem de çok uluslu swap iş birlikleri TCMB'nin enflasyon ve kur istikrarını sağlamada kararlı olduğu izlenimi vermektedir.

Neoliberal modelde sermaye girişleri döviz rezervleri için ana kaynak haline gelmiştir. Ancak 2021'de düşük faiz politikasıyla reel faiz negatif yönlü olduğunda, sıcak para çıkışı hızlanmış, bu da döviz talebini artırmıştır. Neoliberal ekonomi politiğin merkez bankası bağımsızlığına dayalı yapısına karşın, 2021'de para otoritelerinin etkisiyle politika faizinin enflasyonun çok altında tutulması, dövize yönelimi hızlandırmıştır. Neoliberal dönemde benimsenen rezerv tamponuna dayalı müdahale anlayışı, 2021–2022 krizinde rezervlerin negatife düşmesiyle çelişkili hâle gelmiştir.

SONUÇ

Bu tez, uluslararası sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle başlayan ve Neoliberal dönemin başlangıcı olan 1980'lerden günümüze TCMB'nin para ve kur politikalarının döviz kuru dinamikleri üzerindeki etkisini bütüncül bir çerçevede incelemiştir. TCMB para politikası araçlarının ulusal para birimi üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Çalışma, döviz kurunun makroekonomik aktarım zincirindeki kilit konumunu, fiyat istikrarının sağlanmasındaki rolünü, faiz oranlarıyla döviz kuru arasında kurulan karşılıklı etkileşim mekanizmasını, serbest piyasa ekonomisine geçişin getirdiği kur rejimi dönüşümlerini, kriz dönemlerinde devreye giren politika tepkilerini ve kur dalgalanmalarının yerli-yabancı yatırımcı davranışlarına yansımalarını nicel gözlemlerle ve tarihsel verilerle irdelemiştir.

Neoliberal dönemin başlamasıyla birlikte döviz kurunun önem kazanmasının temel nedeni, uluslararası sermaye hareketlerinin artmasıyla döviz kuru riski, makroekonomik istikrarı gözeten merkez bankaları için vazgeçilemez bir unsur haline gelmiştir. TCMB'nin fiyat istikrarını sağlama hedefi sürecinde döviz kuru; ithalat maliyetleri, enflasyon beklentileri ve reel faiz düzeyi aracılığıyla para politikasını yönlendirilmesinde merkezi bir işlev üstlenmiştir. TCMB'nin faiz politikaları, özellikle gecelik faizlerdeki ani yükselişler veya kademeli indirimler yoluyla hem yurtiçi tasarruf sahiplerinin hem de yabancı portföy yatırımcılarının döviz talebini azaltıp TL'ye olan talebi artırmıştır. 1980'li yılların başından itibaren serbest piyasa ekonomisine geçiş, döviz kuru yönetiminde katı sabit bant düzeninden vazgeçerek esnek ama kontrollü dalgalanma kararlarıyla TCMB'nin müdahale araçlarında çok boyutlu bir döviz kuru politikası uygulamasına zemin hazırlamıştır. TCMB 1994, 2001, 2008 ve 2021 gibi ekonomik kriz dönemlerinde yalnızca politika faizini değiştirmekle kalmayıp döviz rezervlerin kademeli kullanımı, swap ihaleleri, doğrudan döviz alım-satımı ve KKM gibi yenilikçi birden fazla politika araç setini eşgüdümlü ve koordineli biçimde kullanarak döviz kuru ve likiditeyi yönetmeyi hedeflemiştir. Son yıllarda swap hatlarının yurtdışına açılmasıyla rezerv birikimi güçlendirilmiştir. Elde edilen bilgilere göre, döviz kuru hareketlerinde Türk Lirası'na duyulan güven düzeyi ile paralel olarak, yerli yatırımcılar yüksek enflasyon, belirsizlik dönemlerinde para ikamesi eğilimi gösterirken, yabancı portföy yatırımcılarında ise risk primi kanalıyla sermaye giriş-çıkışlarını belirginleştirdiğini göstermektedir. Genel olarak yatırımcılar zaman zaman Türkiye'yi cazip bulsa da küresel şok ve ekonomik kriz dönemlerinde enflasyonist baskılar, jeopolitik riskler, risk primindeki artışlar kaynaklı belirsizlikler ile döviz kuru hareketlerine ilişkin yatırımcıları TL'ye olan güvenini sarsmıştır.

TCMB'nin faiz politikaları, döviz kuru üzerinde hem doğrudan hem de beklentiler kanalıyla dolaylı etkilere sahiptir. Politika faizindeki değişiklikler özellikle 2021 yılında olduğu gibi, yüksek enflasyon ortamında politika faizinin piyasa beklentilerinin ve enflasyonun altında tutulduğu

dönemlerde döviz kuru hızla yükselişe geçmiştir. TCMB yüksek nominal faiz oranları uyguladığı dönemlerde, TL'ye olan güveni kısmen restore ederek döviz kurlarında istikrar sağlamıştır. Faiz politikasının kur üzerindeki olumlu etkisini arttırabilmek için faiz kararlarının tutarlılığı ve fiyat istikrarı hedefinin tutarlılık düzeyiyle doğrudan ilişkilidir.

Neoliberal dönüşümle birlikte merkezi otoritenin ülke ekonomisine dahil olması sınırlandırılrsa da sermaye hareketlerinin serbestleşmesi TCMB'nin döviz kuru üzerinde para politikası araçlarını çeşitlendirilmesiyle Hazine ile birlikte hareket etmeyi mecburi hale getirmiştir. Para Politikası Kurulunun kurulmasıyla yasal olarak araç bağımsızlığı kazanmıştır. Bağımsızlığın güvenilir ve sürdürülebilir olması için alınan kararlarda makroekonomik hedeflerin hükümetle birlikte belirlenmesi hesap verme zorunluluğunu, hedefler doğrultusunda sunulan rapor sonuçların piyasa aktörleriyle paylaşılması şeffaflığı hem para politikasının hem de maliye politikasının güvenilirliği güçlendirmektedir. Dolayısıyla döviz kuru hareketlerine ilişkin belirsizlikler azalır.

Bu çalışmada teoride ve tarihsel anlatımda derinlik sağlanmış olsa da nicel olarak test eden zaman serisi modelleri kullanılmamıştır. Çalışma sadece Türkiye odaklı ilerlemiş farklı ülke örneklerini içeren bir karşılaştırmalı analiz yapılmamıştır. Bu eksiklikler TCMB politikalarının döviz kuru üzerindeki daha kapsamlı sonuçlar ortaya koymasını sağlayacaktır.

KAYNAKÇA

Akalın, G. (2007). *Para, banka ve finansal piyasalar* (5. baskı). Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.

Akçay, Ü. (2009). *Merkez bankasının bağımsızlaşmasının ekonomi politiği: Türkiye örneği* (Doktora tezi). Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Akıncı, Ö., Barlas, Y., & Usta, B. (2005). *Dolarizasyon Endeksleri: Türkiye'deki Dolarizasyon Sürecine İlişkin Göstergeler* (TCMB Çalışma Tebliği No. 05/17). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.

Akgüç, Ö. (2014). *Merkez bankacılığı* (3. bs.). İstanbul: Türkmen Kitabevi.

Bakır, C. (2007a). *Merkezdeki banka: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nda Değişim ve Bağımsızlık*. İstanbul: Beta Yayınları.

Bakır, C. (2007b). *Merkezdeki banka: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ve Uluslararası Bir Karşılaştırma*. İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları.

Bakır, C. (2016). *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ve Döviz Kuru Politikaları*. *Maliye Dergisi*, 171, 29-48.

Başçı, E. & Oran, Ö. (2021). *Emtia Piyasaları ve Risk Yönetimi* (s. 23). İstanbul: Literatür Yayıncılık.

Bayraktar, C. (2004). *Uluslararası İktisat Politikaları* (s. 102–103). Siyasal Kitabevi.

Cantekin, C. (2017). *Kambiyo işlemleri ve bankacılık: Mevzuat – Uygulamalar – Finansman* (4. basım). Seçkin Yayınevi.

Dornbusch, R., & Fischer, S. (1981). *Macroeconomics*. New York: McGraw-Hill.

Dornbusch, R., Fischer, S. ve Startz, R. (2013). *Makroiktisat* (A. Yılmaz, Çev.). İstanbul: Literatür Yayıncılık.

Duman, L. (2020). *Türkiye Ekonomisi ve Para Politikası*. İstanbul: Alfa Yayıncılık.

Edwards, S., & Savastano, M. A. (1999). Exchange rates in emerging economies: What do we know? What do we need to know? In *Economic Policy Reform: The Second Stage* (pp. 35–63). University of Chicago Press.

Eğilmez, M. (2012). *Kur rejimleri ve Türkiye uygulaması*. Remzi Kitabevi.

Eğilmez, M., & Kumcu, C. (2014). *Ekonomide Analitik Düşünce* (2. Baskı). İstanbul: Remzi Kitabevi.

Eğilmez, M., & Kumcu, E. (2016). *Ekonomi Politikası: Teori ve Türkiye Uygulaması* (12. Baskı). İstanbul: Remzi Kitabevi.

Fisher, I. (1930). *The Theory of Interest*. Macmillan.

Gilpin, R. (2011). *Uluslararası İlişkilerin Ekonomi Politikası*, (Çev., M. Duran, S. Oktay, M. K. Ceyhan ve G. Polat), Ankara: Kripto.

Harvey, D. (2007). *Neoliberalizm: Tarihsel ve Eleştirel Bir Çözümleme* (Çev. A. Yılmaz). İstanbul: Sel Yayıncılık.

İş Bankası Ekonomi. (2023). *Aralık 2022 Ödemeler Dengesi Verileri*. İş Bankası Ekonomi.

Karlık, R. (2022). *Uluslararası Ekonomik Kuruluşlar ve Türkiye* (13. Baskı). Ankara: Beta Yayınları.

Krugman, P. R., Obstfeld, M., & Melitz, M. J. (2018). *International economics: Theory and policy* (9th ed.). Pearson Education.

Krugman, P. R., & Obstfeld, M. (2009). *Uluslararası İktisat: Teori ve politika* (Çev. Ç. Şenel, 8. bs.). İstanbul: Beta Yayıncılık.

Mishkin, F. S. (2016). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* (10th ed.). Pearson Education.

Mishkin, F. S. (2019). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets* (11th ed.). Pearson.

Mishkin, F. S. (2015). *Para, Bankalar ve Finansal Piyasalar* (Çev. A. Demir, A. Öztürk & S. Yılmaz, Çev.). İstanbul: Literatür Yayıncılık.

Mundell, R. A. (1971). *Monetary theory: Inflation, interest, and growth in the world economy*. Santa Colomba

Müslümov, A., Hasanov, M., & Özyıldırım, C. (2015). *Döviz Kuru Sistemleri ve Türkiye'de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri*. Scala Basım Yayım.

Arslan, N., & Kanbur, A. N. (2007). Türkiye'de 1980 Sonrası Satın Alma Gücü Paritesi Yaklaşımı. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 23(2),

Öniş, Z. ve Şenses, F. (2009b). "Post-Washington Mutabakatı'nı Yeniden Düşünmek", (Ed.F. Şenses), *Neoliberal Küreselleşme ve Kalkınma Seçme Yazılar*, İstanbul: İletişim Yayınları: 347-385

Öniş, Z., & Şenses, F. (2009a). *Küresel Kriz, Neoliberal Dönüşüm ve Türkiye Ekonomisi*. İstanbul: İletişim Yayınları.

Öniş, Z. (1991). *State and Market: Turkish Economic Development in the 20th Century*.

Ökçün, A. G. 1968, Türkiye İktisat Kongresi (1923): Haberler, Belgeler, Yorumlar, Ankara, AÜSBF, No:262

Özatay, F. (2006). *Finansal Piyasalar ve Kurumlar*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi Yayınları.

Pamuk, Ş. (2014). *Türkiye'nin 200 Yıllık İktisadi Tarihi*. İstanbul: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları.

Parasız, İ. (2013). *Para-Banka-Kredi* (19. Baskı). Bursa: Ezgi Kitabevi.

Pınar, A., & Erdal, B. (2008). *Para, Banka, Mali Kuruluşlar ve Uluslararası Mali Sistem*. Naturel Yayıncılık.

Seydioğlu, H. (2003a). *Ekonomi terimleri sözlüğü* (10. bs.). Güzem Yayınları.

Seydioğlu, H. (2003b). *Uluslararası İktisat*, Güzem Yayınları,

Seydioğlu, H. (2003c). *Uluslararası iktisat: Teori, politika ve uygulama* (15. bs.). İstanbul: Güzem Yayınları.

Seydioğlu, H. (2013). *Uluslararası Finans* (6. Baskı). İstanbul: Güzem Can Yayınları.

Seydioğlu, H. (2017). *Uluslararası iktisat: Teori, politika ve uygulama* (21. baskı). (Güzem Can Yayınları), İstanbul.

Seydioğlu, M. (2017a). *Döviz kurları ve para politikası*. Beta Yayınları.

Şengül, H. (2021). Osmanlı İtibar-ı Milli Bankası'nın Kuruluşunda Maliye Nazırı Cavit Bey'in Rolü. *Universal Journal of History and Culture*, 3(1)

Taşkın, M. (2017). *Para Teorisi ve Politikası*. Ankara: Siyasal Kitabevi.

Tokgöz, E. (1995). Merkez bankalarının bağımsızlığı. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 13.

Uzunoglu, S. (2007). *Para ve döviz piyasaları* (3. Basım). Literatür Yayıncılık.

Ünsal, E. (2005). *Makro iktisat: Teori ve politika* (6. baskı). Ankara: İmaj Yayıncılık.

Yeldan, E. (2001). *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Bölüşüm, Büyüme ve Kriz*. İstanbul: İletişim Yayınları.

Yeldan, A. E. (2001a). *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi*. İletişim Yayınları.

Yeldan, E. (2003). *Krizler ve İstikrar: Türkiye Ekonomisi Üzerine Yazılar*. İstanbul: İletişim Yayıncılık.

Yıldırım, K. (2013). *Makro İktisat Teorisi* (5. Baskı). Ankara: Gazi Kitabevi.

Yeldan, E. (2005). *Türkiye'de Yapısal Uyum ve Büyüme Politikaları*. İmge Kitabevi Yayınları.

Yılmaz, R., & Meçik, O. (2023). Türkiye'de Paranın Depolitizasyonu, Merkez Bankası Bağımsızlığı ve Siyasal Partilerin Dönüşümü. *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 78(1).

TCMB Raporları

- TCMB. (1970). *1970 Yılı TCMB Yıllık Raporu*. Ankara: TCMB Yayınları.
- TCMB. (1970). *1211 Sayılı TCMB Kanunu ve Banka Bağımsızlığı Üzerine Değerlendirmeler*. Ankara: TCMB Yayınları.
- TCMB. (1971). *Para Politikası Raporu*. Ankara: TCMB Yayınları.
- TCMB. (1972). *Türkiye'de para ve kur politikaları*. Ankara: TCMB Yayınları
- TCMB. (1974). *1974 Yılı Para Politikası Raporu*. Ankara: TCMB Yayınları.
- TCMB. (1975). *1975 Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB Yayınları.
- TCMB. (1976). *1976 Para Politikası Raporu*. Ankara: TCMB Yayınları.
- TCMB. (1977). *1977 Yılı Yıllık Raporu*. Ankara: TCMB Yayınları.
- TCMB. (1978). *1978 Yılı Para Politikası Raporu*. Ankara: TCMB Yayınları.
- TCMB. (1979). *1979 Yılı Para Politikası Raporu*. Ankara: TCMB Yayınları.
- TCMB. *1980 Yıllık Rapor*, Ankara: TCMB Yayınları, 1981.
- TCMB. *1983 Yıllık Rapor*, Ankara: TCMB Yayınları, 1984.
- TCMB. *1985 Yıllık Rapor*, Ankara: TCMB Yayınları, 1986.
- TCMB. *1987 Yıllık Rapor*, Ankara: TCMB Yayınları, 1988.
- TCMB. *1989 Yıllık Rapor*, Ankara: TCMB Yayınları, 1990.
- TCMB. *1990 Yıllık Rapor*, Ankara: TCMB Yayınları, 1991.
- TCMB. (1996). *Para İkamesi, Hiperenflasyon ve İstikrar Programları*. Ankara: TCMB Yayınları.
- TCMB. (2001). *2000 Yıllık Rapor*. Ankara: TCMB Yayınları.
- TCMB. (2022). *Rezerv Yönetimi Raporu*. Ankara: TCMB Yayınları.
- TCMB. (2002a). *Para Politikası Raporu (2002/I)*. Ankara: TCMB Yayınları.
- TCMB. (2002b). *2001 Yılı Para Politikası Raporu*. Ankara: TCMB Yayınları.
- TCMB. Araştırma Genel Müdürlüğü. (2002c, Temmuz). *Cari İşlemler Hesabına Çeşitli Yaklaşımlar; Sürdürülebilirlik ve Türkiye Örneği* (Çalışma Tebliğ No. 8). Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- TCMB. (2003). *Para politikası raporu*. Ankara: TCMB Yayınları.
- TCMB. (2005). *Para Politikası Raporu 2005/I*. Ankara: TCMB Yayınları.
- TCMB. (2006). *Enflasyon Raporu 2006-I*. Ankara: TCMB Yayınları.
- TCMB. (2006a). *Enflasyon Hedeflemesi Rejimi*. Ankara: TCMB Yayınları.
- TCMB. (2007). *2006 Yılı Para ve Kur Politikası Metni*. Ankara: TCMB Yayınları.
- TCMB. (2007a). *2008 Yılında Para ve Kur Politikası*. Ankara: TCMB Yayınları.
- TCMB (10 Aralık 2009). *2010 Yılında Para ve Kur Politikası*. Ankara: TCMB Yayınları.

TCMB. (2013). *Enflasyon Raporu 2013-IV* (Rapor No. 2013-IV). Ankara: TCMB Yayınları.

TCMB. (2018). *Enflasyon Raporu 2018-III* (Rapor No. 2018-III). Ankara: TCMB Yayınları.

TCMB. (2020). *Enflasyon Raporu Bilgilendirme Toplantısı 2020-II* (Rapor No. 2020-II). Ankara: TCMB Yayınları.

TCMB. (2021a). *2022 Yılı Para ve Kur Politikası*. Ankara: TCMB Yayınları.

TCMB. (2021b). *Enflasyon Raporu 2021-II*. Ankara: TCMB Yayınları.

TCMB. (2021d). *2021 Yılı Para ve Kur Politikası*. Ankara: TCMB.

TCMB. (2022). *Enflasyon Raporu 2022-I* Ankara: TCMB Yayınları.

TCMB. (2022a). *Enflasyon Raporu 2022-II* (Rapor No. 2022-II). Ankara: TCMB Yayınları.

TCMB (2022b). *Enflasyon Raporu 2022-III* (Rapor No. 2022-III). Ankara: TCMB Yayınları.

TCMB (2022c). *2023 Yılı Para Politikası ve Liralaşma Stratejisi* Ankara: TCMB Yayınları.

TCMB. (2022h). *Finansal İstikrar Raporu - Mayıs 2022* (Sayı 34). Ankara: TCMB Yayınları.

TCMB. (2023a). *Döviz Kuru Politikası*. Ankara: TCMB Yayınları

TCMB. (2023b). *Para Politikası ve Araçları*. Ankara: TCMB Yayınları.

TCMB. (2023c). *Rezerv Yönetimi Raporları*. Ankara: TCMB Yayınları.

TCMB (2023e) *2022 Yılı Yıllık Faaliyet Raporu*. Ankara: TCMB Yayınları.

TCMB. (2024). *Para Politikası Araçları*. Ankara: TCMB Yayınları.

TCMB. (2004). *Para Politikası Raporu 2004/I*. Ankara: TCMB Yayınları.

TCMB. (2024). *Zorunlu Karşılıklar ve Rezerv Araçları Uygulaması*. Ankara: TCMB Yayınları.

TCMB. (2024). *Piyasalar Genel Müdürlüğü Açık Piyasa İşlemleri ve Likidite Politikası*. Ankara: TCMB Yayınları

TCMB. (2024a). *Açık Piyasa İşlemleri*. Ankara: TCMB Yayınları.

TCMB (2024b, 4 Şubat). *Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Başkanlığı Atamasına İlişkin Basın Duyurusu* (Sayı: 2024-06). Ankara: TCMB Yayınları.

TCMB. (2025a). *2024 Yılı Faaliyet Raporu*. Ankara: TCMB Yayınları.

TCMB. (2025b). *2025 Para Politikası*. Ankara: TCMB Yayınları.

TCMB (2024c) *2023 Yılı Yıllık Faaliyet Raporu*. Ankara: TCMB Yayınları.

TCMB. (2025). *Yönetim Birimleri*. Ankara: TCMB Yayınları

TCMB. (2025). *Para Politikası Kurulu*. Ankara: TCMB Yayınları

TCMB. (2025). *Şubeler*. Ankara: TCMB Yayınları

TCMB. (2025). *Organizasyon Şeması*. Ankara: TCMB Yayınları

TCMB. (2025). *2024 Yılı Yıllık Faaliyet Raporu*. Ankara: TCMB Yayınları.

TCMB. *TCMB'nin Vaziyeti ve Anlamı* Ankara: TCMB Yayınları.

1211 sayılı yasa ile ilgili alıntılar, Merkez Bankası tarafından yayınlanan 1970 yılındaki metinden alınmıştır. Yasanın tüm metni için bkz: (TCMB, 1970). Ankara: TCMB Yayınları

TCMB. (2021c, 16 Aralık). Faiz Oranları Hakkında Basın Bülteni (2021-59).

TCMB. (2022d, 18 Ağustos). Faiz Oranları Hakkında Basın Bülteni (2022-35).

TCMB. (2022e, 22 Eylül). Faiz Oranları Hakkında Basın Bülteni (2022-38).

TCMB. (2022f, 20 Ekim). Faiz Oranları Hakkında Basın Bülteni (2022-42).

TCMB. (2022g, 24 Kasım). Faiz Oranları Hakkında Basın Bülteni (2022-47).

İnternet Sitesi

Eğilmez, M. (2020). *Para Politikası Araçları El Kitabı*.
(<https://www.mahfiyegilmez.com/2020/09/para-politikas-araclar-el-kitab.html>)

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2022). *Elektronik Veri Dağıtım Sistemi* [Veri serisi TP.KKYB]. Erişim: <https://evds2.tcmb.gov.tr/>

TCMB Kur Göstergeleri: https://www.tcmb.gov.tr/kurlar/kurlar_tr.html