

*Economics and Administration, Tourism and Tourism Management, History, Culture, Religion, Psychology, Sociology, Fine Arts, Engineering, Architecture, Language, Literature, Educational Sciences, Pedagogy & Other Disciplines in Social Sciences*

**Vol:3, Issue:12**  
sssjournal.com

**pp.2061-2089**  
ISSN:2587-1587

**2017**  
sssjournal.info@gmail.com

Article Arrival Date (Makale Geliş Tarihi) 20/11/2017 | The Published Rel. Date (Makale Yayın Kabul Tarihi) 25/12/2017  
Published Date (Makale Yayın Tarihi) 26.12.2017

**MERKEZ BANKASI ANALİTİK BİLANÇOSU KAPSAMINDA PARA  
POLİTİKALARININ ÖDEMELER DENGESİ VE DIŞ BORÇLAR ÜZERİNDEKİ ETKİSİ  
(2007-2012)**

*EFFECTS OF MONETARY POLICIES ON BALANCE OF PAYMENTS AND FOREIGN  
DEBTS WITHIN THE SCOPE OF CENTRAL BANK ANALYTICAL BALANCE SHEET (2007  
- 2012)*

**Yrd. Doç. Dr. Halil AKMEŞE**

Necmettin Erbakan Üniversitesi, Turizm Fakültesi, Turizm İşletmeciliği Bölümü,  
halilakmese@gmail.com, Konya/Türkiye

**ÖZ**

Çağdaş ekonomilerde ekonomi politikalarının uygulanmasında ve amaçlanan hedeflere ulaşılmasında 1960'lı yıllardan sonra para arzı miktarı yoğun olarak kullanılmaya başlanmıştır. Parasalcı teori uygulamalarının kullanımı yaygınlaştıkça merkez bankalarının para arzına müdahale şekli direkt olarak kendi bilançolarını ve finansal kuruluşların bilançolarını anında etkileyen para politikası uygulamalarından dolayı para politikası uygulamalarına yönelmiştir. Bu çalışmada 2007-2012 yılları arasında Türkiye'de uygulanan para politikalarının ödemeler dengesi ve dış borçlar üzerindeki etkileri ve bu etkilerin anlamlılık düzeyleri TCMB Analitik Bilançosu kapsamında tespit edilmeye çalışılmış; Hazine Müsteşarlığı ve TCMB ilişkileri kapsamında dış borçların muhasebeleştirilmesine yer verilmiştir. Hükümet ve kanunlarla belirlenen kamu kuruluşları adına Maliye Bakanlığı bünyesinde mali ajan olarak faaliyet gösteren Hazine Müsteşarlığı'nın dış borçlanmaya ilişkin muhasebe kayıtları 5018 sayılı "Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu"na dayanılarak çıkartılan ve 2006 yılında yürürlüğe giren "Genel Yönetim Muhasebe Yönetmeliği"ne göre örneklendirilmiştir. Çalışmanın birinci bölümünde paraya ilişkin temel kavramlara ve ilişkilere yer verilmiş; ikinci bölümde para politikaları, para politikalarının amaçları ve araçları; üçüncü bölümde ise ödemeler dengesi, dış borçlar ve dış borçların Maliye Bakanlığı'nca muhasebeleştirilmesi konuları ele alınmıştır. Çalışmanın dördüncü bölümünde veri döneminde uygulanan para politikalarının ödemeler dengesi ve dış borçlar üzerindeki etkileri TCMB veri tabanlarından elde edilen üçer aylık ödemeler dengesi ve dış borçlanma verileri kullanılarak analiz edilmiştir. Analizlerde dolaşımdaki para, rezerv para, para tabanı, merkez bankası parası, M1 ve M2 parasal büyüklükleri bağımsız değişkenler olarak alınmış ve her biri SPSS paket programı kullanılarak doğrusal regresyona tabi tutulmuş, bağımlı değişkenler üzerindeki etkileri analiz edilmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Merkez Bankası Analitik Bilançosu, Para Politikaları, Ödemeler Dengesi, Dış Borç, Dış Borçların Muhasebeleştirilmesi

**ABSTRACT**

In this study, effects of monetary policies carried out between 2007 and 2012 on balance of payments and foreign debts and the significance levels of these effects are tested within the scope of Central Bank Analytical Balance Sheet; and accounting entries relating to the foreign debts are illustrated within the scope of relations between Central Bank of The Republic of Turkey (CBRT) and The Treasury. Accounting entries, made by Treasury department that acts as a financial agent on behalf of the government and other institutions indicated by law, are illustrated with respect to the "General Administration Accounting Regulations" which is amended within the context of "Public Finance Administration and Control Act, Law no:5018" and came into effect in 2006. Basic concepts and relationships corresponding to money are mentioned in the first part; monetary policies, goals and instruments of monetary policies are mentioned in the second part; foreign debts and accounting entries of foreign debts by Ministry of Finance are mentioned and book entries are illustrated in third part. In the fourth part of the study effects of monetary policies on balance of payments and foreign debts are analyzed by means of quarterly data gathered from CBRT databases. Money in circulation, reserve money, monetary base, central bank money, M1 and M2 monetary indicators are set as independent variables and subjected to linear regression; and their effects on the dependent variables are analyzed.

**Keywords:** Central Bank Analytical Balance Sheet, Monetary Policies, Balance of Payments, Foreign Debts, Accounting Entries of Foreign Debts

## 1. GİRİŞ

İkinci Dünya Savaşı sonrasında milli ekonomilerde dış ticaret paylarının artması, küreselleşme eğilimleri ve yeni üretim teknolojilerinin hızlı gelişimi sonucunda büyüme çabası içine giren bütün ekonomiler, dış ticaret dengeleri ve büyümeyi destekleyici amaçlarla yapılan borçlanmalar açısından sorunlar yaşamışlardır. 1960 ve 1970li yıllarda yaşanan petrol fiyatlarındaki artış ve milli ekonomilerin parasal anlamda kontrolsüz genişlemeleri sonucunda enflasyon sorunu ortaya çıkmış, aynı dönemlerde Birleşik Devletler’ de Milton Friedman önderliğinde serbest piyasa ekonomisinin işleyişine dayalı ve ekonomi politikası içinde para arzına önemli bir yer veren parasalcı yaklaşımlar geliştirilmiştir. Bu kurama göre ekonomideki hemen hemen bütün dalgalanmalar ve istikrarsızlıklar para arzındaki artış ve azalışlar sonucunda ortaya çıkmaktadır. Parasalcı akımın değişen ve gelişen yeni dünya ekonomik düzeninde kabul görmeye başlaması, para ve varlık bulundurma tercihlerindeki değişimler, finansal piyasaların dünya çapında genişlemesi ve derinleşmesi, para ve sermaye piyasalarında serbestleşme ve artan yatırım hareketliliği, merkez bankacılığı anlayışında ve uygulamalarındaki gelişmeler sonucunda ekonomi politikalarının para arzı ile eşzamanlı olarak uygulanması gerekliliğini ortaya çıkarmıştır.

Para arzını kontrol etmeye yönelik yaklaşımlar para politikalarının ilk ortaya çıkış ve uygulanış aşamalarında, doğrudan kontrol araçları şeklindedir. Finansal sistem içerisinde Merkez Bankası ve diğer finansal kurumlar, ekonominin büyük oyuncularını rolünü üstlenmiş ve bu kurumların para arzını etkileyen karar ve eylemleri sonucunda para arzı kontrol edilmeye çalışılmıştır. Para arzı kontrolüne yönelik uygulamaların temelinde, finansal kurumların bilanço yapıları ve Merkez Bankası bilançosu yapısı yer almaktadır. Finansal sistemin para yaratma sürecine dayanan ve temelde merkez bankaları ve finansal kurumların bilançolarının yönetilmesi suretiyle kontrol altında tutularak, istenilen yönde değiştirilebilen para arzı süreçleri fiyatlar genel düzeyinde, ödemeler dengesinde, faiz oranlarında ve ekonomik büyümede istikrarın sağlanması ve tam istihdama ulaşılması amaçlarına yönelik olarak yoğun biçimde kullanılmıştır. Günümüzde milli ekonomilerin çoğunda parasal otorite rolünü üstlenen merkez bankaları, tarihi süreç içinde ilk olarak doğrudan para politikası araçlarını kullanmış, finansal kurumların varlık yapıları ve yükümlülükleri üzerinde etkili olan mali tablolarla ilişkin yapısal kararlarıyla ekonomik parametreleri direkt olarak etkilemeyi tercih etmişlerdir. Ancak, para ve sermaye piyasalarında ve dünya ticaretinde milli ekonomilerin entegrasyonu ve konjonktürel bağılıklarının artması sonucu, merkez bankalarının para arzına müdahaleleri, dolaylı para politikası araçlarıyla gerçekleştirilmeye başlanmıştır.

Modern ekonomilerin başlıca sorunlarından bir diğeri ise ödemeler dengesi açıklarıdır. Bu nedenle Merkez Bankası bilançoları içinde rezervler ve genel olarak uluslararası rezerv akımları önemli bir kaynak niteliğindedir. Ayrıca milli ekonomilerin bütçe açıklarından kaynaklanan dış borçlanma gerekleri de ekonomik amaçlara ulaşmak için tasarlanan maliye politikalarının bir sonucudur. Bu bağlamda ödemeler dengesi ve dış borçlanma gerekleri, para otoritesi olan Merkez Bankası’nın para politikası uygulamalarından etkilenmektedir. Bu etkilerin yönü ve büyüklüğü Merkez Bankası’nın kullandığı para politikası araçlarına ve ulaşılmak istenen hedeflere göre muhtelif nispetlerde gerçekleşebilmektedir.

## 2. PARA POLİTİKASININ TANIMI VE ÖNEMİ

Merkez bankaları, para basma imtiyazları dışında, hükümet ile paralel olarak ülkelerinin kalkınmasına ve büyümesine yardımcı olan kuruluşlardır. Merkez Bankaları, banka ve banka dışı kesimlere olan yükümlülüklerini değiştirmek, diğer bir ifadeyle ekonominin likiditesini arttırıp azaltmak yolu ile iktisadi faaliyetlerin seyrini etkileyebilmektedir (İskenderoğlu, 1993: 42). Merkez bankaları bu faaliyetleri uyguladıkları para politikası ile gerçekleştirmektedirler. Bu bağlamda merkez bankalarının gerçekleştirdikleri faaliyetlerin tümü para politikasını oluşturmaktadır (Esen, 2007: 30). Para politikası, paranın miktarını, maliyetini ve firmalar ile hane halklarının beklentilerini etkileyerek temel amaçlara ulaşmaya yönelik olarak oluşturulan stratejiler bütünü olarak tanımlanabilir (Çelik vd., 2006: 5). En geniş tanımıyla para politikası, para ve faiz oranlarının yönetilmesi olarak da ifade edilebilmektedir (Mishkin, 2004: 12). Para politikası genel ekonomi politikasının bir parçası olduğundan uyumlu ve etkin bir şekilde uygulanabilmesi bu politikanın tek bir organ tarafından yürütülmesini zorunlu kılmaktadır. Bu nedenle, hemen hemen bütün ülkelerde para politikasından sorumlu olan organ merkez bankalarıdır (Urgancı, 1982: 203).

Modern ekonomilerde komünizm ve liberalizm uçları arasında kendi pozisyonlarını ve ekonomik hayata yaklaşımlarını belirleyen devletler, yukarıda bahsi geçen amaçlar çerçevesinde ve çeşitli yöntemlerle ekonomik akışa müdahalelerde bulunmaktadırlar. Ekonomi üzerindeki müdahalelerini genellikle maliye politikaları ve para politikaları olmak üzere iki ana konu altında gerçekleştiren ekonomik sorumlular, müdahale kararlarını yine kendi ekonomik sistemlerine ve doktrinlerine uygun olarak gerçekleştirmek amacıyla

genellikle para ve maliye politikalarının farklı karışımlarını kullanmaktadırlar. Ekonomik akışı düzenleme çabaları içinde para politikalarının önemi ve kullanımı her geçen gün biraz daha artmaktadır.

Para, çeşitli fonksiyonları gerçekleştirmek amacıyla kullanılmaya başlandığı dönemden bu yana, devletlerin çeşitli amaçları gerçekleştirmesi ve dolayısıyla ekonomiye müdahale etmesi için bir araç olarak kullanılmıştır (Dileyici, 2001: 26). Fakat kullanılan bu aracın etkinliği sürekli bir tartışma konusu olmuştur. Paranın yanlılığı ve yansızlığı üzerine farklı teorik yaklaşımlar ortaya atılmıştır. Bu yaklaşımlardan Klasiklerin, paranın reel ekonomi üzerinde etkisinin olmadığını savunan teorilerinden sonra John Maynard Keynes, Milton Friedman, James Tobin ve diğer birçok iktisatçı, paranın reel sonuçlar doğurabileceğini kendi yaklaşımlarıyla ortaya koymaya çalışmışlardır (Kademli, 2007: 5-6).

Ekonomi politikalarının amaçları asli ve tali hedefler olarak iki farklı kapsamda incelenecek olursa, asli hedefler, kaynakların tam olarak istihdamı, fiyat istikrarının ve sürdürülebilirliğinin sağlanması, istikrarlı bir ekonomik büyüme trendinin yakalanması ve ödemeler dengesinde istikrarın sağlanması biçiminde dört ana grupta ele alınabilir. Tali hedefler olarak da, faiz oranlarında, finansal piyasalarda, döviz piyasalarında istikrar, gelir ve servet dağılımını düzenlemek, faktör dağılımını düzenlemek, kamusal ihtiyaçları karşılamak, bazı sektörlerle öncelik tanımak ve onları korumak, özel tüketim alışkanlıklarını düzenlemek, temel mallar arzını güvence altına almak gibi çeşitli hedefler incelenebilir (Önder, 2005: 4).

## 2.1. Dar ve Geniş Anlamda Para

Yaklaşık yüz yıl önce kullanımda olan değerli metallerden yapılmış paraların tedavülde olduğu zamanlarda banknotlar ve değerli olmayan metallerden yapılan paralar şüpheyle karşılanmıştır ancak günümüzde bu tür paralar en çok kabul gören para türleridir. Hane halkı, devlet ve firmalar gibi ekonomik birimlerin ellerinde bulundurdukları nakde ek olarak bu ekonomik birimlerin tasarrufundaki mevduat hesaplarının toplamından oluşan parasal büyüklük ekonomi literatüründe M1 olarak adlandırılmaktadır ve dar anlamda para tanımını karşılamaktadır. M1 para tanımının genel özelliği bu miktar içinde değerlendirilen nakdin ve mevduat hesaplarının genel ödeme aracı olarak kabul görmesidir.

Para ve parasal büyüklüklerden sorumlu olan otoriteler ekonomik düzen içinde para ve likiditesi yüksek diğer varlık türlerini içeren parasal tanımlamalar yapmaktadırlar. Teori ve uygulamada genel olarak kabul gören ve kullanılan parasal büyüklükler ve bunların içerikleri tablo 1’de gösterilmiştir (Hubbard, 2000: 25-28).

Tablo 1: Parasal Büyüklük Tanımları

|   | M1  | M2   | M3  | L   |
|---|---|--|---|---|
|  | Dolaşımdaki para + <ul style="list-style-type: none"> <li>• Seyahat Çekleri</li> <li>• Vadesiz Mevduat Hesapları</li> <li>• Diğer Çek Yazılabilir Hesaplar</li> </ul> | M1+ <ul style="list-style-type: none"> <li>• Belirli Miktarla Kadar Vadeli Mevduatlar</li> <li>• Tasarruf Mevduatları</li> <li>• Para Piyasası Mevduat Hesapları</li> <li>• Kurumsal Olmayan Para Piyasası Fon Hisseleri</li> <li>• Gecelik Repo</li> <li>• Gecelik Eurodolar</li> </ul> | M2 + <ul style="list-style-type: none"> <li>• Belirli Miktarın Üzerindeki Vadeli Hesaplar</li> <li>• Kurumsal Para Piyasası Fon Miktarları</li> <li>• Vadeli Repolar</li> <li>• Vadeli Eurodolar</li> </ul> | M3 + Bankalar Dışı Kesim: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Kısa Vadeli Hazine Bonoları</li> <li>• Ticari Tahviller</li> <li>• Tasarruf Bonoları</li> <li>• Banka Kabulleri</li> </ul> |

Kaynak: Hubbard, 2000: 26.

Bankalardaki mevduat hesapların iki temel özelliği vardır. Birincisi bu hesaplara ilişkin çek yazılması suretiyle ödemeler yapılabilmesidir. İkincisi de bu hesaplara genellikle faiz ödemesi yapılmamasıdır. Bu nedenle bankalar faiz ödemesi yapan daha avantajlı vadeli hesaplar açabilmektedir ancak bunlar çekle ödemeye konu edilmemektedir. Yine de bu vadeli mevduat türleri belirli bir prosedürden sonra hesap sahiplerinin iradesine bağlı olarak vadesiz mevduatlara dönüştürülebilmektedir. Vadeli mevduat hesaplarından vadesiz mevduat hesaplarına geçiş sürecindeki kolaylık vadeli mevduat hesaplarının da parasal büyüklükler içinde değerlendirilmesi tartışmasını ortaya çıkarmış ve bunun sonucunda M2 para tanımı ortaya çıkmıştır. M2 para tanımı aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:  $M2 = M1 + \text{Vadeli Mevduat}$ .

### 3. ÖDEMELER BİLANÇOSU TANIMI VE ÖZELLİKLERİ

Günümüz dünyasında bir ülkede mevcut olan mal, hizmet, sermaye ve iş gücü yalnızca bulunduğu ülkede kalmayıp uluslararası dolaşım halindedir. Global dünya yapısı ile ekonomik sınırlar da kalkmış ve ülkeler arası etkileşimler hız kazanmıştır. Mal, hizmet ve üretim faktörlerindeki bu hızlı dolaşım beraberinde bu dolaşımın kaydını da getirmiştir. Bu kayıt ülkelerin ekonomik, sosyal ve siyasi politikalarında uygulama ve kontrol açısından önemli yer tutar. Bu nedenle uluslararası meydana gelen mal, hizmet ve sermaye hareketleri yani ekonomik işlemler ödemeler bilançosu olarak adlandırılan bir belgede kayıt altına alınır. Bu durumda ödemeler bilançosu; belli bir dönemde bir ülkedeki yerleşik kişi ve kurumların, diğer ülkelerde yerleşik olan kişi ve kuruluşlar ile yapmış oldukları faaliyetlerin ve bu faaliyetlerin neden olduğu açık ve fazlaları denkleştirmek için yapılan rezerv işlemlerinin sistematik olarak kaydedilmesinden oluşur. Ödemeler bilançosu veya dengesi, ülkelerin belirli bir dönem içerisindeki dış ekonomik ve mali ilişkilerinin durumunu gösterir (Seyidoğlu, 2003b: 395).

Ödemeler bilançosuna ilişkin en geniş tanım IMF tarafından yapılmıştır. Bu tanıma göre ödemeler bilançosu; belirli bir süre içinde ülkenin yerlileri ile yabancı ülkeler arasında yapılan ekonomik akımların ve bu akımlara bağlı değerlerin, transfer ödemelerinin ve rezervlerde meydana gelen değişikliklerin sistematik ve muhasebe kayıtlarına uygun olarak tespit edildiği istatistikî bir tablodur (BPM 5, 2008: 6).

Ödemeler dengesi kavramı ilk kez; Merkantilistlerin son temsilcilerinden S. J. Stevart tarafından 1767 yılında ortaya atılmıştır. S. J. Stevart Politik Ekonominin İlkelerine İlişkin Bir Araştırma adlı eserinde, bir ülkenin ticaret dengesiyle ödemeler dengesinin birbirinden farklı olduğunu, ödemeler dengesinin ihracat ve ithalatın yanı sıra yerli halkın yabancı ülkelerde yaptığı harcamalar, borçlara ilişkin anapara ve faiz ödemeleri ve diğer uluslara verilen borçlar gibi unsurları da kapsadığını belirterek günümüzde kullandığımız ödemeler dengesi kavramının temelini atmıştır. Ancak ülkeler tarafından ödemeler dengesi istatistiklerinin sistematik bir şekilde hazırlanıp sunulması, İkinci Dünya Savaşı sonrasında IMF'nin kuruluşuyla birlikte gerçekleşmiştir (Börke Tunali, 2007: 4-5).

Tanımda geçen yerleşik ekonomik birimler o ülkede bir yıldan uzun süredir bulunan birimlerdir. Bunlar merkezi hükümet, bankalar, gerçek ve tüzel kişiler, kuruluşlar olabilir. Uluslararası ekonomik ilişkiler açısından yerleşik olma kavramı yurttaşlıktan ziyade farklı ülkenin vatandaşı olsalar bile kişilerin sürekli oturdukları veya işlerini yürüttükleri ülkede yerleşik olduklarını ifade eder (Akbostancı, 2012: 2).

Tanımlarda geçen diğer belirleyici unsur ise ekonomik işlem kavramıdır. Uluslararası ekonomik işlemler, ele alınan ülke ile dış dünya arasındaki mal, hizmet ve faktör akımlarını içerir. Faktör akımları ise sermaye, emek ve teknolojiye oluşur. Genellikle bu ekonomik işlemler sonucunda parasal bir ödeme söz konusudur.

Sonuç olarak bir ülkenin dış ticaret dengesizliğinin boyutu ve hangi alanlarda (örneğin; fiziki mallar, turizm) açık ya da fazlası olduğu, ülkenin sahip olduğu borçları ve yabancı varlıklarındaki azalışları ya da ödemiş olduğu borçları ve yabancı varlıklarındaki artışı, alınan borçların ve yapılmakta olan yatırımların yapısı ve parasal otoritelerin (merkez bankaları) aktiviteleri ödemeler bilançosu ile görülebilir (Brown and Hogendorn, 1994: 401).

Ödemeler bilançosu bir ülkenin ekonomik durumunu yansıtan önemli bir göstergedir. Şöyle ki, ödemeler bilançosundaki bir denge veya dengesizlik o ülkenin ödeme gücündeki iyileşme ya da bozulmaları yansıtır ve dolayısı ile çoğu kez o ülkenin uluslararası alandaki ekonomik ve mali itibarının bir göstergesi olarak yorumlanabilir (Seyidoğlu, 2003b: 395).

Ödemeler bilançosunun tanımında da belirtildiği gibi ekonomik işlem ve ekonomik birimler ödemeler bilançosu unsurlarındandır. Karşılıklı yarar çerçevesinde yapılan "uluslararası ekonomik işlemler", bir ülkedeki yerleşikler ile diğer ülkelerdeki yerleşikler arasında gerçekleşen mal, hizmet, faktör (emek, sermaye ve teknoloji) akımlarını ifade eder ve bu işlemleri şu şekilde sıralamak mümkündür (Kopuz, 2010: 8);

- ✓ Altın ve kısa vadeli senetler karşılığında mal ve hizmet alım satımı,
- ✓ Senetlerle senetlerin değişimi,
- ✓ Mal ve hizmetin mal ve hizmetlerle değişimi,
- ✓ Bağış şeklinde senet, mal ve hizmet verme veya alma,
- ✓ Bağış şeklinde senet, altın veya döviz verme ve alma.

Ödemeler bilançosunda süre genellikle bir yıldır. Ancak ABD ve bazı ülkelerde ödemeler bilançosunun bir yıldan daha kısa sürelerde de yayınlandığı bilinmektedir. Esas itibarıyla önemli olan belirli bir dönemi kapsıyor olmasıdır. Bu bizim ülkemizde olduğu gibi bir yıl da olabilir, ABD'deki gibi üçer aylık periyotlarla da olabilir (Seyidoğlu, 2003b: 397).

Ödemeler bilançosunun oluşturulmasında uygulanan temel ilke, kaydedilen her işlemin tam olarak eşit değerde olan iki kayıtla gösterilmesidir. Bu kayıtlardan birisi alacak kaydı olarak düzenlenir ve pozitif işaretli olduğu düşünülür, diğer kayıt ise borç kaydı olarak adlandırılır ve negatif işaret verilir. Böylece, esas itibarıyla, pozitif işaretli bütün kayıtların toplamı negatif işaretli bütün kayıtların toplamına eşittir ve rapordaki bütün kayıtların net bakiyesi sıfırdır (Çekim, 2009: 6).

Teknik olarak ödemeler dengesi, belirli bir dönem boyunca gerçekleştirilen ekonomik işlemleri göstermesi sebebiyle bir stok değil akım kavram niteliğindedir. Yani ödemeler dengesi ülkenin birikmiş dış borç ve varlıklarının tutarını göstermez, ancak bunlardaki yıllık değişimi ortaya koyar.

Ödemeler dengesi çift kayıtlı muhasebe tekniğine göre tutulmaktadır. Buna göre ödemeler dengesine kaydedilen her işlem, ilgili hesabın alacaklı ya da borçlu kısmına kaydedildikten sonra, başka bir hesabın borçlu ya da alacaklı kısmına da kaydedilecektir. Dolayısıyla ödemeler dengesi muhasebe anlamında her zaman denk olacaktır (Börke Tunalı, 2007: 7).

Ödemeler dengesinde ekonomik olarak dengenin sağlanıp sağlanmadığını belirleyebilmek için, ödemeler dengesine kaydedilen işlemler otonom işlemler ve denkleştirici işlemler şeklinde iki grupta incelenir. J.E Meade'e göre denkleştirici işlemlerin ayırt edici özelliği, bu işlemlerin ödemeler dengesindeki diğer işlemlerin yarattığı açığı ya da fazlayı gidermek amacıyla yapılması, otonom işlemlerin ayırt edici özelliği ise; bu işlemlerin ödemeler dengesindeki diğer işlemlerin büyüklüğüne bağlı olmaksızın gerçekleştirilmesidir. Ödemeler dengesinde otonom nitelik taşıyan kalemlere dengede açık veya fazla doğurdıkları için dengesizlik doğuran (gap-making) işlemler, buna karşılık dengede otonom kalemlerden doğan dengesizlikleri gidermek için yapılan denkleştirici işlemlere de dengesizlik giderici (gap-filling) işlemler denir. Kâr amacı için mal ve hizmet ihracı, karşılıksız transferler, doğrudan yabancı sermaye yatırımları otonom kalemlere örnek iken, otonom kalemlerden kaynaklanan gelir ve gider dengesizliklerini karşılamak amacıyla yapılan altın ve döviz satışları denkleştirici işlemlere örnektir (Meade, 1951: 11).

Ödemeler dengesi, üç ana piyasada, mal ve hizmet piyasası, faktör piyasası, sermaye piyasasında, yerleşik gerçek ve tüzel kişilerin diğer ekonomilerle olan ilişkilerini özetleyen istatistikî bir tablo iken ödemeler bilançosu dış ticaret bilançosu, hizmetler bilançosu ve sermaye hareketleri bilançosundan meydana gelen bir bilançodur (Ordu, 2008: 3).

Ödemeler bilançosu adı gibi ödemelerden değil yapılan işlem kayıtlarından oluşmaktadır. Bu işlemlerin türleri ise BPM 5' e göre değişimler, karşılıksız transferler, göçler, hak ve yükümlülüklerin yeniden sınıflandırılması ve değerlendirme değişiklikleri olarak gruplandırılırken, literatürde bunlara özel çekme haklarının tahsisi ve altın mevcutlarındaki değişiklikler de eklenir (Kopuz, 2010: 16).

### 3.1. Ödemeler Bilançosunun Muhasebe Sistemi Açısından Kayıt İlkeleri

Ödemeler bilançosunun muhasebe ilkeleri; çift kayıt esası, kayıtların değerlendirilmesi, kayıt zamanının belirlenmesi, hesap birimi ve toplama ve netleştirme olmak üzere beş başlık altında incelenebilir.

#### 3.1.1. Çift Kayıt Esası

Ödemeler Bilançosunun özelliklerinde de belirtildiği gibi ödemeler dengesinde her işlem eş değer iki kayıt ile gösterilen çift kayıt muhasebe sistemine uygun olarak kaydedilir. Bu nedenle ilke olarak bütün artı değerlerin toplamı ile bütün eksi değerlerin toplamı eşit olmalı ve bütün kayıtların net toplamı sıfır olmalıdır. Ancak uygulamada bu gerçekleşmez ve bu yüzden toplam değeri sıfırlayacak tutar ayrı bir kalem olarak net hata ve noksan kalemi olarak girilir. Ödemeler bilançosu muhasebesine göre bir ülkeye yurtdışından yapılan ödemeler alacak kalemi altında sınıflandırılır ve bilançoda pozitif işaretle gösterilir. Aksine, bir ülkenin yurtdışına yaptığı ödemeler ise pasif olarak kaydedilir ve bu işlemler bilançoda negatif işaretle gösterilir. Bu kayıtlama sisteminde pozitif ve negatif kayıtlar aşağıdaki gibi alt kalemleri kapsamaktadırlar;

Pozitif kayıtlar;

- ✓ Cari işlemlerde reel kaynak (mal ve hizmet) ihracını
- ✓ Sermaye ve finans işlemlerinde varlık ihracını yani  
– yükümlülük artışını

– varlık azalışını gösterir.

Negatif kayıtlar

- ✓ Cari işlemlerde reel kaynak (mal ve hizmet) ithalini
- ✓ Sermaye ve finans işlemlerinde varlık ithalini yani
  - yükümlülük azalışını
  - varlık artışını gösterir.

Ödemeler bilançosu nasıl düzenlenirse düzenlensin, muhasebe ilkesi açısından bilançonun her iki tarafının da birbirine eşit olması gerekmektedir (Akboştancı, 2012: 6-7).

### 3.1.2. Kayıtların Değerlenmesi

Ödemeler dengesinde değerlendirme fiyatına ilişkin bir mala ait tek, değişmez bir fiyat belirlenmesi konusu açıklık kazanmış değildir. Bu durum ;

- ✓ Denge kayıtlarına giren her işlemin uygulamada birbirinden farklı kaynaklardan derlenebilen pozitif (+) ve negatif (-) işaretli iki yönü olduğundan, bu girişler aynı fiyat ile değerlendirilmediği sürece bilanço tablosu dengede olmaması ve net hata ve noksanı sebebiyet vermesi,
- ✓ Farklı ekonomilerin bir mal için aynı fiyatlandırmayı uygulamamaları nedeniyle ülkelerin ödemeler bilançosu tablolarının birbirleri ile karşılaştırılamaması ve yorum yapılamaması
- ✓ Tek, değişmez bir fiyatlandırma sistemi uygulanmadıkça farklı kalemlerin birbirleri ile karşılaştırma imkanının olmaması gibi sorunlar ile karşı karşıya bırakmıştır. Bu nedenlerden dolayı ödemeler bilançosu için değişmez bir fiyatlandırma prensibi gereği ortaya çıkmış ve bu konuda piyasa fiyatı değişmez fiyat olarak kabul edilmiştir (Karluk, 2009: 579).

Bağlı şirketler veya şubeler arasında mal sevkiyatı yapılması, hediye verilmesi, bağış yapılması, takas işlemleri, malların finansal kiralama sözleşmesi altında transfer edilmesi, vergi ödemeleri gibi durumlarda piyasa fiyatı tam anlamıyla ölçülemeyebilir. Bu tür işlemlerin fiyatları genellikle nominal veya emsal değerleri üzerinden belirlenebileceği gibi şu yöntemlere de başvurulabilir;

- ✓ Bağlı şirketler arasındaki işlemler piyasa işlemi olarak nitelendirilemeyeceğinden bu işlemler temel amacı; global vergi yükünün en alt düzeyde tutularak toplam kârın maksimizasyonu olan ve aynı organizasyonun birimleri arasında aktarılan mal ve hizmetlere yüklenen değeri ifade eden transfer fiyatlandırma yöntemi ile fiyatlandırılır.
- ✓ Finansal varlıklarla ilgili işlemler için öncelikle eğer o varlık, piyasa alınıp satılıyorsa, piyasa fiyatı değerlemeye konu olur. Piyasada alım-satımı gerçekleşmeyen bir varlığın ise nominal değeri üzerinden değerlendirilebilir (Kopuz, 2010: 79-80).

### 3.1.3. Kayıt Zamanının Belirlenmesi

Bir malın kayıt zamanı duruma göre değişik gösterebilmekle beraber ödemeler bilançosunda kayıtlar mal ticareti için malın mülkiyeti değiştiği anda, hizmet ticareti için hizmet sunulduğu anda, karşılıksız transferler için hibe ve hediyeler verildiği anda, son olarak da finansal yatırımlar için finansal sermaye bir ülkeden diğerine geçtiği anda yapılır (Kopuz, 2010: 80).

Ödemeler dengesi muhasebe sisteminin gerekliliklerine göre bir işlem için yapılacak girişlerin her biri aynı değerde, farklı işarette ve aynı dönem içerisinde kaydedilecektir. Bu koşulu sağlamak için ödemeler dengesi istatistiklerine esas alınabilecek en uygun tarih, malın mülkiyetinin değişim anıdır. Bu da malın teslimine ilaveten, her iki tarafın ticari defterlerine yapılan işlem ile ilgili gerekli kayıtları yapmasıyla tamamlanır. En uygun olan, her iki tarafın da defterlerine aynı tarihte kayıt yapmalarıdır. Tarafların kayıt yaptıkları tarihlerin farklı olması durumunda ise borçluya ödeme yapılan tarih kayıt zamanı olarak belirlenir (Karluk, 2009: 580).

### 3.1.4. Hesap Birimi

Hesap biriminin gerekli nitelikleriyle alakalı birbirini dışlayıcı olmamakla birlikte, ulusal ve IMF gibi uluslararası kuruluşlar tarafından ortaya atılan iki farklı bakış açısı bulunmaktadır. Ulusal kuruluşlar açısından, ulusal para birimi ödemeler bilançosu ve uluslararası yatırım pozisyonu tabloları için en uygun seçenek olmakla beraber, IMF gibi uluslararası kuruluşlar küresel sunum ve analiz için standart bir hesap birimini uygun görmekteyler. Ancak her iki durumda da para birimi seçilirken diğer para birimlerine göre istikrarlı olmasına dikkat edilir (BPM 5, 2008: 33).

### 3.1.5. Toplama ve Netleştirme

Ödemeler bilançosunda işlemler, varlıklar ve yükümlülükler özellikleri ve farklılıkları göz önüne alınarak belirli gruplar altında bir araya getirilirler. Ödemeler bilançosunda, tüm değerleri yansıtacak biçimde toplanan ve bir araya getirilen kalemler brüt kayıtlar olarak isimlendirilir. Ters işaretli olarak bazı kalemleri mahsup edecek şekilde toplanan ve bir araya getirilen kalemler de net kayıtlar olarak isimlendirilir. Buna göre, cari işlemler hesabı ile sermaye hesabındaki kalemler brüt olarak kaydedilirken, finansal hesaptaki kalemler ile finansal hak ve yükümlülükler genellikle net değerleri üzerinden ödemeler bilançosuna kaydedilir (Kopuz, 2010: 81).

### 3.2. Ödemeler Bilançosunun Ana Hesap Sınıfları

Ödemeler bilançosu uluslararası nitelik taşıdığından dolayı buraya kaydedilen işlemler kolay anlaşılabilir bir şekilde belirli bir nizamata uygun olarak gruplandırılır ve kaydedilir. Bu gruplar ise; cari işlemler hesabı, sermaye hesabı, resmi rezervler hesabı ve istatistiksel farklar hesabı olarak belirlenmiştir. Bu hesap sınıflarından sermaye ve cari işlemler hesabı otonom hesaplar olurken, resmi rezervler ise bu hesapların etkilerini düzelteren denkleştirici hesaptır.

#### 3.2.1. Cari İşlemler Hesabı

Ödemeler bilançosunun içinde yer alan, genellikle yerli ve yabancı ekonomik birim ve karar sahiplerinin üzerinde durduğu ve buradaki değişimlerin günlük hayatta titizlikle izlendiği bir hesap olan cari işlemler hesabı; bir ülkede yerleşik bulunanların diğer ülke yerleşikleriyle yapmış oldukları mal ve hizmet satış işlemlerinden, bu mal ve hizmetlere yaptıkları ödemeler ile net faiz ödemeleri ve karşılıksız transferlerin toplamından oluşur (Bade and Parkin, 2004: 504).

Cari işlemler bilançosunda alacaklı ve borçlu kısım toplamları birbirlerine eşit ise cari işlemler bilançosu dengededir. Eğer borçlu kısım fazla verir ise bu durum ülke gelir durumunu olumsuz etkileyen açığa işaret eder. Alacakların fazla vermesinde ise pozitif bakiye durumu ortaya çıkar ve ülke gelir durumuna olumlu etki yaratır. Ayrıca cari işlemler hesabı ülkenin uluslararası işlemleri ve milli gelir arasında direkt bir ilişki kurar (Alkan, 2007: 9).

Cari işlemler otonom karakterli olup, mal ticareti, hizmet ticareti ve karşılıksız transferler olarak üç gruba ayrılır.

#### 3.2.2. Sermaye ve Finans Hesabı

Sermaye işlemleri, genelde bir ülkede yerleşik kişi ve kuruluşların yabancı ülkelerde kısa ve uzun süreli yaptıkları fiziki yatırımları (üretim tesisleri, bina, arazi vs.) sınır ötesine aktarılan mali fonlardan (yabancı tahvil, hisse senedi, hazine bonusu vs. alım satımı, yabancı ülke bankalarında vadeli hesaplar açtırılması gibi) oluşur. Ödemeler bilançosu sermaye işlemlerinde mal ve hizmet akımının tersine yurtdışından ülkeye sermaye girişi, bir alacak işlemi, ülkeden sermaye çıkışı da bir borç işlemidir. Sermaye hesabındaki toplam alacaklı ve borçlu işlemlerin net bakiyesine sermaye bilançosu adı verilir. Vadesi bir yıldan daha uzun olan uluslararası sermaye işlemleri uzun süreli sermaye hareketi, vadesi bir yıla kadar olan özel ve resmi nitelikli uluslararası sermaye hareketleri kısa süreli sermaye hareketi olarak tanımlanır (Seyidoğlu, 2003: 406).

#### 3.2.3. Resmi Rezervler Hesabı

Gerektiğinde kullanılmak üzere Merkez Bankası tarafından tutulan uluslararası ödeme araçları resmi rezervleri, Merkez Bankası'nın döviz piyasasına yapmış olduğu müdahalelerin sonucunda ülkenin uluslararası resmi rezervlerindeki değişimlerin gösterildiği hesaplar ise resmi rezerv hesaplarıdır. Denkleştirici işlemlerin ortaya çıkış nedeni ödemeler bilançosunun durumudur. Başka bir deyişle dış dünyadan sağlanan otonom gelirlerle otonom giderler arasında bir dengesizlik bulunması ya da kabaca bir yaklaşımla piyasa işleyişinden kaynaklanan toplam döviz arz ve talebi arasındaki dengesizliklerdir. Bu gibi nedenlerle oluşan dengesizlik durumlarının giderilmesinde bu hesaba başvurulur. Resmi rezervlerde bir azalma (MB'nin döviz satışları) alacak, rezervlerde bir artma da (MB'nin döviz alışı) borç işlemi niteliğindedir (Seyidoğlu, 2003b: 407).

Bir ülkenin yurtdışından elde ettiği gelirleri giderlerini aştığında, Merkez Bankası tarafından piyasadan döviz alınarak rezervler yükseltilirken aksi durumda Merkez Bankası piyasaya döviz satarak rezervleri düşürür. Merkez müdahaleleri uyguladıkları kur sistemine göre değişkenlik gösterir. Serbest kur sisteminin uygulandığı rejimlerde merkez bankaları kurda aşırı hareketlilik olmadıkça döviz piyasasına müdahale etmezler. Bunun sonucu olarak da rezervler kur değişimlerine bağlı olarak değişmezler. Ancak sabit kur sisteminin uygulandığı

rejimlerde merkez bankaları kurları belirli bir düzeyde tutmak için dış gelir gider farkına göre döviz olarak ya da satarak piyasalara müdahalelerde bulunurlar (Alkan, 2007: 18).

### 3.2.4. İstatistiksel Farklar Hesabı

Ödemeler bilançosu çift yanlı muhasebe sistemi uygulanmasının doğal bir sonucu olarak daima dengedir. Ödemeler bilançosunun, muhasebe anlamında denk olmasına karşın, gerçekten denk olup olmadığını anlamak için, bilanço kalemleri iki gruba ayrılır. Cari işlemler ve sermaye hizmetlerinin bir kısmı otonom kalemler, rezerv hareketleri ise denkleştirici (finans edici) kalemleri oluşturur. Otonom kalemlere otonom denilmesinin nedeni piyasanın işleyişi ile kendiliğinden ortaya çıkmasıdır. Denkleştirici kalemler ise, daha önce açıklandığı gibi otonom kalemlerin açık yada fazlasını kapatmak amacıyla, altın ve döviz rezervleri ile SDR'den yapılacak olan ödemelerdir ki, bu işlemlere “dengeleyici işlemler” de denir (Tuğral, 2007: 25).

Ödemeler dengesi hesaplarına ilişkin bilgilerin hatalı ya da eksik olması, ödemeler dengesinin borçlu ya da alacaklı bakiye vermesine yol açmaktadır. İşte bu durumlarda ödemeler dengesinde muhasebe anlamında denkliliği sağlamak amacıyla net hata ve noksan kaleminden yararlanılmaktadır. Bazı ülkelerde dengeleyici hesap ya da istatistiksel fark olarak ta adlandırılan bu hesap, ödemeler dengesi borçlu bakiye verdiğinde, bu bakiyeye eşit miktarda alacaklandırılmakta, ödemeler dengesi alacaklı bakiye verdiğinde ise; bu bakiyeye eşit miktarda borçlandırılmaktadır. Net hata ve noksan kaleminin yüksek tutarlara ulaşması, ödemeler dengesi istatistiklerine ilişkin bilgilerin toplanmasında önemli sorunların olduğunu işaret etmektedir. Bu kalemin ihracat ve ithalat kalemleri toplamının %5'ini aşması durumunda ayrıntılı araştırmaya gidilmesi gerekmektedir (Börke Tunali, 2007: 18).

- ✓ Otonom ve denkleştirici hesapların birbirine eşit olmamaları nedenleri ise şu şekilde sıralanabilir;
- ✓ İthalat ve ihracat ile ilgili bilgilerin tutulduğu, firmalar tarafından verilen gümrük bildirim formlarında hatalı ya da kasıtlı olarak yanlış bilgi beyan edilmesi,
- ✓ Mal ve sermaye kaçakçılığı,
- ✓ Çokuluslu şirketlerin transfer fiyatlandırması sırasında, vergi oranı yüksek bir ülkedeki şube, vergilerin düşük olduğu diğer bir ülkedeki şubeden ithal ettiği mallara aşırı yüksek fiyatlar ödeme yoluna gider. Bunların ikisi de aynı çok uluslu şirkete bağlıdır. Böylece yüksek vergilerden kaçınılması ve fonların düşük vergili ülkede toplanması amaçlanır.
- ✓ Turizm gelirleri ile hediyelik eşya alış-verisinde anket ya da tahminlere dayanılması,
- ✓ Vadeler arası farktan dolayı, malın bugün gönderilip ödemenin bir sonraki dönemde yapılmasına bağlı olarak gelecek dönemin ödemeler bilançosunda işlem görmesi (Alkan, 2007: 20).

Tablo 2: Ödemeler Bilançosu Şematik Yapısı

| İşlem Grupları                                 | Alacak | Borç |
|--|--------|------|
| <b>I. CARI İŞLEMLER HESABI</b>                 |        |      |
| A. Mal İhracat ve İthalatı                     | (+)    | (-)  |
| <b>DIŞ TİCARET BİLANÇOSU</b>                   | (+)    | (-)  |
| B. Hizmet İhracatı ve İthalatı                 | (+)    | (-)  |
| C. Tek Yanlı Transferler                       | (+)    | (-)  |
| 1. Özel Bağış ve Hediyeler                     | (+)    | (-)  |
| 2. Hükümet Transferleri                        | (+)    | (-)  |
| <b>CARI İŞLEMLER BİLANÇOSU</b>                 | (+)    | (+)  |
| <b>II. SERMAYE HESABI</b>                      |        |      |
| A. Uzun Süreli Sermaye                         | (+)    | (-)  |
| 1. Dolaysız Yabancı Sermaye Yatırımları        | (+)    | (-)  |
| 2. Özel Portföy Yatırımları                    | (+)    | (-)  |
| 3. Resmi Sermaye İşlemleri                     | (+)    | (-)  |
| B. Kısa Süreli Sermaye (denkleştirici olmayan) | (+)    | (-)  |
| <b>SEMAYE İŞLEMLERİ BİLANÇOSU</b>              |        |      |
| <b>III. İSTATİSTİK FARKLAR</b>                 |        |      |
| Çizgi Üstü İşlemleri                           |        |      |
| <b>IV. RESMİ REZERVLER HESABI</b>              |        |      |
| 1. Kısa Süreli Sermaye                         | (+)    | (-)  |
| 2. Döviz                                       | (+)    | (-)  |
| 3. Parasal Altın                               | (+)    | (-)  |



|                                  |     |     |
|----------------------------------|-----|-----|
| 4. SDR ve IMF Rezerv Pozisyonu   | (+) | (-) |
| <b>RESMİ REZERVLER BİLANÇOSU</b> |     |     |

Kaynak: Seyidoğlu, 2003b: 405.

#### 4. PARA POLİTİKALARI VE ÖDEMELER BİLANÇOSU ÜZERİNE ETKİLERİ

Para politikaları, ödemeler bilançosu dengesizlik durumunda harcama değiştirici olarak uygulanabilecek politikalar dır. Bu politikalar ödemeler bilançosu dengesizliği durumunda denkleştirici harcama değiştirici politikalar kısmında da ele alınmış olup, nihai amaçları fiyat istikrarı, tam istihdam, ekonomik büyüme, mali piyasa istikrarı, faiz oranlarında istikrar, döviz kurlarında istikrar ve ödemeler bilançosu dengesi olarak belirtilebilir.

Para politikaları araçları; açık piyasa işlemleri, zorunlu karşılık oranları, faiz oranları, disonibilite oranı ve reeskont oranından oluşmaktadır.

Para politikalarının ödemeler bilançosu dengesindeki amacı ekonomik dengesinin sağlanmasından ziyade, onun iyileştirilmesidir. Para politikasının bu dengeyi sağlamadaki katkısı kesin değildir. Bu nedene para politikalarının ödemeler bilançosu dengesine yönelik amacını ödemeler bilançosu iyileştirilmesi olarak değerlendirebiliriz. Genel itibariyle ele alacak olursak para arzındaki bir genişleme faiz oranlarını düşürücü bir etki doğurur. Bu durum ülkeden sermaye çıkışını teşvik eder. Tersisi durumda ise sıkı bir para politikası söz konusu olur, bu da, faizleri yükseltecek ve ülkeye yabancı sermaye girişini arttıracaktır. Bu şekilde izlenen para politikaları ile ödemeler bilançosu iyileştirilmeye çalışılmaktadır.

Para politikasının ödemeler bilançosu dengesini sağlayıp sağlayamayacağı noktası önemlidir. Bu dengenin sağlanması incelenirken, kabul edilen döviz kuru sistemiyle birlikte ele alınması zorunludur. Eğer sabit döviz kuru sisteminde para politikası ödemeler bilançosu dengesinin sağlanmasını destekleyebiliyorsa sorun yoktur. Bu sağlanmadığında, dengeyi sağlamak için esnek döviz kuru sistemi önerilmektedir. Esnek döviz kuru sisteminde yabancı paraların değeri dalgalanmaya bırakılır. Paranın fiyatındaki değişmeler ödemeler bilançosu dengesi sağlanmaya çalışılır. Ödemeler bilançosu dengesinin sağlanmasında bir diğer yolda döviz kontrollerine gidilmesidir. Yani hükümetin getirdiği düzenlemelerle dış ödemeler sınırlı tutulmakta ve bu yolla denge oluşturulmaktadır. (www.biraz.tk/bankacilik/para-politikasinin-amaclari, 2012).

#### 5. ÇALIşMANIN AMACI VE KAPSAMI

Bu çalışmanın amacı Türkiye özelinden hareketle 2007-2012 döneminde para politikalarının Merkez Bankası analitik bilançosu kapsamında ödemeler bilançosu ve dış borçlar üzerine etkisinin analiz edilmesidir. Analizlerde kurulan modellerden hareketle tahminler yapılmıştır. Analiz dönemi olarak 2007-2012 dikkate alınmıştır. Bu dönemin seçilmesinin önemli nedenleri Türkiye sermaye piyasalarının küresel piyasalarla uyumlaştırılması ve finansal sistemin, özellikle bankacılık sisteminin, Basel kriterleri doğrultusunda evrimleştirilmesi kapsamında gerçekleştirilen yapısal ve hukuki değişiklikler ile 2005 yılından itibaren Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın parasal büyüklüklerin (M1, M2 ve M3) kapsamlarını değiştirmesidir. 2006 yılından sonra Merkez Bankası stratejisinde ve operasyonel süreçleri ve araçlarında yapılan değişiklikler ise diğer bir sebep olarak gösterilebilir.

Çalışmanın bu bölümünde veri dönemde uygulanan para politikalarının ödemeler dengesi (**ÖD**) ve brüt dış borç stoku (**BDBS**) üzerindeki etkileri TCMB veri tabanlarından elde edilen üçer aylık ödemeler dengesi ve dış borçlanma verileri kullanılarak analiz edilmiştir. Analizlerde dolaşımdaki para (**DP**), rezerv para (**RP**), para tabanı (**PT**), merkez bankası parası (**MBP**), **M1** ve **M2** parasal büyüklükleri bağımsız değişkenler olarak alınmış ve her biri SPSS paket programı kullanılarak doğrusal regresyona tabi tutulmuş, bağımlı değişkenler üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Yıllara yaygın veriler ile elde edilen analiz sonuçları ile Merkez Bankası para politikalarının ödemeler dengesi ve dış borçlar üzerindeki etkileri, etkilerin boyutu ve yönü tespit edilmeye çalışılmıştır.

#### 6. VERİ SETİ VE YÖNTEM

Bu çalışmada Merkez Bankası elektronik veri dağıtım sisteminde (EVDS) yer alan veri setlerinden merkez bankası analitik bilançosu kapsamındaki parasal büyüklüklerden hareketle para politikalarının ödemeler dengesi ve dış borçlar üzerinde ne derece etkili oldukları analiz edilmeye çalışılmıştır. Analizde, 2007-2012 yılları arasındaki üçer aylık dönemlere ait toplam 24 veri kullanılmıştır. Bu veriler aracılığı ile uygulanan para politikalarının ödemeler dengesi (**ÖD**) ve brüt dış borç stoku (**BDBS**) üzerindeki etkileri tahmin edilmeye çalışılmıştır. Bu kapsamda analizlerde dolaşımdaki para (**DP**), rezerv para (**RP**), para tabanı (**PT**), merkez bankası parası (**MBP**), **M1** ve **M2** parasal büyüklükleri bağımsız değişkenler olarak dikkate alınmıştır.

Yukarıda bahsi geçen ilişkilerden hareketle dikkate alınan değişkenlerin ödemeler dengesi (ÖD) üzerindeki etkisi aşağıdaki analiz modelleri yardımıyla ortaya konulmaya çalışılmıştır:

$$\text{Model- 1: } \text{ÖD} = \beta_0 + \beta_1 \text{ DP} + u$$

$$\text{Model- 2: } \text{ÖD} = \beta_0 + \beta_1 \text{ RP} + u$$

$$\text{Model- 3: } \text{ÖD} = \beta_0 + \beta_1 \text{ PT} + u$$

$$\text{Model- 4: } \text{ÖD} = \beta_0 + \beta_1 \text{ MBP} + u$$

$$\text{Model- 5: } \text{ÖD} = \beta_0 + \beta_1 \text{ M1} + u$$

$$\text{Model- 6: } \text{ÖD} = \beta_0 + \beta_1 \text{ M2} + u$$

$$\text{Model- 7: } \text{ÖD} = \beta_0 + \beta_1 \text{ DP} + \beta_2 \text{ RP} + \beta_3 \text{ PT} + \beta_4 \text{ MBP} + \beta_5 \text{ M1} + \beta_6 \text{ M2} + u$$

Ayrıca çalışmanın diğer bir analiz boyutunu ise dikkate alınan değişkenlerin brüt dış borç stoku (BDDBS) üzerine etkisi oluşturmaktadır. Bu kapsamda aşağıdaki modellerden yararlanılmıştır.

$$\text{Model- 8: } \text{BDDBS} = \beta_0 + \beta_1 \text{ DP} + u$$

$$\text{Model- 9: } \text{BDDBS} = \beta_0 + \beta_1 \text{ RP} + u$$

$$\text{Model- 10: } \text{BDDBS} = \beta_0 + \beta_1 \text{ PT} + u$$

$$\text{Model- 11: } \text{BDDBS} = \beta_0 + \beta_1 \text{ MBP} + u$$

$$\text{Model- 12: } \text{BDDBS} = \beta_0 + \beta_1 \text{ M1} + u$$

$$\text{Model- 13: } \text{BDDBS} = \beta_0 + \beta_1 \text{ M2} + u$$

$$\text{Model- 14: } \text{BDDBS} = \beta_0 + \beta_1 \text{ DP} + \beta_2 \text{ RP} + \beta_3 \text{ PT} + \beta_4 \text{ MBP} + \beta_5 \text{ M1} + \beta_6 \text{ M2} + u$$

Yapılan analizlerde, tek bir bağımsız değişkenin bağımlı değişken üzerindeki etkisini incelerken basit (tekli) doğrusal regresyon modeli, birden fazla bağımsız değişkenin bağımlı değişken üzerindeki etkisini incelerken çoklu regresyon modeli kullanılmıştır. Basit doğrusal regresyon analizinde bir bağımlı ve bir bağımsız değişken söz konusu iken, çoklu doğrusal regresyon analizinde ise bir bağımlı değişken varken iki ya da daha fazla bağımsız değişken vardır ve her iki analizde de değişkenler arasında doğrusal bir ilişki vardır. R<sup>2</sup> değeri bağımsız (açıklayıcı) değişkenin bağımlı (açıklanan) değişkeni açıklama oranını gösterirken ANOVA analizleri ile kurulan modelin doğruluğu test edilmektedir.

Analizdeki R<sup>2</sup> değeri 0 ile 1 arasında değişkenlik göstermektedir. Ancak bağımsız değişkenin bağımlı değişkeni açıklama oranının anlamlı ve yüksek olması için bu değer 0,5 ile 1 arasında olması tercih edilir. Yani değer 1'e ne kadar yakınsa bağımsız değişkenin bağımlı değişkeni açıklama oranı o kadar yüksektir. Değerin düşüklüğü ise, bağımlı değişkenin bağımsız değişken tarafından açıklanma oranının düşüklüğünü ifade etmektedir.

Analizde testler %95 güven aralığı yani %5 anlamlılık düzeyi ile uygulanmıştır. ANOVA tabloları ile modelin doğruluğu test edilirken anlamlılığın 0,05'ten küçük olması beklenmektedir. Anlamlılık düzeyi 0,05'ten küçük olduğunda model anlamlı iken değer büyüdükçe model anlamlılığını yitirmektedir.

## 7. ANALİZ SONUÇLARI

Çalışmanın bu bölümünde, ödemeler dengesi ve brüt dış borç stokuna ilişkin oluşturulan modeller doğrultusunda yapılan analizlerin sonuçları incelenmektedir.

Tablo3: Ödemeler Dengesi Model Analiz Sonuçları

| Model   | Denklemler  | İstatistikî Göstergeler |                        |                        |          |                |
|---------|---|-------------------------|------------------------|------------------------|----------|----------------|
| Model-1 | $\text{ÖD} = -163615,3 + 0,961 \text{ DP} + u$  | t= 1,178                | F = 1,388              | R <sup>2</sup> = 0,059 | P= 0,251 | s= 4211682,680 |
| Model-2 | $\text{ÖD} = 189449,08 + 0,002 \text{ RP} + u$  | t= 0,053                | F= 0,003               | R <sup>2</sup> = 0,000 | P= 0,959 | s= 4342274,665 |
| Model-3 | $\text{ÖD} = 238713,2 - 0,005 \text{ PT} + u$   | t= -0,142               | F= 0,020               | R <sup>2</sup> = 0,001 | P= 0,888 | s= 4340561,489 |
| Model-4 | $\text{ÖD} = -325640,8 + 0,094 \text{ MBP} + u$   | t= 0,997                | F= 0,994               | R <sup>2</sup> = 0,043 | P= 0,330 | s= 4247675,755 |
| Model-5 | $\text{ÖD} = -202434,4 + 0,038 \text{ M1} + u$  | t= 1,262                | F= 1,593               | R <sup>2</sup> = 0,068 | P= 0,220 | s= 4193402,284 |
| Model-6 | $\text{ÖD} = -120823,7 + 0,006 \text{ M2} + u$  | t= 0,957                | F= 0,915               | R <sup>2</sup> = 0,40  | P= 0,349 | s= 4254951,078 |
| Model-7 | $\text{ÖD} = 741684,5 + 1,485 \text{ DP} + 0,314 \text{ RP} - 0,490 \text{ PT} - 0,052 \text{ MBP} + 0,292 \text{ M1} - 0,144 \text{ M2} + u$ | F= 4,560                | R <sup>2</sup> = 0,617 | P= 0,006               |          | s= 3058115,510 |

Tablo 3 incelendiğinde ödemeler dengesi (ÖD) modellerine ilişkin analizlerin istatistikî sonuçları görülmektedir. Bu sonuçlara bakıldığında, Model 1'in R<sup>2</sup> değeri 0,059 olarak bulunmuştur. Bu değer, bağımsız değişkenin bağımlı değişkeni açıklama oranının oldukça düşük olduğunu göstermektedir. Analizdeki bağımsız değişkenin dolaşımdaki para olduğu göz önüne alınırsa, dolaşımdaki paranın ödemeler dengesini tam olarak açıklayamadığı, açıklama oranının yani aralarındaki direkt ilişkinin düşük olduğu sonucuna ulaşılır.

Tablo 4: Model 1 ANOVA

|           | Kareler Toplamı     | Serbestlik derecesi | Kareler Ortalaması | F     | Anlamlılık Düzeyi |
|-----------|---------------------|---------------------|--------------------|-------|-------------------|
| Regresyon | 24627720080793,590  | 1                   | 24627720080793,590 | 1,388 | 0,251(a)          |
| Hata      | 390241961877539,800 | 22                  | 17738270994433,620 |       |                   |
| Toplam    | 414869681958333,300 | 23                  |                    |       |                   |

Bağımsız Değişken: (Sabit), Dolaşımdaki para

Bağımlı Değişken: Ödemeler dengesi

Tablo 4' te SPSS paket programı doğrultusunda Model-1'e ilişkin ödemeler dengesi ve dolaşımdaki paraya ait yıllara yaygın verilerin ANOVA analizi görülmektedir. Analiz sonucunda elde edilen F değeri ve anlamlılık düzeyi incelendiğinde, dolaşımdaki paranın ödemeler dengesine etkisinin anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır. Anlamlılık düzeyinin test için esas alınan 0,05 değerinden yüksek çıktığı gözlenmiştir ( $P:0,251 > 0,05$ ). Sonuç olarak model hipotezlerinin " $H_0 = \beta_0 = \beta_1 = 0$ ,  $H_1 = \beta_1 \neq 0$ " olduğunu göz önüne alırsak  $H_0$  hipotezi red edilemez, yani bağımlı değişken ve bağımsız değişken arasında ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Model 2' nin  $R^2$  değeri 0,000 olarak bulunmuştur. Bulunan bu değer, bağımsız değişken olan rezerv paranın bağımlı değişken olan ödemeler dengesini açıklamadığını göstermektedir.

Tablo5: Model 2 ANOVA

|           | Kareler Toplamı     | Serbestlik Derecesi | Kareler Ortalaması | F     | Anlamlılık Düzeyi |
|-----------|---------------------|---------------------|--------------------|-------|-------------------|
| Regresyon | 51998111509,389     | 1                   | 51998111509,389    | 0,003 | 0,959(a)          |
| Hata      | 414817683846823,900 | 22                  | 18855349265764,720 |       |                   |
| Total     | 414869681958333,300 | 23                  |                    |       |                   |

Bağımsız Değişken: (Sabit), Rezerv para

Bağımlı Değişken: Ödemeler dengesi

Tablo 5'te, SPSS paket programı doğrultusunda, Model-2'ye ilişkin ANOVA analizi ile ödemeler dengesi ve rezerv paranın yıllara yaygın verileri incelenmiştir. Bu analizin sonucunda elde edilen F değeri ve anlamlılık düzeyi incelendiğinde rezerv paranın, yıllara yaygın veriler baz alındığında, ödemeler dengesine etkisinin anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır. Anlamlılık düzeyinin 0,05'ten büyük olduğu görülmektedir ( $P:0,959 > 0,05$ ). Sonuç olarak model hipotezlerinin " $H_0 = \beta_0 = \beta_1 = 0$  ve  $H_1 = \beta_1 \neq 0$ " olduğunu göz önüne alırsak,  $H_0$  hipotezi red edilemez, yani bağımlı değişken ve bağımsız değişken arasında ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Model 3'ün  $R^2$  değeri 0,001 olarak bulunmuştur. Bu değer, modeldeki bağımsız değişken olan para tabanının bağımlı değişken olan ödemeler dengesini açıklama oranının oldukça düşük olduğunu göstermektedir.

Tablo 6: Model 3 ANOVA

|           | Serbestlik derecesi | Kareler Ortalaması | F                  | Anlamlılık Düzeyi |          |
|-----------|---------------------|--------------------|--------------------|-------------------|----------|
| Regresyon | 379253030754,459    | 1                  | 379253030754,459   | 0,020             | 0,888(a) |
| Hata      | 414490428927578,900 | 22                 | 18840474042162,670 |                   |          |
| Toplam    | 414869681958333,300 | 23                 |                    |                   |          |

Bağımsız Değişken: (Sabit), Para tabanı

Bağımlı Değişken: Ödemeler dengesi

Tablo 6' da, SPSS paket programı doğrultusunda Model-3'e ilişkin ANOVA analizi ile elde edile F değerine ve anlamlılık düzeyine bakıldığında, tek başına para tabanının yıllara yaygın verileri esas alındığında, ödemeler dengesine etkisinin anlamlı olmadığı görülmektedir. Analizin anlamlılık düzeyinin modelde anlamlılık düzeyi için baz alınan 0,05 değerinden yüksek olduğu gözlemlenmektedir ( $P:0,888 > 0,05$ ). Sonuç olarak model hipotezlerinin " $H_0 = \beta_0 = \beta_1 = 0$  ve  $H_1 = \beta_1 \neq 0$ " olduğunu göz önüne alırsak,  $H_0$  hipotezi red edilemez, yani bağımlı değişken ve bağımsız değişken arasında ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Model 4'ün  $R^2$  değeri 0,043 olarak bulunmuştur. Bu değer, modeldeki bağımsız değişken olan merkez bankası parasının bağımlı değişkeni, yani ödemeler dengesini açıklayamadığını, açıklama oranının oldukça düşük olduğunu göstermektedir.

Tablo 7: Model 4 ANOVA

|           | Kareler Toplamı     | Serbestlik derecesi | Kareler Ortalaması | F     | Anlamlılık Düzeyi |
|-----------|---------------------|---------------------|--------------------|-------|-------------------|
| Regresyon | 17929196936860,990  | 1                   | 17929196936860,990 | 0,994 | 0,330(a)          |
| Hata      | 396940485021472,300 | 22                  | 18042749319157,830 |       |                   |
| Toplam    | 414869681958333,30  | 23                  |                    |       |                   |

Bağımsız Değişken: (Sabit), Merkez bankası parası

Bağımlı Değişken: Ödemeler dengesi

Tablo 7' de, SPSS paket programı doğrultusunda Model-4'e ilişkin yapılan ANOVA analizi görülmektedir. Analiz ile elde edilen F değeri ve anlamlılık düzeyine bakıldığında, tek başına Merkez Bankası parası ele alındığında, ödemeler dengesi üzerinde etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır. Analiz ile modelin anlamlılık düzeyi olan 0,05 değerinden yüksek bir anlamlılık düzeyine ulaşıldığı gözlemlenmiştir ( $P:0,330>0,05$ ). Sonuç olarak model hipotezlerinin " $H_0 = \beta_0 = \beta_1 = 0$  ve  $H_1 = \beta_1 \neq 0$ " olduğu göz önüne alınırsa,  $H_0$  hipotezi red edilemez, yani bağımlı değişken ve bağımsız değişken arasında ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Model 5'in  $R^2$  değeri 0,068 olarak bulunmuştur. Bu değer incelendiğinde, bağımsız değişken olan M1'in bağımlı değişkeni açıklayamadığı, yani açıklama oranının oldukça düşük olduğu gözlemlenmektedir.

Tablo 8: Model 5 ANOVA

|           | Kareler Toplamı     | Serbestlik derecesi | Kareler Ortalaması | F     | Anlamlılık Düzeyi |
|-----------|---------------------|---------------------|--------------------|-------|-------------------|
| Regresyon | 28007982260365,500  | 1                   | 28007982260365,500 | 1,593 | 0,220(a)          |
| Hata      | 386861699697967,800 | 22                  | 17584622713543,990 |       |                   |
| Toplam    | 414869681958333,300 | 23                  |                    |       |                   |

Bağımsız Değişken: (Sabit), M1

Bağımlı Değişken: Ödemeler dengesi

Tablo 8'de, SPSS paket programı doğrultusunda Model-5'e ilişkin yapılan ANOVA analizi görülmektedir. Analiz ile elde edilen F değeri ve anlamlılık düzeyine bakıldığında, tek başına M1 ele alındığında, ödemeler dengesi üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır. Analiz ile ulaşılan anlamlılık düzeyi, modelin anlamlılık düzeyi olan 0,05 değerinden yüksektir ( $P:0,220>0,05$ ). Sonuç olarak model hipotezlerinin " $H_0 = \beta_0 = \beta_1 = 0$  ve  $H_1 = \beta_1 \neq 0$ " olduğu göz önüne alınırsa,  $H_0$  hipotezi red edilemez, yani bağımlı değişken ve bağımsız değişken arasında ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Model 6'nın  $R^2$  değeri 0,040 olarak bulunmuştur. Bu değer, modeldeki bağımsız değişken olan M2' nin bağımlı değişkeni açıklama oranının oldukça düşük olduğunu göstermektedir.

Tablo 9: Model 6 ANOVA

|           | Kareler Toplamı     | Serbestlik derecesi | Kareler Ortalaması | F     | Anlamlılık Düzeyi |
|-----------|---------------------|---------------------|--------------------|-------|-------------------|
| Regresyon | 16568291082652,830  | 1                   | 16568291082652,830 | 0,915 | 0,349(a)          |
| Hata      | 398301390875680,500 | 22                  | 18104608676167,290 |       |                   |
| Toplam    | 414869681958333,300 | 23                  |                    |       |                   |

Bağımsız Değişken: (Sabit), M2

Bağımlı Değişken: Ödemeler dengesi

Tablo 9'da, SPSS paket programı doğrultusunda Model-6'ya ilişkin yapılan ANOVA analizi görülmektedir. Analiz ile elde edilen F değeri ve anlamlılık düzeyi incelendiğinde, tek başına M2 ele alındığında ödemeler dengesi üzerinde etkisinin olmadığı gözlemlenmektedir. Analiz ile ulaşılan anlamlılık düzeyi, modelin anlamlılık düzeyi olan 0,05 değerinden yüksektir ( $P:0,349>0,05$ ). Sonuç olarak model hipotezlerinin " $H_0 = \beta_0 = \beta_1 = 0$  ve  $H_1 = \beta_1 \neq 0$ " olduğu göz önüne alınırsa  $H_0$  hipotezi red edilemez, yani bağımlı değişken ve bağımsız değişken arasında ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Model 7' nin  $R^2$  değeri 0,617 olarak bulunmuştur. Bu değer bağımsız değişkenlerin (Dolaşımdaki Para (DP), Rezerv Para (RP), Para Tabanı (PT), Merkez Bankası Parası (MBP), M1, M2) bağımlı değişkeni yani ödemeler dengesini açıklama oranının yüksek olduğunu gösterir.

Tablo 10: Model 7 ANOVA

|           | Kareler Toplamı     | Serbestlik Derecesi | Kareler Ortalaması | F     | Anlamlılık Düzeyi |
|-----------|---------------------|---------------------|--------------------|-------|-------------------|
| Regresyon | 255884483972824,100 | 6                   | 42647413995470,690 | 4,560 | 0,006(a)          |
| Hata      | 158985197985509,100 | 17                  | 9352070469735,830  |       |                   |
| Toplam    | 414869681958333,300 | 23                  |                    |       |                   |

Bağımsız Değişken: (Sabit), Dolaşımdaki para , Rezerv Para, Para Tabanı, Merkez Bankası Parası, M1, M2

Bağımlı Değişken: Ödemeler Dengesi

Tablo 10'da, SPSS paket programı doğrultusunda Model-7' ye ilişkin yapılan ANOVA analizi görülmektedir. Analiz ile elde edilen F değeri ve anlamlılık düzeyine bakıldığında, modeldeki bütün bağımsız değişkenler birlikte ele alındığında, ödemeler dengesi üzerinde etkili oldukları söylenebilir. Analiz ile ulaşılan anlamlılık düzeyi, modelin anlamlılık düzeyi olan 0,05 değerinden küçüktür ( $P:0,006 < 0,05$ ). Sonuç olarak model hipotezlerinin " $H_0 = \beta_0 = \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = \beta_6 = 0$  ve  $H_1 = \beta_i \neq 0$ " olduğu göz önüne alındığında  $H_0$  hipotezi red edilir, yani bağımlı değişken ve bağımsız değişkenler arasında ilişki istatistiksel olarak anlamlıdır. Kurulan model doğru bir modeldir.

Ödemeler dengesine ilişkin analizler toplu olarak değerlendirildiğinde, Model-1 ve Model-6 arasındaki bağımsız değişkenlerin tek başlarına ele alınarak bağımlı değişken üzerindeki etkilerinin analiz edildiği basit doğrusal regresyon sonuçlarının, istatistikî göstergeler açısından anlamlı olmadıkları görülmektedir. Ancak Model-7' de yer alan tüm bağımsız değişkenlerin toplu halde bağımlı değişken üzerindeki etkilerinin analiz edildiği çoklu regresyon sonuçlarının istatistikî ve ekonometrik göstergeler açısından anlamlı olduğu görülmektedir. Bu sonuçlardan yola çıkarak, analizimizde yer alan bağımsız değişkenlerin ödemeler dengesi üzerinde tek başlarına anlamlı etkilerinin olmadığı, yani politika olarak da tek başlarına kullanıldıklarında ödemeler bilançosu üzerinde anlamlı değişikliklere neden olmadıkları, ancak, toplu halde kullanıldıklarında ödemeler dengesini etkiledikleri görülmektedir.

Tablo 11: Model 7 Katsayılar

|         | Standartlaştırılmamış Katsayılar |             | Standartlaştırılmış Katsayılar |        | Anlamlılık Düzeyi |
|---------|----------------------------------|-------------|--------------------------------|--------|-------------------|
|         | B                                | Std. Hata   | Beta                           | t      |                   |
| (Sabit) | 741684,477                       | 5280829,040 |                                | 0,140  | 0,890             |
| DP      | 1,485                            | 0,651       | 3,763                          | 2,281  | 0,036             |
| RP      | 0,314                            | 0,148       | 1,704                          | 2,123  | 0,049             |
| PT      | -0,490                           | 0,145       | -2,762                         | -3,376 | 0,004             |
| MBP     | -0,052                           | 0,127       | -0,115                         | -0,410 | 0,687             |
| M1      | 0,292                            | 0,192       | 2,016                          | 1,522  | 0,146             |
| M2      | -0,144                           | 0,044       | -4,516                         | -3,275 | 0,004             |

Bağımlı Değişken: Ödemeler Dengesi

Katsayılarla ilişkin tablo incelendiğinde, veri döneminde uygulanan parasal politikalar doğrultusunda yıllara yaygın yapılan analiz ile Para Tabanı (PT), Merkez Bankası Parası (MBP), ve M2 parasal büyüklüklerinin ödemeler dengesi üzerinde olumsuz yönde etkiye neden olduğu, Dolaşımdaki Para (DP), Rezerv Para (RP) ve M1 parasal büyüklüklerinin ise ödemeler dengesi üzerinde olumlu etkiye neden olduğu görülmektedir. Bu sonuçlar 24 veri döneminin tüm verilerinin ortak analizi doğrultusunda elde edilmiştir ve bu 24 veri döneminin geneline ilişkin sonuçları ifade eder. Yani tek tek ele alındığında politikalar doğrultusunda tüm değişkenlerin pozitif ya da tüm değişkenlerin negatif etkiye sahip olduğu veri dönemleri de olabilir. Ancak yapılan analiz, tezin bütünlüğü doğrultusunda tüm veri dönemlerinin ortak değerlendirilmesi sonucu elde edilen genel yargıyı ifade etmektedir. Yani bir nevi genelleme yaparak, 24 veri döneminin ortalamasını alarak bağımsız değişkenlerin ödemeler bilançosuna ne doğrultuda etki ettikleri gösterilmektedir.

Tablo 12'de Brüt Dış Borç Stokuna ilişkin oluşturulan modeller ile yapılan analiz sonuçları görülmektedir.

Tablo 12: Brüt Dış Borç Stoku Analiz Sonuçları

| Model    | Denklemler   | İstatistikî Göstergeler  |
|----------|--|--|
| Model-8  | $BDBS = 182169188,989 + 2,615 DP + u$  | t= 9,160 F = 83,914<br>R <sup>2</sup> = 0,792 P= 0,000 s= 14735593,227 |
| Model-9  | $BDBS = 214234095,73 + 0,992 RP + u$   | t= 0,053 F= 24,129 R <sup>2</sup> =4,912<br>P= 0,000 s= 22328278,843   |
| Model-10 | $BDBS = 217749302,76 + 0,0980 PT + u$  | t= 5,197 F= 27,008 R <sup>2</sup> = 0,551<br>P= 0,000 s= 21662545,798  |
| Model-11 | $BDBS = 172331122,14 + 1,948 MBP + u$  | t= 3,330 F= 11,086 R <sup>2</sup> =0,335<br>P= 0,000 s= 26364795,814   |
| Model-12 | $BDBS = 181431335,99 + 0,933 M1 + u$   | t= 8,079 F= 65,262 R <sup>2</sup> = 0,784<br>P= 0,000 s= 16234195,051  |
| Model-13 | $BDBS = 174347580,14 + 0,211 M2 + u$   | t= 9,211 F= 84,386 R <sup>2</sup> = 0,794<br>P= 0,000 s= 14671898,158  |
| Model-14 | $\ddot{O}D = 163838262 + 4,657 DP + 0,144 RP - 0,259 PT + 0,449 MBP - 1,750 M1 + 0,218 M2 + u$ | F= 14,190 R <sup>2</sup> = 0,834<br>P= 0,000 s= 15005426,357           |

Tablo 12 incelendiğinde Brüt Dış Borç Stoku modellerine ilişkin analizlerin istatistikî sonuçları görülmektedir. Bu sonuçlara bakıldığında, Model 8' in R<sup>2</sup> değeri 0,792 olarak bulunmuştur. Bu değer, bağımsız değişken olan dolaşımdaki paranın bağımlı değişken olan brüt dış borç stokunu açıklama oranının oldukça yüksek olduğunu, aralarındaki ilişkinin kuvvetli olduğunu ve dolayısı ile modelin anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 13: Model 8 ANOVA

|           | Kareler Toplamı       | Serbestlik Derecesi | Kareler Ortalaması    | F      | Anlamlılık Düzeyi |
|-----------|-----------------------|---------------------|-----------------------|--------|-------------------|
| Regresyon | 18220882116296830,000 | 1                   | 18220882116296830,000 | 83,914 | 0,000(a)          |
| Hata      | 4777029570328160,000  | 22                  | 217137707742189,400   |        |                   |
| Toplam    | 22997911686625000,000 | 23                  |                       |        |                   |

Bağımsız Değişken: (Sabit), Dolaşımdaki Para

Bağımlı Değişken: Brüt dış borç stoku

Tablo 13' te, SPSS paket programı doğrultusunda Model-8' e ilişkin yapılan ANOVA analizi görülmektedir. Analiz sonucunda elde edilen F değeri ve anlamlılık düzeyi incelendiğinde, bağımsız değişkenin bağımlı değişken üzerinde oldukça etkili olduğu söylenebilir. Analiz ile ulaşılan anlamlılık düzeyi, modelin anlamlılık düzeyi olan 0,05 değerinden küçüktür (P:0,000<0,05). Sonuç olarak modelin hipotezlerinin " $H_0 = \beta_0 = \beta_1 = 0$  ve  $H_1 = \beta_1 \neq 0$ " olduğu göz önüne alınır,  $H_0$  hipotezi red edilir, yani bağımlı değişken ve bağımsız değişken arasında ilişki istatistiksel olarak anlamlıdır. Kurulan model doğru bir modeldir.

Model 9' un R<sup>2</sup> değeri 0,523 olarak bulunmuştur. Bu değer, bağımsız değişken olan rezerv paranın bağımlı değişken olan brüt dış borç stokunu açıklama oranının yüksek olduğunu ve dolayısı ile modelin anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

Tablo 14: Model 9 ANOVA

|           | Kareler Toplamı       | Serbestlik Derecesi | Kareler Ortalaması    | F      | Anlamlılık Düzeyi |
|-----------|-----------------------|---------------------|-----------------------|--------|-------------------|
| Regresyon | 12029766892209490,000 | 1                   | 12029766892209490,000 | 24,129 | 0,000(a)          |
| Hata      | 10968144794415500,000 | 22                  | 498552036109795,000   |        |                   |
| Total     | 22997911686625000,000 | 23                  |                       |        |                   |

Bağımsız Değişken: (Sabit), Rezerv Para

Bağımlı Değişken: Brüt dış borç stoku

Tablo 14'te, SPSS paket programı doğrultusunda Model-9'a ilişkin ANOVA analizi görülmektedir. Analiz sonucunda elde edilen F değeri ve anlamlılık düzeyi incelendiğinde, bağımsız değişken olan rezerv paranın bağımlı değişken olan brüt dış borç stoku üzerinde etkili olduğu anlaşılabilir. Analiz ile ulaşılan anlamlılık düzeyi, modelin anlamlılık düzeyi olan 0,05 değerinden küçüktür (P:0,000<0,05). Sonuç olarak modelin hipotezlerinin " $H_0 = \beta_0 = \beta_1 = 0$  ve  $H_1 = \beta_1 \neq 0$ " olduğu göz önüne alındığında modeldeki  $H_0$  hipotezi red edilir, yani bağımlı değişken ve bağımsız değişken arasında ilişki istatistiksel olarak anlamlıdır. Kurulan model doğru bir modeldir.

Model 10' un  $R^2$  değeri 0,551 olarak bulunmuştur. Elde edilen bu değere dayanarak bağımsız değişken olan para tabanının bağımlı değişken olan brüt dış borç stokunu açıklama oranının yüksek olduğu ve modelin anlamlı olduğu söylenebilir.

Tablo 15: Model 10 ANOVA

|           | Kareler Toplamı       | Serbestlik derecesi | Kareler Ortalaması    | F      | Anlamlılık Düzeyi |
|-----------|-----------------------|---------------------|-----------------------|--------|-------------------|
| Regresyon | 12674062097181210,000 | 1                   | 12674062097181210,000 | 27,008 | 0,000(a)          |
| Hata      | 10323849589443790,000 | 22                  | 469265890429263,000   |        |                   |
| Toplam    | 22997911686625000,000 | 23                  |                       |        |                   |

Bağımsız Değişken: (Sabit), Para tabanı

Bağımlı Değişken: Brüt dış borç stoku

Tablo 15'te, SPSS paket programı doğrultusunda Model-10'a ilişkin ANOVA analizi görülmektedir. Analiz sonucunda elde edilen F değeri ve anlamlılık düzeyi incelendiğinde, bağımsız değişken olan para tabanının brüt dış borç stoku üzerinde oldukça etkili olduğu söylenebilir. Analiz ile ulaşılan anlamlılık düzeyi, modelin anlamlılık düzeyi olan 0,05 değerinden küçüktür ( $P:0,000 < 0,05$ ). Sonuç olarak modeldeki hipotezlerin " $H_0 = \beta_0 = \beta_1 = 0$  ve  $H_1 = \beta_1 \neq 0$ " olduğu göz önüne alınırsa  $H_0$  hipotezi red edilir, yani bağımlı değişken ve bağımsız değişken arasında ilişki istatistiksel olarak anlamlıdır. Kurulan model doğru bir modeldir.

Model 11'in  $R^2$  değeri 0,335 olarak bulunmuştur. Bu değerden yola çıkarak modeldeki bağımsız değişken olan merkez bankası parasının bağımlı değişken olan brüt dış borç stokunu açıklama oranının çok yüksek olmadığı söylenebilir.

Tablo 16: Model 11 ANOVA

|           | Kareler Toplamı       | Serbestlik derecesi | Kareler Ortalaması   | F      | Anlamlılık Düzeyi |
|-----------|-----------------------|---------------------|----------------------|--------|-------------------|
| Regresyon | 7705657603646130,000  | 1                   | 7705657603646130,000 | 11,086 | 0,003(a)          |
| Hata      | 15292254082978860,000 | 22                  | 695102458317221,000  |        |                   |
| Toplam    | 22997911686625000,000 | 23                  |                      |        |                   |

Bağımsız Değişken: (Sabit), Merkez Bankası Parası

Bağımlı Değişken: Brüt dış borç stoku

Tablo 16'da, SPSS paket programı doğrultusunda Model-11'e ilişkin ANOVA analizi görülmektedir. Analiz sonucunda elde edilen F değeri ve anlamlılık düzeyi incelendiğinde, bağımsız değişken olan merkez bankası parasının brüt dış borç stoku üzerinde oldukça etkili olduğu söylenebilir. Analiz ile ulaşılan anlamlılık düzeyi, modelin anlamlılık düzeyi olan 0,05 değerinden küçüktür ( $P:0,003 < 0,05$ ). Sonuç olarak modeldeki hipotezlerin " $H_0 = \beta_0 = \beta_1 = 0$  ve  $H_1 = \beta_1 \neq 0$ " olduğu göz önüne alınırsa,  $H_0$  hipotezi red edilir, yani bağımlı değişken ve bağımsız değişken arasında ilişki istatistiksel olarak anlamlıdır. Kurulan model doğru bir modeldir.

Model 12'nin  $R^2$  değeri 0,748 olarak bulunmuştur. Bu değer, modeldeki bağımsız değişken olan M1'in bağımlı değişken olan brüt dış borç stokunu açıklama oranının oldukça yüksek olduğunu ve modelin anlamlı olduğunu açıkça ifade etmektedir.

Tablo 17: Model 12 ANOVA

|           | Kareler Toplamı       | Serbestlik derecesi | Kareler Ortalaması    | F      | Anlamlılık Düzeyi |
|-----------|-----------------------|---------------------|-----------------------|--------|-------------------|
| Regresyon | 17199831729788850,000 | 1                   | 17199831729788850,000 | 65,262 | 0,000(a)          |
| Hata      | 5798079956836140,000  | 22                  | 263549088947097,400   |        |                   |
| Toplam    | 22997911686625000,000 | 23                  |                       |        |                   |

Bağımsız Değişken: (Sabit), M1

Bağımlı Değişken: Brüt dış borç stoku

Tablo 17'de, SPSS paket programı doğrultusunda Model-12'ye ilişkin ANOVA analizi görülmektedir. Analiz sonucunda elde edilen F değeri ve anlamlılık düzeyi incelendiğinde, bağımsız değişken olan M1'in brüt dış borç stoku üzerinde oldukça etkili olduğu anlaşılmaktadır. Yapılan analiz ile ulaşılan anlamlılık düzeyi, modelin anlamlılık düzeyi olan 0,05 değerinden küçüktür ( $P:0,000 < 0,05$ ). Sonuç olarak modeldeki hipotezlerin " $H_0 = \beta_0 = \beta_1 = 0$  ve  $H_1 = \beta_1 \neq 0$ " olduğu göz önüne alınırsa,  $H_0$  hipotezi red edilir, yani bağımlı değişken ve bağımsız değişken arasında ilişki istatistiksel olarak anlamlıdır. Kurulan model doğru bir modeldir.

Model 13'ün  $R^2$  değeri 0,794 olarak bulunmuştur. Analiz sonucu elde edilen bu değerden, modelin anlamlı oluğu ve modeldeki bağımsız değişken olan M2'nin bağımlı değişken olan brüt dış borç stokunu açıklama oranının oldukça yüksek olduğu anlaşılmaktadır.

Tablo 18: Model 13 ANOVA

|           | Kareler Toplamı       | Serbestlik derecesi | Kareler Ortalaması    | F      | Anlamlılık Düzeyi |
|-----------|-----------------------|---------------------|-----------------------|--------|-------------------|
| Regresyon | 18262090584234920,000 | 1                   | 18262090584234920,000 | 84,836 | 0,000(a)          |
| Hata      | 4735821102390070,000  | 22                  | 215264595563185,200   |        |                   |
| Toplam    | 22997911686625000,000 | 23                  |                       |        |                   |

Bağımsız Değişken: (Sabit), M2

Bağımlı Değişken: Brüt dış borç stoku

Tablo 18'de, SPSS paket programı doğrultusunda Model-13'e ilişkin ANOVA analizi görülmektedir. Analiz sonucunda elde edilen F değeri ve anlamlılık düzeyi incelendiğinde, bağımsız değişken olan M2'nin brüt dış borç stoku üzerinde etkili olduğu anlaşılmaktadır. Analiz ile ulaşılan anlamlılık düzeyi, modelin anlamlılık düzeyi olan 0,05 değerinden küçüktür ( $P:0,000 < 0,05$ ). Sonuç olarak model hipotezlerinin " $H_0 = \beta_0 = \beta_1 = 0$  ve  $H_1 = \beta_1 \neq 0$ " olduğu göz önüne alınırsa,  $H_0$  hipotezi red edilir, yani bağımlı değişken ve bağımsız değişken arasında ilişki istatistiksel olarak anlamlıdır. Kurulan model doğru bir modeldir.

Model 14'ün  $R^2$  değeri 0,834 olarak bulunmuştur. Bu değer bize bağımsız değişkenlerin, yani Dolaşımdaki Para (DP), Rezerv Para (RP), Para Tabanı (PT), Merkez Bankası Parası (MBP), M1 ve M2'nin bağımlı değişkeni yani brüt dış borç stokunu açıklama oranının oldukça yüksek olduğunu gösterir. Yani tüm bağımsız değişkenler birlikte ele alındığında, bağımlı değişkeni açıklama oranlarının oldukça yüksek olduğu ve kurulan modelin anlamlı olduğu söylenebilir.

Tablo 19: Model 14 ANOVA

|           | Kareler Toplamı       | Serbestlik derecesi | Kareler Ortalaması   | F      | Anlamlılık Düzeyi |
|-----------|-----------------------|---------------------|----------------------|--------|-------------------|
| Regresyon | 19170143743855680,000 | 6                   | 3195023957309281,000 | 14,190 | 0,000(a)          |
| Hata      | 3827767942769315,000  | 17                  | 225162820162900,900  |        |                   |
| Toplam    | 22997911686625000,000 | 23                  |                      |        |                   |

Bağımsız Değişken: (Sabit), Dolaşımdaki Para, Rezerv Para, Para Tabanı, Merkez Bankası Parası, M1, M2

Bağımlı Değişken: Brüt dış borç stoku

Tablo 19'da, SPSS paket programı doğrultusunda Model-14'e ilişkin ANOVA analizi görülmektedir. Analiz sonucunda ulaşılan F değeri ve anlamlılık düzeyi incelendiğinde, bağımsız değişken olan Dolaşımdaki Para (DP), Rezerv Para (RP), Para Tabanı (PT), Merkez Bankası Parası (MBP), M1 ve M2'nin hepsi birlikte ele alındığında bağımlı değişken olan brüt dış borç stoku üzerinde etkili oldukları söylenebilir.

Analiz ile ulaşılan anlamlılık düzeyi, modelin anlamlılık düzeyi olan 0,05 değerinden küçüktür ( $P:0,000 < 0,05$ ). Sonuç olarak modeldeki hipotezlerin " $H_0 = \beta_0 = \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = \beta_6 = 0$  ve  $H_1 = \beta_1 \neq 0$ " olduğu göz önünde tutulursa,  $H_0$  hipotezi red edilir, yani bağımlı değişken ve bağımsız değişkenler arasında ilişki istatistiksel olarak anlamlıdır. Kurulan model doğru bir modeldir.

Brüt dış borç stokuna ilişkin analizler toplu olarak değerlendirildiğinde, Model-8 ve Model-13 arasındaki bağımsız değişkenlerin tek başlarına ele alınarak bağımlı değişken üzerindeki etkilerinin analiz edildiği basit doğrusal regresyon sonuçlarının, istatistikî ve ekonometrik göstergeler açısından anlamlı oldukları görülmektedir.

Ayrıca Model-14' de yer alan tüm bağımsız değişkenlerin toplu halde bağımlı değişken üzerindeki etkilerinin analiz edildiği çoklu regresyon sonuçlarının da istatistikî ve ekonometrik göstergeler açısından anlamlı olduğu görülmektedir.

Bu sonuçlardan yola çıkarak, analizimizde yer alan bağımsız değişkenlerin brüt dış borç stoku üzerine tek başlarına ve toplu olarak anlamlı etkilerinin olduğu, yani politika olarak da hem tek başlarına kullanıldıklarında hem de toplu olarak kullanıldıklarında ödemeler bilançosu üzerinde anlamlı değişikliklere neden oldukları görülmektedir.



Tablo 20: Model 14 Analizi Katsayılar

|         | Standartlaştırılmamış Katsayılar |           | Standartlaştırılmış Katsayılar |        | Anlamlılık Düzeyi |
|---------|----------------------------------|-----------|--------------------------------|--------|-------------------|
|         | B                                | Std. Hata | Beta                           | t      |                   |
| (Sabit) | 163838262                        | 25911739  |                                | 6,323  | 0,000             |
| DP      | 4,657                            | 3,195     | 1,585                          | 1,458  | 0,163             |
| RP      | 0,144                            | 0,726     | 0,105                          | 0,198  | 0,845             |
| PT      | -0,259                           | 0,712     | -0,197                         | -0,364 | 0,720             |
| MBP     | 0,449                            | 0,621     | 0,133                          | 0,723  | 0,480             |
| M1      | -1,750                           | 0,942     | -1,622                         | -1,858 | 0,081             |
| M2      | 0,218                            | 0,216     | 0,918                          | 1,011  | 0,326             |

Bağımlı Değişken: Brüt Dış Borç Stoku

Katsayılarla ilişkin tablo incelendiğinde, veri döneminde uygulanan parasal politikalar doğrultusunda yıllara yaygın yapılan analiz ile Para Tabanı (PT), ve M1 parasal büyüklüklerinin ödemeler dengesi üzerinde olumsuz yönde etkiye neden olduğu, Dolaşımdaki Para (DP), Rezerv Para (RP), Merkez Bankası Parası (MBP) ve M2 parasal büyüklüklerinin ise ödemeler dengesi üzerinde olumlu etkiye neden olduğu görülmektedir. Bu sonuçlar 24 veri döneminin tüm verilerinin ortak analizi doğrultusunda elde edilmiştir ve bu 24 veri döneminin geneline ilişkin sonuçları ifade eder. Yani tek tek ele alındığında, dönemsel olarak uygulanan politikalar doğrultusunda, tüm değişkenlerin pozitif ya da tüm değişkenlerin negatif etkiye sahip olduğu veri dönemleri de olabilir. Ancak, yapılan analiz, tezin bütünlüğü doğrultusunda tüm veri dönemlerinin ortak değerlendirilmesi sonucu elde edilen genel kanıyı ifade etmektedir. Yani bir nevi genelleme yaparak, 24 veri döneminin ortalamasını alarak bağımsız değişkenlerin ödemeler dengesine ne derece etki ettikleri gösterilmektedir.

Analize yönelik genel bir değerlendirme yapılacak olursa, brüt dış borç stokunun Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası analitik bilançosu kapsamındaki para arzı tanımlamalarına göre para politikalarından etkilenme oranının daha yüksek olduğu görülebilir. Ancak, temelde modeldeki beş para arzı tanımının (Dolaşımdaki Para, Rezerv Para, Para Tabanı, Merkez Bankası Parası, M1 ve M2) hepsinin dâhil olduğu analizlerde, hem ödemeler dengesinin hem de brüt dış borç stokunun yüksek oranda etkilendiği sonucuna ulaşılmaktadır.

## 8. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Türkiye ekonomisi 1990'lı yıllardan itibaren sıklaşan aralıklarla ekonomik krizlerle karşı karşıya kalmıştır. Yaşanan bu krizlerde dışsal etkenlerin de rolü olmakla beraber başlıca nedenler: (i) sürdürülemez bir iç borç dinamiğinin oluşması ve (ii) başta kamu bankaları olmak üzere mali sistemdeki sağlıksız yapının ve diğer yapısal sorunların kalıcı bir çözüme kavuşturulamamış olmasıdır. Bu ortamda, 2000 yılı başında enflasyonu düşürmek ve ekonomide büyüme ortamını yeniden sağlamak amacıyla kapsamlı bir ekonomik program uygulamaya konulmuştur. Program kapsamında sıkı maliye politikası uygulanması ve kapsamlı yapısal reformların hayata geçirilmesinin yanı sıra, enflasyonist beklentileri hızla aşağıya çekmek için döviz kurları hedeflenen enflasyona göre belirlenerek önceden açıklanmış ve para politikası likidite genişlemesini yabancı kaynak girişine bağlayan bir çerçeveye oturtulmuştur. 2000-2007 yılları arasında güçlü ekonomiye geçiş programı kapsamında para ve maliye politikalarının uyumlu ve kararlı bir şekilde uygulanması sonucunda ekonomide sağlanan görece istikrarla birlikte büyüme ve enflasyon rakamlarındaki oynaklık önemli ölçüde azalırken, yüksek büyümeyle birlikte enflasyon tek haneli rakamlara gerilemiştir. Bu süreçte kamu kesiminin borç yükünün azalması, mali piyasaların derinleşmesine imkân vererek artan tüketici ve yatırımcı güveninin iktisadi faaliyetlere dönüşmesine katkıda bulunmuştur. Özel kesim tüketim ve yatırım harcamalarındaki hızlı artış, söz konusu kesimin tasarruf oranlarının düşmesine neden olmuş ve artan ekonomik faaliyetler, başta uzun vadeli borçlanma ve doğrudan sermaye girişleri olmak üzere, önemli ölçüde dış tasarruflardan karşılanmıştır. Bu gelişme, cari işlemler açığının büyümesine ve özel kesimin dış borç stokunun artmasına neden olmuştur. 2006 yılı ortasından itibaren uygulanan sıkı para politikasının gecikmeli etkileri, tarım sektöründe gözlenen belirgin daralma ve Ağustos ayında uluslararası mali piyasalarda ortaya çıkan dalgalanmalar sonrasında tüketici ve yatırımcı güvenindeki bozulma, 2007 yılında toplam yurt içi talepteki artışın düşük düzeylerde gerçekleşmesine yol açmıştır. Tarım sektöründe ortaya çıkan daralma bir yandan büyümeyi olumsuz yönde etkilerken, diğer yandan enflasyonun geçici olarak yükselmesine neden olmuştur. Diğer taraftan, 2006 yılı Mayıs-Haziran döneminde yaşanan dalgalanma sonrasında net ihracatın büyümeye katkısı pozitif dönmüş ve bu durum 2007 yılının ilk yarısında da devam etmiştir. Ancak, 2007 yılının ikinci yarısında miktar olarak ithalatın ihracattan daha hızlı büyümesi sonucunda net ihracatın büyümeye katkısı negatif yönde gerçekleşmiştir. Kuraklık nedeniyle çiftçilere yapılan ödemeler, seçimle birlikte bazı harcamaların öne çekilmesi, sağlık harcamalarının öngörülenin üzerinde gerçekleşmesi ve yurt içi talepteki

daralmayla birlikte dolaylı vergi gelirlerindeki yavaşlama, program tanımlı faiz dışı fazla bütçe performansını olumsuz yönde etkilemiştir. Dolayısıyla, 2007 yılında kamu maliyesinin enflasyondaki düşüşe verdiği katkı önceki yıllara oranla sınırlı olmuştur. Benzer şekilde, 2007 yılının ikinci çeyreğinden itibaren verimlilik artışlarındaki yavaşlama ve reel ücretlerdeki artış eğilimi, birim iş gücü maliyetlerinin enflasyonun düşüş sürecine yaptığı katkısını sınırlamıştır. Bu gelişmelerin yanı sıra, ham petrol fiyatlarında yılın ikinci yarısından itibaren gözlenen hızlı artışlar da enflasyon üzerinde ek baskı oluşturmuştur. Fiyat istikrarını temel hedef olarak alan orta vadeli para politikası stratejisi çerçevesinde 2006 yılının başında uygulanmaya başlanan açık enflasyon hedeflemesi rejimine 2007 yılında da devam edilmiştir. Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE)'nin yıllık yüzde değişimi olarak tanımlanan enflasyon hedefi, 2007 yılı için, yılsonu hedefi ile tutarlı üçer aylık enflasyon patikası ile hedef etrafında 2 yüzdelik puan belirsizlik aralığı olacak şekilde, yüzde 4 olarak belirlenmiştir. Bu hedef doğrultusunda Merkez Bankası, uluslararası likidite koşulları ve küresel risk iştahındaki olası değişiklikler, hizmet enflasyonundaki katılığın görece devam etmesi, süregelen arz şokları ve döviz kurundaki artışın gecikmeli etkileri nedeniyle politika faiz oranını Ağustos ayının sonuna kadar değiştirmemiştir. Ancak, 2006 yılının ortalarından itibaren uygulanan güçlü parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileri, yurt içi talebin yavaşlamasına ve başta hizmet grubu ile dayanıklı tüketim malları olmak üzere temel enflasyon göstergelerinde belirgin düşüşe neden olmuştur. Bu gelişmeler sonucunda, Eylül ayından itibaren ölçülü bir faiz indirimine gidilmiş, politika faiz oranı yılsonuna kadar 175 baz puan düşürülmüş ve takip eden 13 ay boyunca politika faizinde değişiklik yapılmamıştır.

2007 yılı Ağustos ayında ABD emlak piyasasında ortaya çıkan ve 2008 yılı Eylül ayında başta Amerika Birleşik Devletleri'nde olmak üzere bazı büyük mali kuruluşların iflas etmesi ile derinlik ve yaygınlık kazanan küresel mali krizin olumsuz etkileri 2008 yılı ikinci yarısından itibaren reel ekonomi üzerinde de hissedilmeye başlamıştır. 2008 yılı üçüncü çeyreği itibariyle, özellikle gelişmiş ülkelerde olmak üzere, büyüme oranları küresel ölçekte belirgin bir şekilde yavaşlamıştır. Yılın son çeyreğine ilişkin göstergeler ise iktisadi faaliyetteki bu yavaşlamanın daha da derinleştiğine işaret etmektedir. (TCMB, 2008: 30)

Bu açıklama bağlamında, 2008 yılında para politikası kararlarını şekillendiren en önemli gelişmeler, 2007 yılından itibaren belirgin bir şekilde etkili olan arz şokları ve küresel mali piyasalardaki sorunların döviz kurları ve ülke risk primi üzerindeki olumsuz etkileri olmuştur. (TCMB, 2008: 31)

Küresel bazda bakıldığında para politikası bakımından gelişmiş ülkeler, finansal piyasalarda ortaya çıkan olumsuzlukları gidermek için likiditeye yönelik önlemler olarak faiz oranlarını aşamalı olarak indirmişlerdir. Küresel mali piyasalarda yaşanan kriz sonucunda kredi olanaklarının daralmasıyla birlikte ani sermaye çıkışı ve yerli paranın değer kaybı kaygısıyla 2008 yılı boyunca temkinli bir para politikası izleyen gelişmekte olan ülkeler ise Aralık ayından itibaren politika faiz oranlarını indirmeye başlamıştır. (TCMB, 2008: 34)

Türkiye' de toplam mal ihracatı 2008 yılında yıllık yüzde 22 oranında artarak 104,7 milyar ABD dolarına ulaşırken toplam mal ithalatı aynı dönemde yüzde 19,7 oranında artarak 193,9 milyar ABD dolarına yükselmiştir. Bu gelişmeler sonunda dış ticaret dengesi 2008 yılı sonunda 53,2 milyar ABD doları açık vermiştir. Türkiye özelinde dış ticaret hadlerindeki olumsuz gelişmelerin toplam ihracat üzerindeki azaltıcı etkisi 2008 yılının son 4 ayında belirginleşmiştir. Küresel krizin etkilerinin ilk hissedilmeye başlandığı tarihten itibaren Türkiye'de iç talebin daralmaya başlaması ve Türk lirasının değer kaybı toplam ithalatın hızla gerilemesine yol açmıştır. 2008 yılında toplam ihracat artış oranının toplam ithalat artış oranından yüksek gerçekleşmesine karşın dış ticaret açığı yüksek düzeyini korumuştur. Küresel krizin olumsuz etkilerine rağmen turizm gelirlerinin 2008 yılında da artmaya devam ettiği ve bunun da hizmetler dengesini olumlu yönde etkilediği görülmektedir. Ancak, söz konusu artışlar 2008 yılının büyük bölümünde dış ticaret açığındaki genişlemenin gerisinde kaldığından, 2008 yılında cari işlemler açığı 41,6 milyar ABD dolarına yükselmiştir. Bu gelişmeler sonucunda 2007 yılı sonunda yüzde 5,8'e ulaşan cari işlemler açığının GSYİH'ye oranı, 2008 yılının üçüncü çeyreği itibariyle yüzde 6,1'e yükselmiştir. Cari işlemler açığının finansman kaynakları incelendiğinde, 2008 yılında 43,4 milyar ABD doları sermaye girişinin gerçekleştiği görülmektedir. Sermaye ve finans hesabı içerisinde doğrudan yatırımlar ve uzun vadeli kredi kullanımlarının cari işlemler açığının tamamını karşılayabilir düzeyde olduğu dikkat çekmektedir. Ancak, küresel krizin etkilerinin belirginleştiği yılın son çeyreğinde ödemeler dengesinin finansmanında sınırlı da olsa olumsuz gelişmeler ortaya çıkmıştır. Nitekim söz konusu dönemde özel sektörün dış borç yenileme oranları önemli ölçüde düşmüş, Ekim ayından itibaren uzun vadeli kredi kullanımları azalmıştır. Portföy yatırımları incelendiğinde ise Ağustos ayından itibaren net portföy çıkışlarının ağırlık kazandığı görülmektedir. (TCMB, 2008: 39-40)

Kamu maliyesi ve borç stokları durumuna bakıldığında ise, 2008 yılında merkezi yönetim faiz dışı bütçe dengesi 33,6 milyar TL fazla verirken, merkezi yönetim bütçe dengesi 17,1 milyar TL açık vermiştir. Söz konusu yılda, 38 milyar TL olan faiz dışı fazla hedefine ulaşamazken, yılın ilk üç çeyreğinde faiz

giderlerindeki olumlu performansın etkisiyle bütçe açığı hedeflenenin altında gerçekleşmiştir. Faiz dışı bütçe hedefine ulaşılamamasında 2008 yılının son çeyreğinde iç talepteki daralmaya bağlı olarak vergi gelirlerinin belirgin olarak yavaşlaması ile faiz dışı bütçe giderlerindeki hızlı artış etkili olmuştur. 2008 yılında faiz dışı bütçe giderleri yüzde 12,9 oranında artarken, faiz dışı bütçe giderleri içinde yer alan sermaye giderleri, personel giderleri ve cari transferler sırasıyla yüzde 41,8 12,1 ve 10,8 oranında yükselmiş, sermaye transferleri ise yüzde 10,4 oranında gerilemiştir. Yılın ilk üç çeyreğinde vergi gelirlerinde gözlenen olumlu performansa karşın, iktisadi faaliyetlerdeki daralmanın belirginleşmesinin bir sonucu olarak toplam vergi gelirleri 2008 yılı son çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 0,9 oranında gerileme kaydetmiştir. Vergi gelirleri reel bazda değerlendirildiğinde, 2008 yılı üçüncü çeyreğinde başlayan daralmanın son çeyrek itibariyle belirginleştiği ve vergi gelirlerinin yılın son çeyreğinde reel olarak önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 10,6 oranında düştüğü gözlenmektedir. Aynı dönemde, daha ziyade tüketime dayalı vergiler olan dâhilde alınan KDV ve ÖTV' de reel daralma oranları, sırasıyla, yüzde 13,8 ve 12,1 olmuştur. Bu durum yılın son çeyreğinde tüketim harcamalarında belirgin bir daralmanın olduğuna işaret etmektedir. 2008 yılının son çeyreğinde ortaya çıkan küresel krizin ardından TL'nin değer kaybetmesi yabancı para cinsi borç stokunun artmasına neden olmuştur. Böylece, 2008 yılı sonu itibariyle, merkezi yönetim borç stoku 2007 yılı sonuna göre yüzde 14 oranında artış göstererek 308,1 milyar TL düzeyinde gerçekleşmiştir. 46,7 milyar TL tutarındaki bu artışın 29,9 milyar TL'si toplam kur etkisinden, 13,9 milyar TL'si net iç borç artışından ve 4 milyar TL'si net dış borç artışından kaynaklanırken, parite değişimi borç stokunu 1 milyar TL azaltıcı yönde etkide bulunmuştur. Diğer yandan, 2008 yılı üçüncü çeyreği itibariyle, toplam kamu net borç stokunun GSYİH' ye oranı son yıllardaki düşüş eğilimini sürdürerek yüzde 25,4'e gerilerken, Avrupa Birliği tanımlı genel yönetim nominal borç stokunun GSYİH'ye oranı yüzde 37,7 olarak gerçekleşmiştir. (TCMB, 2008: 42-44)

2007 yılı itibariyle piyasalardaki olumsuz gelişmeler 2008 yılında para politikası kararlarını şekillendirmede etkili olmuştur. Söz konusu gelişmeler enflasyon oranının belirlenen hedef patikasının üzerinde seyretmesine neden olurken, para politikasının da yılın son aylarına kadar temkinli ve sıkı bir duruş sergilemesini gerektirmiştir. 2008 yılında para politikası açısından önemli bir gelişme enflasyon hedeflerinin değiştirilmesi olmuştur. Buna göre, para politikasının sıkı duruşu uzunca bir süre devam ettirilse bile enflasyonun orta vadeli hedef olan yüzde 4 seviyesine ulaşmasının iki yıldan daha uzun süre alabileceği öngörülmüştür. Ayrıca, ekonomik birimlerin beklentilerini oluştururken giderek artan oranda geçmiş enflasyona ağırlık verdiği ve mevcut enflasyon hedeflerinin beklentileri şekillendirmedeki gücünün belirgin olarak azaldığı saptanmıştır. Tüm bu gelişmeler, Aralık 2005 tarihli "Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası" başlıklı Merkez Bankası duyurusunda açıklanan enflasyon hedeflerinin değiştirilme koşullarının gerçekleştiği yönünde değerlendirilmiştir. Buradan hareketle TCMB 3 Haziran 2008 tarihli açık mektupla Hükümet'e enflasyon hedeflerinin yenilenmesini önermiş ve Hükümet ile 2009-2011 dönemi için yeni enflasyon hedeflerinin belirlenmesi konusunda görüş birliğine varılmıştır. Enflasyon hedeflerinin değiştirilmesinin parasal sıkılaşmayla birlikte uygulanması takip eden dönemde enflasyon beklentilerinin kontrol altına alınmasına önemli katkı sağlamıştır. 2008 yılında TCMB, fiyat istikrarı temel hedefiyle çelişmemek kaydıyla, uluslararası kredi piyasalarında ve küresel ekonomide yaşanan sorunların Türkiye'deki finansal sistemin işleyişini ve istikrarını ve genel olarak ülke ekonomisini olumsuz etkilememesi için aktif bir politika izlemiştir. Bu çerçevede, Ekim ayından itibaren öncelikle döviz piyasasının etkin çalışması ve döviz likiditesinin desteklenmesine yönelik önlemler alınmıştır. Bu kapsamda, döviz alım ihalelerine ara verilmiş ve döviz satım ihaleleri düzenlenmeye başlanmıştır. TCMB'nin bünyesindeki Döviz ve Efektif Piyasaları Döviz Depo Piyasasındaki aracılık faaliyetleri yeniden başlatılmış, bankaların bu piyasadaki işlem limitleri önemli ölçüde artırılmıştır. Bankaların Döviz Depo Piyasasında TCMB'den alabilecekleri döviz depoların vadesi uzatılmış ve bu piyasadaki borç verme faiz oranları düşürülmüştür. Ayrıca, yabancı para zorunlu karşılık oranlarında indirim yapılarak bankacılık sistemine ek döviz likiditesi sağlanmıştır. Son olarak, küresel krizin reel sektör üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla ihracat reeskont kredisi limitleri yükseltilmiş ve uygulamanın esas ve şartları yeniden düzenlenerek bu kredilere kullanım kolaylığı getirilmiştir. (TCMB, 2008: 46)

2008 yılının Eylül ayında özellikle ABD'deki bazı büyük finans kuruluşlarının iflas etmesiyle daha da derinleşen küresel finans krizinin etkileri 2009 yılının ilk yarısında da devam etmiştir. Buna bağlı olarak büyüme oranları, gelişmiş ülkeler başta olmak üzere küresel ölçekte sert bir şekilde gerilemiştir. 2008 yılının son çeyreğinden itibaren derinleşen küresel ekonomik krizin ülkemiz ekonomisi üzerindeki olumsuz etkilerinin belirginleşmesiyle birlikte, iç talep 2009 yılının ilk çeyreğinde hızlı bir şekilde gerilemiştir. Uluslararası finans piyasalarındaki sorunların neden olduğu belirsizlikler, yurt içi kredi piyasasını da olumsuz yönde etkilemiş, kredi hacmi 2008 yılının son ve 2009 yılının ilk çeyreğinde hızla gerilemiştir. Bunun yanı sıra yüksek seyretmeye devam eden işsizlik oranları da ihtiyati tasarruf eğilimini artırarak tüketim

harcamalarını sınırlamıştır. Yılın ikinci çeyreğinde mali tedbirlerin katkısıyla toparlanma gösteren iç talep, vergi teşviklerinin kademeli biçimde geri alınmasıyla birlikte tekrar yavaşlama eğilimine girmiştir. Buna karşılık, dış talepteki kademeli toparlanma eğilimi sürmüştür. 2008 yılının son çeyreğinden itibaren hızla gerileyen ihracat ve ithalat, 2009 yılının ikinci çeyreği itibariyle toparlanmaya başlamış, ancak yılın tamamında her iki kalemden de bir önceki yıla göre önemli ölçüde düşüşler yaşanmıştır. Diğer yandan, ithalatın ihracattan daha hızlı bir şekilde gerilemesi sonucunda 2009 yılında dış ticaret açığı ve cari açık önceki yıla kıyasla belirgin bir şekilde daralmıştır. Krize karşı uygulanan mali önlem paketleri çerçevesinde kamu harcamalarının artması ve yurt içi iktisadi faaliyetlerdeki daralmaya bağlı olarak vergi gelirlerinin düşmesi, bütçe açığının genişlemesine yol açmış, kamu borcunun GSYİH'ye oranı yükselmiştir. Fiyat istikrarını temel amaç olarak alan para politikası stratejisi çerçevesinde 2006 yılının başında uygulanmaya başlanan açık enflasyon hedeflemesi rejimine 2009 yılında da devam edilmiştir. 2009 yılında TCMB, fiyat istikrarı temel amacı ile çelişmemek koşuluyla krizin iktisadi faaliyet ve finansal istikrar üzerindeki olumsuz etkilerini sınırlamaya yönelik politikalara odaklanmıştır. Bu çerçevede, bir yandan kısa vadeli faiz oranları süratli bir şekilde aşağı çekilirken, diğer yandan dengeleyici bir likidite politikası izlenerek kredi piyasasındaki tıkanıklığın giderilmesi hedeflenmiştir. Yılın sonlarına doğru iktisadi faaliyette ılımlı bir toparlanma sürecine girildiği algılamasının güçlenmesiyle faiz indirimleri kademeli olarak yavaşlatılmış ve Aralık ayında politika faizleri sabit tutulmuştur. Bu gelişmeler sonucunda, 2009 yılında politika faiz oranları toplam 850 baz puan indirilmiştir. (TCMB, 2009: 25)

Dış ticaret açığı bakımından, mevsimsellikten arındırılmış verilerle incelendiğinde GSYİH, küresel ekonomide yaşanan gelişmelerin ekonomimiz üzerindeki etkilerinin belirginleşmesi sonucunda 2008 yılının son çeyreğinde sert düşüş göstermiştir. 2008 yılının son çeyreğinde dış talepte gözlenen keskin daralmanın sanayi sektörü ile bağlantısı güçlü olan hizmet sektörlerine yayılan olumsuz etkisi, iş gücü piyasasına da belirgin biçimde yansımıştır. İşsizlik oranlarının tarihsel anlamda da yüksek düzeylere çıkmasıyla birlikte, dış talebin ardından 2009 yılı ilk çeyreğinde iç talep koşulları da hızla bozulmuştur. 2008 yılının son çeyreğinin ardından 2009 yılının ilk çeyreğinde de iktisadi faaliyette sert düşüş yaşanmıştır. 2009 yılının son çeyreğine ilişkin göstergeler iktisadi faaliyette yavaş fakat istikrarlı bir toparlanma eğilimine işaret etmektedir. Küresel toparlanma hızında ılımlı bir düzeye işaret eden orta vadeli görünüm de iktisadi faaliyette yavaş ve kademeli toparlanma öngörüsünü desteklemiştir. Bu doğrultuda, toplam talep koşullarının enflasyona düşüş yönünde yaptığı katkı 2009 yılında da devam etmiştir. (TCMB, 2009: 34)

Ödemeler dengesindeki gelişmelere bakacak olursak, 2008 yılının son üç aylık döneminden itibaren gerek iç ve dış talepteki daralmadan, gerek ham petrol ve demir çelik başta olmak üzere emtia fiyatlarındaki hızlı düşüşten dolayı hızla gerileyen ihracat ve ithalat, 2009 yılının ikinci çeyreğinden itibaren toparlanmaya başlamıştır. Toplam mal ihracatı 2009 yılında yüzde 22,1 oranında azalarak 109,7 milyar ABD dolarına, toplam mal ithalatı ise aynı dönemde yüzde 30,7 oranında azalarak 134,4 milyar ABD dolarına gerilemiştir. Bu gelişmeler sonunda dış ticaret açığı 2008 yılında 53 milyar ABD dolarından 2009 yılında 24,7 milyar ABD dolarına gerilemiştir. Küresel krizin turizm gelirleri üzerine olumsuz etkileri, ortalama harcamada düşüş olarak ortaya çıkmıştır. 2009 yılında turizm gelirleri yüzde 3,2 gerilemiştir. Söz konusu gerileme temelde ortalama turizm harcamalarının düşmesinden kaynaklanmış olup, aynı dönemde ziyaretçi sayısı yüzde 3,3 artmıştır. Diğer hizmet kalemlerindeki iyileşme neticesinde hizmetler fazlasındaki gerileme yüzde 5,3 ile sınırlı kalmıştır. Böylece, 2008 yılının Ağustos ayında yıllık olarak 49,2 milyar ABD dolarına kadar çıkan cari işlemler açığı, 2009 yılında 13,9 milyar ABD dolarına gerilemiştir. Uluslararası finans krizinin etkisi sermaye hareketlerinde de gözlenmiş ve 2009 yılında sermaye girişleri belirgin olarak azalmıştır. Alt kalemler itibariyle incelendiğinde, net doğrudan yatırımlar yüzde 61,7 gerileyerek 6 milyar ABD doları dolayında gerçekleşmiş, portföy yatırımları 0,2 milyar ABD doları, Hazine Müsteşarlığı'nın net tahvil ihracı ise 1,8 milyar ABD doları olmuştur. Özel sektör, uzun vadeli dış borçlanmasının gerilemesi neticesinde net ödeyici konumuna gelmiş, kısa vadeli dış borç kullanımlarında ise belirgin bir değişim görülmemiştir. Bu gelişmeler sonucunda 2009 yılında resmi rezervler 0,1 milyar ABD doları artarken, bankaların döviz varlıkları 6 milyar ABD doları azalmış, net hata ve noksan kalemi 8,4 milyar ABD doları pozitif bakiye vermiştir. (TCMB, 2009: 35)

2009 yılında küresel iktisadi faaliyetteki daralma ve krize karşı alınan dengeleyici mali tedbirler, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde kamu sektörü bütçe açıklarının ve borç oranlarının yükselmesine yol açmıştır. Söz konusu küresel eğilime paralel olarak, 2009 yılında ülkemizde de kamu sektörünün bütçe açığı artmış, borcun milli gelire oranı yükselmiştir. Türkiye'de önceki yıllarda uygulanan mali disiplin çerçevesinde kamu sektörü bütçe açığı ve borcun milli gelire oranı hızlı bir şekilde gerileyerek hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke ortalamalarının oldukça altına inmiştir. 2009 yılı merkezi yönetim bütçe açığı, OVP (Orta Vadeli Program) tahminlerinden daha iyi gerçekleşmiştir. Buna rağmen, merkezi yönetim bütçesi 2009 yılında 52,2 milyar Türk Lirası açık verirken, faiz dışı denge 1,0 milyar Türk Lirası fazla vermiştir. Faiz dışı

harcamaların hedeflenenin üzerinde, vergi gelirlerinin ise hedeflenenin altında artış göstermesi, bütçe performansındaki bozulmanın başlıca nedenleri olarak öne çıkmaktadır. Faiz dışı harcama kalemlerinden cari transferlerin harcama artışında belirleyici bir rol oynadığı göze çarpmaktadır. (TCMB, 2009: 38)

2008 yılı Eylül ayında derinleşen ve 2009 yılının özellikle ilk yarısında, gelişmiş ülkeler başta olmak üzere, küresel ölçekte etkilerini gösteren krizin hafiflemesine paralel olarak, küresel ekonomi 2010 yılı boyunca toparlanmaya devam etmiştir. Bu dönemde, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler büyüme performansları açısından belirgin bir ayrışma göstermiş; küresel büyümeyi, büyük oranda, güçlü büyüme performansı sergileyen gelişmekte olan ülkeler sürüklerken, küresel krizin kaynağı olan gelişmiş ülkelerdeki büyüme ise yavaş ve kırılmalı bir görünüm arz etmiştir. Küresel iktisadi gelişmeler Türkiye ekonomisi üzerinde de belirleyici rol oynamıştır. Nitekim 2010 yılında küresel krizin etkilerinin hafiflemesiyle ekonomideki toparlanma belirgin hale gelmiştir. Yıllıklandırılmış GSYİH' de 2010 yılının ilk çeyreği itibariyle pozitif büyümeye geçilmiştir. 2010 yılının ilk dokuz ayında GSYİH artışı ise yüzde 8,9 olarak gerçekleşmiş ve Türkiye OECD ülkeleri arasında en hızlı büyüyen ülke olmuştur. GSYİH harcama kalemleri itibariyle incelendiğinde, krize karşı alınan mali ve parasal tedbirler sayesinde belirsizliklerin azaldığı, tüketici güveninin arttığı ve kredi koşullarının iyileştiği, dolayısıyla tüketim ve yatırım kararlarının olumlu yönde etkilendiği görülmektedir. Bu dönemde büyüme, özel kesim talebi başta olmak üzere nihai yurt içi talep kaynaklı gerçekleşirken, net ihracat dış talepteki zayıf görünüm ve ithal mal talebindeki hızlı toparlanma sonucu büyümeye olumsuz katkıda bulunmuştur. Bu dönemde gerçekleşen iktisadi gelişmeler paralelinde TCMB, 14 Nisan 2010 tarihinde, kredi piyasasında gözlenen olumlu gelişmeleri ve iktisadi faaliyetteki toparlanma eğilimini de dikkate alarak, kriz sırasında başvurulmuş likidite önlemlerinin geri alınmasını ve para politikasının operasyonel çerçevesinin normalleştirilmesini içeren çıkış stratejisini açıklamıştır. Böylece, TCMB, kriz döneminde devreye sokulan geçici likidite desteklerini geri çekmiş; bu çerçevede, piyasaya ihtiyacından fazla sağlanan likiditeyi kademeli olarak azaltırken, zorunlu karşılık oranlarını artırmıştır. Bu dönemde, iktisadi faaliyetteki toparlanmanın beklenenden olumlu seyretmesi, kredi derecelendirme kuruluşlarından gelen not artırımları, referandum sürecinin sona ermesiyle siyasi belirsizliğin azalması ve güncellenen OVP' nin mali disiplinin süreceğine işaret etmesi gibi Türkiye ekonomisine özgü olumlu koşullar, küresel ölçekte hızlanan sermaye akımlarının etkilerinin ülkemizde daha belirgin hissedilmesine zemin hazırlamıştır. Yoğun sermaye akımları ise hızlı kredi genişlemesi kanalıyla finansal istikrara ilişkin kaygıları gündeme getirmiştir. Buna ek olarak, bu dönemde Türkiye ekonomisinin nihai yurt içi talep kaynaklı büyümesi; öte yandan, aynı dönemde net ihracatın büyümeye negatif katkı sağlaması, yoğun sermaye akımlarının cari açık üzerindeki olası riskleri açısından da yakından izlenmesini gerektirmiştir. Bu çerçevede, TCMB, fiyat istikrarını sağlama ve sürdürme temel amacı ile çelişmemek ve kuruluş kanunu ile tanımlanan finansal sistemde istikrarı sağlayıcı tedbirleri almak görevi doğrultusunda, temel politika aracı olan kısa vadeli faizlerle birlikte, likidite yönetimi ve zorunlu karşılıklar gibi alternatif araçların da etkin biçimde kullanıldığı bir politika bileşimini uygulamaya başlamıştır. Döviz alım ihalelerinin esnek bir yapıya kavuşturulması, Türk Lirası zorunlu karşılıklara faiz ödemesi uygulamasına son verilmesi, likidite yönetiminin operasyonel yapısının değiştirilmesi ve küresel ölçekte parasal genişlemeden kaynaklanan sermaye girişlerini daha uzun vadeli yatırım araçlarına yönlendirmek amacıyla Kasım ve Aralık aylarında alınan bir dizi yeni tedbir içeren politika bileşimi, para politikasının etkinliğini artırmayı ve makro finansal riskleri sınırlamayı hedeflemiştir. (TCMB, 2010: 27)

Ödemeler dengesine bağlı gelişmelere bakıldığında, Avrupa'da yaşanan kamu mali görünümü kaynaklı gelişmelerin etkisiyle dış talebin zayıf seyrini korumasına karşın iç talebin görece istikrarlı artması sonucu, 2010 yılında dış ticaret açığının hızla genişlediği göze çarpmaktadır. 2010 yılında toplam mal ihracatı yüzde 10,3 oranında artarak 121 milyar ABD dolarına, toplam mal ithalatı ise yüzde 31,8 oranında artarak 177,3 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. Bu gelişmeler sonunda dış ticaret açığı, 2010 yılında, önceki yıla oranla 31,4 milyar ABD doları artış kaydederek 56,3 milyar ABD dolarına yükselmiştir. Zayıf dış talep koşullarının etkisiyle ihracat artış hızı yılın üçüncü çeyreğinden itibaren belirgin olarak yavaşlamıştır. 2009 yılı boyunca küresel durgunluk ve emtia fiyatlarındaki düşüş nedeniyle yıllık bazda gerileyen dış ticaret fiyatları, 2010 yılında tekrar artmaya başlamıştır. Özellikle emtia fiyatlarındaki artışın yılın ikinci yarısında hızlanmasıyla birlikte ithalat fiyatlarındaki artışın ihracat fiyat artışları üzerinde gerçekleşmesi, dış ticaret hadlerinde belirgin bozulmaya yol açmıştır. Dış ticaret açığındaki büyümenin yanı sıra 2010 yılında hizmet giderlerindeki hızlı artışa bağlı olarak net hizmet gelirleri geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 15,2 oranında gerileyerek cari açığa olumsuz katkıda bulunmuştur. Bu dönemde, ülkemizden çıkış yapan ziyaretçi sayısının artmış olmasına karşın ortalama harcamaların düşmesi sonucu turizm gelirleri yüzde 2,1 oranında gerilemiştir. Bunun yanı sıra, ithalat artışının etkisiyle taşımacılık giderleri de bu dönemde artış göstermiştir. Böylece, 2009 yılında 14,3 milyar ABD dolarına gerileyen cari işlemler açığı, 2010 yılında 48,6 milyar ABD dolarına yükselmiştir.

Birçok gelişmiş ülkede uygulanan genişletici para politikasının etkisiyle 2010 yılında küresel likidite bollamış, buna bağlı olarak gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye akımları hızlanmıştır. Bu durum Türkiye'yi de etkilemiş ve 2010 yılında portföy kaynaklı sermaye girişleri 16,3 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. Doğrudan yatırım girişleri ise, bu dönemde, yüzde 3,9 oranında artarak 7,1 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Öte yandan, özel sektör net kredi geri ödeyicisi olmuş; bankalar ise özellikle kısa vadeli kredi kullanımını artırmıştır. Bu gelişmeler sonucunda, 2010 yılında resmi rezervler 12,8 milyar ABD doları artarken, bankaların döviz varlıkları 13,7 milyar ABD doları azalmış; net hata ve noksan kalemi 4,3 milyar ABD doları pozitif bakiye vermiştir. (TCMB, 2010: 37)

Kamu maliyesi ve borç stoku bakımından ele aldığımızda, küresel ekonomik kriz nedeniyle iktisadi faaliyette ortaya çıkan daralmanın kamu gelirlerini önemli ölçüde azaltması ve krizin etkilerini hafifletmeye yönelik olarak uygulanan geniş kapsamlı mali teşvik paketleri, gelişmiş ülkelerde daha belirgin olmak üzere, küresel ölçekte kamu mali açığının ve borç stokunun artmasına yol açmıştır. Aralarında Türkiye'nin de yer aldığı birçok gelişmekte olan ülke ise, uyguladıkları mali teşvik programlarının görece olarak daha küçük çaplı olması, iktisadi faaliyetteki toparlanmanın daha hızlı gerçekleşmesi ve küresel krize görece düşük bütçe açığı ve borç stoku ile girmeleri nedeniyle kamu maliyesi dengeleri açısından daha olumlu bir görünüm sunmuştur. Nitekim 2010 yılında iktisadi faaliyetteki toparlanmanın öngörülenden daha hızlı gerçekleşmesi ve faiz giderlerindeki düşüşler, Türkiye ekonomisinde kamu maliyesi dengelerini olumlu etkilemiştir. Ekonomideki hızlı büyüme eğilimine ve yapılan vergi ayarlamalarına bağlı olarak artan vergi gelirleri bütçe performansındaki iyileşmenin temel kaynağını oluştururken, faiz dışı harcamaların artış hızının görece olarak yavaşlaması ve iç borçlanma faiz oranlarındaki gerilemeye bağlı olarak faiz giderlerinin belirgin olarak azalması da kamu maliyesi dengelerine olumlu katkıda bulunmuştur. 2011-13 dönemini kapsayan ve 2010 yılının Ekim ayında kamuoyuna açıklanan OVP' ye göre, faiz dışı bütçe harcamalarının 2010 yılından itibaren kademeli olarak azaltılması öngörülmüştür. Bunun yanı sıra, iç borçlanma faizlerinde gerçekleşen düşüşle birlikte faiz giderlerinde de azalma beklentisine girilmiştir. Vergi gelirlerinin ise vergi denetimlerinin güçlendirilmesi ve vergi tabanının genişletilmesine yönelik yasal ve idari düzenlemelerle artırılması amaçlanmaktadır. Bütçe açıklarının aşamalı olarak azaltılmasıyla birlikte kamu borcunun GSYİH'ye oranının da 2010 yılından itibaren düşüş eğilimine gireceği öngörülmektedir. 2010 yılında merkezi yönetim bütçesi 39,6 milyar Türk lirası açık verirken, faiz dışı denge 8,7 milyar Türk lirası fazla vermiştir. 2010 yılında bütçe açığının azalmasıyla birlikte kamu kesimi borçlanma gereğinin düşmesi ve hızla gerileyen iç borçlanma faiz oranları, borç stoku dinamiklerini olumlu yönde etkilemiştir. Ayrıca, kamu borç yönetiminin yasal ve idari çerçevesinin geliştirilmesine ve uzun vadeli bir bakış açısıyla oluşturulan borçlanma stratejilerine bağlı olarak borç stokunun yapısı iyileştirilmiş, kamu borcunun dış şoklara karşı duyarlılığı azalmıştır. OVP hedefleri çerçevesinde, bütçe açıklarının aşamalı olarak azaltılmasıyla birlikte kamu kesimi borç stokunun GSYİH'ye oranında 2010 yılında başlayan düşüş eğiliminin orta vadede devam edeceği öngörülmektedir. (TCMB, 2010: 40-42)

Genel itibari ile söz konusu dönemin para politikası uygulamalarına değinilecek olursa, TCMB, 2009 yılının son çeyreğinden itibaren enflasyon ve büyümeye ilişkin öngörülerini konusunda kamuoyu ile iletişimini güçlendirmiş ve fiyatlandırma davranışlarının bozulmasını önlemeye odaklanmıştır. 2010 yılının ilk çeyreğinde yaşanan gelişmeler, TCMB'nin öngörülerini doğrular nitelikte olmuş ve politika faizinin bir süre daha mevcut düzeyinde tutulması görüşünü ve uzun süre düşük düzeyde seyretmesinin gerekliliğine ilişkin para politikası duruşunu desteklemiştir. Bunun sonucunda, para politikası kararlarının beklentiler üzerindeki etkinliği güçlenmiştir. TCMB, küresel krizin finansal piyasalar üzerindeki etkisinin hafiflemesiyle birlikte, kriz sırasında alınan likidite önlemlerinin geri alınmasını ve para politikasının operasyonel çerçevesini normalleştirmeyi içeren çıkış stratejisini 14 Nisan 2010 tarihinde açıklamıştır. Bu çerçevede, repo ihaleleri aracılığıyla piyasaya ihtiyacın üzerinde sağlanan likidite, para piyasalarındaki normalleşmeye paralel olarak kademeli biçimde azaltılmıştır. Piyasadaki likidite koşullarının öngörüldüğü şekilde gelişmesiyle Mayıs ayında çıkış stratejisi kapsamındaki teknik faiz ayarlaması sürecinin ilk adımı atılarak 1-hafta vadeli repo ihale faiz oranlarının politika faiz oranı olarak belirlenmesine karar verilmiştir. Buna ek olarak, Eylül ayında teknik faiz ayarlaması sürecinin ikinci adımı atılarak 1-hafta vadeli repo ihale faiz oranı ile gecelik işlemler için ilân edilen borçlanma faizi arasındaki fark 25 baz puan artırılmıştır. TCMB, fiyat istikrarı sağlama ve sürdürme öncelikli amacı ve finansal istikrarı gözetmek görevi doğrultusunda, makro finansal riskleri kontrol altında tutmaya yönelik olarak temel politika aracı olan 1-hafta vadeli repo ihale faiz oranına ek olarak diğer para politikası araçlarını da aktif şekilde kullanmıştır. Bu çerçevede 2010 yılı Ekim, Kasım ve Aralık aylarında alınan kararlarla TCMB'nin gecelik piyasada uyguladığı borçlanma faiz oranı yüzde 5,75'ten yüzde 1,50'ye indirilmiş, borç verme faiz oranı ise 0,25 puan artırılarak yüzde 9'a çıkarılmıştır. Benzer bir düzenleme geç likidite penceresi faiz oranlarında da uygulanmıştır. Ayrıca, TCMB, yılın ikinci yarısında ivme kazanan kredi

genişlemesi ile ABD ve Avrupa ekonomilerindeki niceliksel genişleme politikalarının devam etmesiyle artan sermaye girişlerinin makro finansal riskleri gündeme getirmesi sonucunda daha düşük bir politika faizi, daha geniş bir faiz koridoru ve daha yüksek zorunlu karşılık oranlarından oluşan yeni bir politika bileşimini uygulamaya koymuştur. (TCMB, 2010: 43)

Kredi genişlemesi de dikkate alınarak Türk lirası zorunlu karşılık oranı Eylül ve Kasım aylarında 0,50'şer puan artırılarak yüzde 6 düzeyine yükseltilmiştir. Buna ek olarak, zorunlu karşılık oranlarının makroekonomik ve finansal riskleri azaltıcı araçlardan biri olarak daha etkin şekilde kullanılabilmesini sağlamak amacıyla Eylül ayında Türk lirası zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son verilmiştir. Bu düzenlemelerin yanı sıra, Türk lirası zorunlu karşılık oranlarına yönelik olarak Aralık ayında kapsamlı bir düzenlemeye daha gidilmiştir. Bankacılık sisteminde yükümlülüklerin vadesinin uzatılması ve yabancı sermaye girişlerinin daha uzun vadeye yönlendirilmesi amacıyla yönelik olarak Türk lirası zorunlu karşılık oranları vadelere göre farklılaştırılmış, daha önce zorunlu karşılığa tabi olmayan yurt içi ve yurt dışı repo işlemlerinden sağlanan bazı fonlar da zorunlu karşılık kapsamına alınmıştır. Diğer taraftan, 3-ay vadeli repo ihalelerine olan ihtiyacın azaldığı dikkate alınarak, 15 Ekim 2010 tarihi itibarıyla söz konusu ihalelere son verilmiştir. Çıkış stratejisi çerçevesinde aşamalı teknik faiz ayarlaması sürecinin tamamlanmasıyla birlikte temel fonlama aracının 1-hafta vadeli repo ihaleleri olması; buna karşılık, kısa vadeli diğer borç verme ve borçlanma imkânlarının gecelik vadede olması nedeniyle, benzer nitelikteki likidite yönetimi araçları arasındaki vade uyumunu sağlamak amacıyla, 15 Ekim 2010 tarihinden itibaren açık piyasa işlemleri çerçevesinde piyasa yapıcısı bankalara tanınan repo imkânının sadece gecelik vadede kullanılmasına karar verilmiştir. Türk lirası zorunlu karşılık oranının artırılması yanında, Eylül ayında Türk lirası zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına da son verilmiştir. 1 Ekim 2010 tarihli yükümlülük döneminden geçerli olmak üzere alınan Türk lirası ve yabancı para zorunlu karşılık oranlarındaki artışlar ile piyasadan 2,1 milyar TL ile 1,5 milyar ABD doları çekilmiştir. 12 Kasım 2010 tarihli yükümlülük döneminden geçerli olmak üzere gerçekleştirilen TL zorunlu karşılık oranı artışı ile de piyasanın likiditesi 2,1 milyar TL azaltılmıştır. Diğer yandan 2010 yılının dördüncü çeyreğinde döviz alım ihaleleri kapsamında piyasadan toplam 5,85 milyar ABD doları alınmış ve karşılığında 7,97 milyar TL'lik likidite sağlanmıştır. Aynı zamanda, likidite yönetimi araç çeşitliliğinin ve operasyonel esnekliğinin sürdürülebilmesi amacıyla 23 Aralık 2009 tarihinde başlanan DİBS (Devlet İç Borçlanma Senetleri) alım ihalelerine bu çeyrekte de devam edilmiş, bunun sonucunda piyasaya 1,01 milyar TL'lik likidite sağlanmıştır. Gerek DİBS gerekse döviz alımları 2010 yılının son çeyreğinde likiditeyi artırıcı yönde etkide bulunmuştur. Bu dönemde, Hazine'nin TCMB nezdindeki ortalama hesap bakiyesi bir önceki çeyreğe kıyasla azalarak likidite açığını daraltıcı yönde etki yapmıştır. Bunlara karşın, para tabanında gözlenen yüksek miktardaki artış, yılın dördüncü çeyreğinde bankacılık sisteminin net likidite açığının önceki çeyreğe kıyasla artmasına yol açmıştır. (TCMB, 2010: 44)

Küresel ölçekte etkilerini gösteren krizin hafiflemesine paralel olarak, 2010 yılından itibaren toparlanma eğilimi gösteren küresel ekonomi, bu eğilimini 2011 yılında yavaşlayarak da olsa sürdürmüştür. Öte yandan, 2010 yılında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında büyüme performansları açısından gözlenen belirgin ayrışma, 2011 yılında da devam etmiştir. Bu durum, söz konusu ülkelerdeki para politikası uygulamalarına da yansımıştır. Nitekim küresel kriz sonrasında gelişmiş ülkeler, krizin etkilerini hafifletmek amacıyla ek parasal genişleme uygulamış ve özellikle kriz sonrası oluşan bilanço sorunlarını çözmeye odaklanmıştır. Buna karşılık, aralarında ülkemizin de bulunduğu gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından uygulanan ek parasal genişleme politikaları sonucu artan küresel likidite ve getiri arayışının yol açtığı hızlanan sermaye akımları sonucu oluşan makro finansal riskleri yönetmeye yoğunlaşmıştır. Bu doğrultuda, birçok ülke merkez bankası daha kapsamlı politika arayışına girerek, fiyat istikrarına ek olarak finansal istikrarı da gözetilen bir çerçeveyi esas almaya başlamıştır. Merkez bankalarının sorumluluk alanını genişleten bu yaklaşımla birlikte geleneksel para politikası araçlarının yanı sıra makro finansal riskleri azaltıcı araçlar da yaygın şekilde kullanılmaya başlanmıştır. 2008 küresel krizi sonrasındaki dönemde, Türkiye ekonomisinde, iktisadi faaliyetlerdeki toparlanmanın beklenenden olumlu seyretmesi, kredi derecelendirme kuruluşlarından gelen not artırımları, referandum sürecinin sona ermesiyle siyasi belirsizliğin azalması ve güncellenen OVP' nin mali disiplinin süreceğine işaret etmesi gibi Türkiye'ye özgü olumlu koşullar, küresel ölçekte hızlanan sermaye akımlarının etkilerinin ülkemizde daha belirgin hissedilmesine zemin hazırlamıştır. Bunun sonucunda, kısa vadeli yurt dışı finansman imkânları bol ve düşük maliyetli olarak sağlanabilmiş; bunun yol açtığı hızlı kredi genişlemesi ve Türk lirasının giderek değerlenmesi ise, 2010 yılının ikinci yarısından itibaren makro finansal risklerin ve dış dengesizliklerin birikmesine sebep olmuştur. Buna ek olarak, bu dönemde, Türkiye ekonomisinin nihai yurt içi talep kaynaklı büyümesi; öte yandan, aynı dönemde net ihracatın büyümeye negatif katkı sağlaması, yoğun sermaye akımlarının cari açık üzerindeki olası riskleri açısından da yakından izlenmesini gerektirmiştir. (TCMB, 2011: 27)

2011 yılı ödemeler dengesi gelişmeleri incelendiğinde, küresel kriz sonrası toparlanma sürecinde, Türkiye ekonomisi güçlü bir seyir izlemiş; buna karşın, toparlanma hızları itibariyle iç ve dış talep farklı eğilim göstermiştir. Bu çerçevede, 2011 yılında iç talepte gözlenen güçlü seyre paralel olarak ithalat hızla artarken, görece zayıf seyreden dış talebe bağlı olarak ihracat ancak ılımlı bir toparlanma sergileyebilmiştir. Yılın ikinci yarısında, iç ve dış talep arasındaki dengelenmeyi sağlamak amacıyla alınan politika tedbirlerinin etkisiyle ithalatta görülen belirgin yavaşlamaya karşın, 2011 yılında dış ticaret açığı artmaya devam etmiştir. Böylece, 2011 yılında ödemeler dengesi tanımlı toplam mal ihracatı yıllık yüzde 18,7 oranında artarak 143,5 milyar ABD dolarına, toplam mal ithalatı ise yıllık yüzde 31,3 oranında artarak 232,9 milyar ABD dolarına ulaşmıştır. Bu gelişmeler sonucunda dış ticaret açığı, söz konusu dönemde, önceki yılın aynı dönemine göre 33,0 milyar ABD doları artış kaydederek 89,4 milyar ABD dolarına yükselmiştir. Net hizmet gelirleri, 2011 yılında bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 17,7 oranında artmıştır. Söz konusu artışta, net turizm gelirlerindeki yükselişin yanı sıra, diğer taşımacılık gelirlerindeki artış da etkili olmuştur. 2011 yılında bir önceki yılın aynı dönemine göre turizm gelirleri ve giderleri sırasıyla yüzde 10,6 ve yüzde 3,1 oranında artmıştır. Türkiye'yi ziyaret eden turist sayısının geçen yılın aynı dönemine göre yüzde 9,9 oranında artmış olması, söz konusu dönemde turizm gelirlerinin yükselmesinde etkili olmuştur. Diğer taraftan, gelir dengesinden kaynaklanan net çıkışlar, 2011 yılında bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 8,2 oranında artarak 7,7 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. Faiz giderlerindeki yüksek oranlı azalmaya karşın, doğrudan yatırım ve portföy yatırımı kaynaklı giderlerdeki artışlar gelir hesabının bozulmasında belirleyici olmuştur. Böylece, 2010 yılında yüzde 6,4 seviyesinde gerçekleşen cari işlemler açığının milli gelire oranı, 2011 yılında yüzde 9,8'e yükselmiştir. 2011 yılında, rezerv değişimleri (TCMB, bankalar ve diğer sektörler) ile IMF kredileri hariç tutulduğunda, 51,6 milyar ABD doları net sermaye girişi gerçekleşmiştir. 2011 yılında, önceki yılın aksine, bankacılık dışı özel sektörün net kredi kullanıcısı olduğu gözlenmiştir. Bankaların ve diğer sektörlerin uzun ve kısa vadeli kredileri, doğrudan yabancı yatırımlar (DYY) ile yabancıların DİBS alımları kaynaklı portföy yatırımları, net sermaye girişlerinin temel belirleyicileri olmuştur. Bu dönemde alınan politika tedbirlerinin de etkisiyle, portföy yatırımları ile kısa vadeli sermaye girişlerinin finansman kaynakları içinde paylarının azaldığı; doğrudan yabancı yatırımlar ile uzun vadeli sermaye girişlerinin paylarının ise arttığı gözlenmiştir. Bu gelişmeler sonucunda, 2011 yılında resmi rezervler 1,8 milyar ABD doları azalırken, bankalar ve özel sektörün döviz varlıkları 12,4 milyar ABD doları azalmış; net hata ve noksan kalemi ise 12,2 milyar ABD doları pozitif bakiye vermiştir (TCMB, 2011: 39 - 40)

Kamu maliyesi ve borç stoku açısından durum değerlendirmesi yapıldığında, merkezi yönetim bütçesi 2011 yılında 17,4 milyar Türk lirası açık verirken, faiz dışı denge 24,8 milyar Türk lirası fazla vermiştir. 2011 yılında, bütçe performansında geçen yıla göre gözlenen iyileşmede, ekonomik canlanmaya paralel olarak artan vergi gelirleri ve faiz giderlerindeki azalmanın yanı sıra, 6111 Sayılı Bazı Alacakların Yeniden Yapılandırılması Hakkında Kanun kapsamında 2011 yılının Aralık ayı itibariyle tahsil edilen yaklaşık 13,3 milyar Türk lirası tutarındaki gelir belirleyici olmuştur. Buna ek olarak, faiz dışı harcamalardaki artış hızının görece yavaşlaması da bütçe açığındaki düşüşe olumlu yönde katkıda bulunmuştur Yapılandırılması Hakkında Kanun kapsamında 2011 yılının Aralık ayı itibariyle tahsil edilen yaklaşık 13,3 milyar Türk lirası tutarındaki gelir belirleyici olmuştur. Buna ek olarak, faiz dışı harcamalardaki artış hızının görece yavaşlaması da bütçe açığındaki düşüşe olumlu yönde katkıda bulunmuştur. 2011 yılında uygulanan basiretli para politikası ile uyumlu maliye ve borç yönetimi politikaları ve 2009 yılının son çeyreğinden itibaren iktisadi faaliyetin öngörülenden daha hızlı toparlanması, kamu maliyesi dengelerini ve dolayısıyla kamu borç stoku göstergelerini olumlu yönde etkilemiştir. Bunun yanı sıra, kamu borç yönetiminin yasal ve idari çerçevesinin geliştirilmesine ve hazinenin uzun vadeli bir bakış açısıyla oluşturduğu borçlanma stratejilerine bağlı olarak, borç stokunun yapısı iyileştirilmiş; borçlanmanın reel maliyeti önemli oranda düşürülmüş ve kamu borcunun dış şoklara karşı duyarlılığı azaltılmıştır. (TCMB, 2011: 45 - 46)

2011 yılı para politikası uygulamaları ele alınacak olursa, küresel kriz sonrasında gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının krizin etkilerini sınırlamak amacıyla uyguladıkları parasal genişleme politikalarının gelişmekte olan birçok ülke üzerinde olduğu gibi Türkiye'de de önemli yansımaları olduğu gözlenebilir. Bu dönemde kısa vadeli yurt dışı finansman imkânlarının bol ve düşük maliyetli olarak sağlanabilmesi, hızlı kredi genişlemesine ve Türk lirasının giderek değerlenmesine yol açarak, 2010 yılının ikinci yarısından itibaren makro finansal risklerin ve dış dengesizliklerin birikmesine yol açmıştır. Kısa vadeli sermaye girişlerinin iç ve dış talebin büyüme hızlarındaki ayrışma eğilimini güçlendirmesi, cari işlemler açığının hızla artmasına neden olmuş ve makro finansal riskleri azaltıcı yönde önlem alınmasını gerekli kılmıştır. TCMB, 2010 yılının son çeyreğinden itibaren uyguladığı politikalarla, 2011 döneminde enflasyon görünümünün olumlu seyretmesinin de sağladığı imkân dâhilinde, ekonominin kademeli olarak daha sağlıklı bir büyüme patikasına yönlendirilmesine ilişkin politikalar uygulamaya başlamıştır. Bu çerçevede TCMB, bir yandan kısa vadeli faizleri düşük tutarak sermaye



girişlerini caydırmayı amaçlayan, diğer yandan zorunlu karşılık oranlarını artırarak kredi artış hızını ve iç talebi kontrol altında tutmayı hedefleyen bir stratejiyi uygulamaya koymuştur. Buna ek olarak, finansal sistemin yükümlülüklerinin uzatılması da destekleyici bir amaç olarak benimsenmiştir. Yeni politika bileşimi kapsamında, politika faizi olan bir hafta vadeli repo faizi oranı 2010 yılı Aralık ve 2011 Ocak aylarında alınan kararlarla yüzde 7'den yüzde 6,25'e düşürülmüştür. Politika faizindeki indirimlere ek olarak, gecelik borçlanma faizi de aynı dönemde düşürülerek faiz koridoru genişletilmiştir. Böylelikle, gecelik piyasada oluşan faiz oranlarının politika faiz oranından daha düşük seviyede oluşmasına izin verilerek gecelik piyasa faizlerinde aşağı yönlü oynaklığın artırılması ve kısa vadeli sermaye girişlerinin azaltılması mümkün olmuştur. 2011 yılı Ocak, Mart ve Nisan aylarında alınan kararlarla Türk lirası zorunlu karşılık oranlarının ağırlıklı ortalamasında güçlü bir artışa gidilmiştir. Ayrıca, Nisan ayında yabancı para zorunlu karşılık oranlarında vadeye göre farklılaştırmaya gidilerek kısa vadeli yabancı para zorunlu karşılık oranları sınırlı oranda artırılmıştır. Alınan bu tedbirler Türk lirası üzerindeki aşırı değerlenme baskısının giderilmesini sağlamıştır. Ancak, 2011 yılı Ağustos ayından itibaren küresel büyümeye ve bazı Avrupa ülkelerindeki kamu borcu sorununa ilişkin endişelerin giderek derinleşmesi, küresel ekonomide yeni bir yavaşlama riskini artırmıştır. Söz konusu durumun dış talebi olumsuz etkileyebileceği; iç talepte ise artan küresel belirsizlik nedeniyle yavaşlamanın devam edebileceği ve dolayısıyla, iktisadi faaliyetin hızında bir süredir gözlenen yavaşlamanın süreceği öngörüsüyle, TCMB, 4 Ağustos 2011'de olağanüstü bir toplantı düzenleyerek, politika faizinde 50 baz puan indirime gitmiştir. Buna ek olarak, risk iştahının daha da bozulması halinde dengeleyici likidite tedbirlerinin etkili bir şekilde devreye sokulabilmesini sağlayabilmek amacıyla, gecelik borçlanma faizi yükselttilerek faiz koridoru daraltılmıştır. Ayrıca, bankacılık sisteminin likidite ihtiyacını azaltmaya yönelik olarak Türk lirası zorunlu karşılıklarda bazı düzenlemeler yapılmıştır. Türk lirasında Ağustos ayından itibaren küresel risk iştahının bozulmasıyla ortaya çıkan aşırı değer kaybı ve yılın son çeyreğinde fiyatı yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki ayarlamalar nedeniyle, kısa vadede enflasyondaki yükselişin öngörülenden daha hızlı olacağı anlaşılmıştır. Bu durumun orta vadeli enflasyon beklentilerini ve görünümünü etkilemesini engellemek amacıyla TCMB, Ekim ayında borç verme faizlerini önemli ölçüde artırarak faiz koridorunu yukarı doğru genişletmiştir. Bu çerçevede, TCMB, piyasaya yapılan fonlamayı ayarlayarak para piyasasındaki gecelik faiz oranlarının politika faizinden daha yüksekte oluşmasına izin vermiştir. Diğer taraftan, gecelik faiz oranlarındaki artışın likidite koşullarında arzu edilmeyen bir sıkılaşmaya yol açmaması için de Türk lirası zorunlu karşılık oranları Ekim ayında düşürülmüştür. Ayrıca, bankaların likidite yönetimlerini kolaylaştırmak ve toplam fonlama maliyetlerini öngörebilmelerine yardımcı olmak amacıyla Kasım ayında repo ihalelerine ilişkin düzenleme yapılmış ve 27 Aralık 2011 tarihinden itibaren her hafta cuma günü geleneksel yöntemle gerçekleştirilecek bir ay vadeli repo ihalesi düzenlenmeye başlanmıştır. Ekim ayında alınan kararla faiz koridorunun yukarı doğru genişletilmesi ve likidite koşullarının sıkılaştırılması, gecelik piyasada oluşan faizleri önemli ölçüde artırmıştır. Parasal sıkılaştırma ile birlikte getiri eğrisi kısa vadelerde daha belirgin olmak üzere tüm vadelerde yukarı yönlü bir hareket göstermiştir. TCMB, enflasyon beklentilerini kontrol altına almak ve orta vadeli enflasyon risklerini dengelemek amacıyla Ekim 2011'de güçlü bir parasal sıkılaştırmaya gitmiştir. Ayrıca TCMB, mevcut konjonktürde ikincil etkileri sınırlamak açısından enflasyondaki düşüşün beklentilerden daha önce başlamasının önem taşıdığı değerlendirilmesinde bulunarak, 29 Aralık 2011 tarihinden itibaren ek parasal sıkılaştırmaya gitmiştir. Ek parasal sıkılaştırma temel olarak açık piyasa işlemleri yoluyla sağlanmıştır. Politika faizinden yapılan fonlama miktarı geçici bir süre için azaltılarak normal günler için ilan edilen alt sınırın altına düşürülmüştür. Gerekli olduğu durumda, bu işlemleri destekleyici yönde, sterilize edilmemiş (etkili) döviz satışları ve doğrudan müdahaleler kullanılmıştır. (TCMB, 2011: 46 -49)

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında büyümeye ilişkin görülen ayrışma ve bunun sonucunda para politikalarında oluşan farklılıkların bir yansıması olarak ortaya çıkan makro finansal riskleri kontrol altında tutabilmek amacıyla, TCMB, fiyat istikrarını sağlama ve sürdürme temel amacı ile çelişmemek koşuluyla, 2111 sayılı Kanun ile tanımlanan finansal sistemde istikrarı sağlayıcı tedbirleri almak görevi doğrultusunda yeni bir para politikası stratejisi oluşturmuştur. Bu yeni strateji çerçevesinde, TCMB, fiyat istikrarını sağlamayı temel amaç olarak korurken, makro finansal istikrarı da dikkate almaya başlamıştır. Bu doğrultuda, birden fazla amaca yönelik olarak uygulanan para politikasının gerektirdiği araç çeşitliliğini sağlamak amacıyla, temel politika aracı olan kısa vadeli faizlere ek olarak, gecelik borç alma ve borç verme faizleri arasında oluşan faiz koridoru ile zorunlu karşılıkların araç olarak bir arada kullanıldığı bir politika bileşimi tasarlanmıştır. 2010 yılının son aylarında uygulamaya başlanılan yeni strateji çerçevesinde, söz konusu dönemde enflasyon görünümünün olumlu seyretmesinin de sağladığı imkân dâhilinde, makro finansal risklerin azaltılmasına yönelik politikalar geliştirilmiştir. Bu doğrultuda, geleneksel politika aracı olan bir hafta vadeli repo ihalelerine ek olarak zorunlu karşılıklar, faiz koridoru ve diğer likidite politikaları kullanılmaya başlanmıştır. Yeni politika stratejisinin esas alındığı Kasım 2010'dan Avrupa ekonomilerindeki belirsizliklerin hızla yoğunlaştığı Ağustos

2011'e kadar, TCMB, kısa vadeli sermaye akımlarının sınırlanması ve döviz kurundaki aşırı değerlenmenin önlenmesini hedeflemiştir. Buna ek olarak, TCMB, yurt içinde kredilerin ve talebin daha kontrollü biçimde büyümesini sağlanması ile iç ve dış talep arasındaki ayrışmanın dengelenmesine odaklanmıştır. Makro finansal riskleri azaltmak amacıyla uygulanan politikaların da etkisiyle, yılın ikinci yarısında ekonomide dengelenme süreci gözlenmeye başlanmıştır. Nitekim yılın ilk yarısında hızlı büyüme oranları kaydedilmesine ve net ihracatın büyümeye negatif katkı sağlamasına karşılık, üçüncü çeyrekte net ihracat büyümeye pozitif yönde katkı sağlamaya başlamış ve büyüme görece yavaşlamıştır. Bu çerçevede, yılın ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 12,0 oranında gerçekleşen GSYİH artış hızı, ikinci ve üçüncü çeyreklerde görece yavaşlayarak, sırasıyla yüzde 8,8 ve yüzde 8,2'ye gerilemiştir. Böylece, yılın ilk dokuz aylık döneminde GSYİH bir önceki yılın aynı dönemine göre yüzde 9,6 oranında artış kaydetmiştir (TCMB, 2011: 27-28).

TCMB'nin 2012 yılında izlediği para politikasının temeli, küresel kriz sonrası oluşan konjonktüre uygun olarak 2010 sonlarından itibaren aşamalı olarak tasarlanan yeni politika yaklaşımına dayanmaktadır. TCMB yeni para politikası tasarımını, 2006 yılından itibaren uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisinin fiyat istikrarından ödün vermeden finansal istikrarı da içine alacak şekilde yeniden düzenlendiği bir çerçevede oluşturmuştur. Yeni oluşturulan çerçevede fiyat istikrarı temel amacı korunmakta olup, bu amaçla uyumlu olarak para politikası uygulanırken finansal istikrara ilişkin riskler daha yakından dikkate alınmaktadır. Diğer bir ifadeyle, finansal istikrarın daha yakından gözetilmeye başlanması, para politikasının hem yapısal hem de konjonktürel olarak birden fazla aracı kullanmasını gerektirmektedir. Bu doğrultuda, 2012 yılında para politikası uygulaması çerçevesinde, faiz koridoru, etkin likidite yönetimi, zorunlu karşılıklar, Rezerv Opsiyonu Mekanizması gibi politika araçları aktif olarak kullanılmıştır. TCMB sermaye hareketlerindeki oynaklığın makro finansal açıdan oluşturabileceği riskleri sınırlamak amacıyla son dönemde Rezerv Opsiyon Mekanizması adı verilen bir para politikası aracı geliştirmiştir. Bu aracın sağladığı imkân sayesinde bankaların Türk lirası zorunlu karşılıklarının bir kısmını döviz ve altın cinsinden tutmalarına izin verilmektedir. Bu imkânın hangi ölçüde kullanılabileceğini belirlemek için Rezerv Opsiyon Oranı tanımlanmaktadır. Birim Türk lirası zorunlu karşılık başına tesis edilebilecek döviz veya altın karşılığı ise Rezerv Opsiyonu Katsayısı ile belirlenmektedir. TCMB, 2012 yılının ilk çeyreğinde küresel risk algılamalarındaki olumlu seyre karşın maliyet unsurlarına dair yukarı yönlü risklerin canlılığını koruması nedeniyle temkinli bir para politikası izlemiştir. Küresel ölçekte alınan parasal genişlemeye ilişkin kararlar göz önüne alınarak Şubat ayında faiz koridorunun üst sınırı 100 baz puan düşürülmüştür. Öte yandan, petrol fiyatları ve diğer maliyet unsurlarında gözlenen artışların enflasyon beklentilerini bozmasını engellemek amacıyla 23-29 Mart 2012 tarihleri arasında ek parasal sıkılaştırmaya gidilmiştir. TCMB, yılın ikinci çeyreğinde enflasyondaki geçici artışların enflasyon görünümünü bozmasını engellemek amacıyla ek parasal sıkılaştırmanın daha sık uygulanabileceğini vurgulamıştır. Bu doğrultuda, 11-17 Nisan, 4-11 Mayıs ve 21-25 Mayıs tarihleri arasında ek sıkılaştırmaya gidilmiştir. Mayıs ayı Para Politikası Kurulu toplantısında mevcut sıkı duruş korunmuş ve bu çerçevede 31 Mayıs - 4 Haziran tarihleri arasında ek parasal sıkılaştırma gerçekleştirilmiştir. Nitekim yılın ikinci çeyreğinde miktar ihalesi ile yapılan haftalık repo fonlaması dışındaki alternatif fonlama araçları ilk çeyreğe göre daha fazla kullanılmıştır. Takip eden dönemde para politikası temkinli duruşunu devam ettirmiş, bununla birlikte risk iştahının artmasına paralel olarak Temmuz ayında gerek ortalama fonlama faizinin gerek gecelik piyasada oluşan faizin daha düşük seviyelerde oluşması sağlanmıştır. Mayıs ayı Para Politikası Kurulu toplantısında finansal istikrarı desteklemek amacıyla döviz rezerv opsiyonu imkânı bir miktar artırılarak yüzde 40'tan yüzde 45'e çıkarılmıştır. Öte yandan, Türk lirası zorunlu karşılıkların Türk lirası veya döviz cinsinden tesis edilmesindeki maliyet farkının azaltılması amacıyla, ilave imkânlar için Rezerv Opsiyonu Katsayısı uygulamasına başlanmıştır. Böylelikle, Türk lirası zorunlu karşılık yükümlülüklerinin yüzde 40'lık ilk dilimine denk gelen tutarın önceden olduğu gibi "1", yüzde 5'lik ikinci dilimine denk gelen tutarın ise "1,4" katsayısıyla çarpılması suretiyle bulunan toplam tutar üzerinden, ABD doları ve / veya Euro cinsinden tesis edilmesine imkân tanınmıştır. Söz konusu imkân Haziran ve Temmuz aylarında 5'er puanlık artışlarla yüzde 55'e yükseltilmiş ve yüzde 5'lik üçüncü ve dördüncü dilimlere denk gelen tutar için "1,7" ve "1,9" katsayıları belirlenmiştir. TCMB, yılın üçüncü çeyreğinde gelişmiş ülke merkez bankalarının ek parasal genişlemeye gitmesinin sermaye akımlarını hızlandırma potansiyeli taşıması sebebiyle gecelik borç verme faiz oranını Eylül ayında 150 ve Ekim ayında 50 baz puan indirerek faiz koridorunu daraltılmış, ancak küresel ekonomiye dair belirsizliklerin sürmesi nedeniyle para politikası esnekliğini korumaya devam etmiştir. Finansal istikrarı desteklemek amacıyla TL zorunlu karşılık yükümlülüklerinin ilk yüzde 40'lık dilimine denk gelen tutara ilişkin ROK'un "1,1"e yükseltilmesine karar verilmiştir. Ayrıca, aynı amaç doğrultusunda hâlihazırda yüzde 25 olan Türk lirası zorunlu karşılıkların altın olarak tesis edilebilmesine ilişkin üst sınır yüzde 30'a yükseltilmiş ve yüzde 5'lik ilave dilime denk gelen tutara ilişkin Rezerv Opsiyon Katsayısı "2" olarak belirlenmiştir. Yılın son çeyreğinde küresel risk iştahındaki artış, enflasyon görünümündeki iyileşme ve ekonomideki dengelenme

sürecinin belirginleşmesine karşın, küresel ekonomiye dair belirsizliklerin sürmesi nedeniyle TCMB makro finansal riskleri de gözeterek esnek para politikası uygulamalarına devam etmiştir. (TCMB, 2012b: 29 - 32)

Özetle, küresel kriz sonrasında gelişmiş ülkelerin genişletici para ve maliye politikalarının gelişmekte olan ülkeler üzerindeki olumsuz yansımalarının hissedilmeye başlandığı 2010 yılı sonlarında TCMB tarafından tasarlanmaya başlanan yeni para politikası yaklaşımı, 2011 yılında büyük ölçüde şekillenmiş; 2012 yılında ise yeni politika araçlarıyla zenginleştirilmiştir. Olası şoklara karşı daha esnek bir yapı oluşturulmasına dayanan bu yaklaşım iç ve dış talebin dengelenmesine önemli katkıda bulunarak makro finansal riskleri azaltmıştır. Bu çerçevede 2012 yılı, iktisadi dengelenme sürecinin belirginleştiği, enflasyonda istikrarlı bir düşüşün gözlemlendiği, öte yandan iktisadi faaliyetin ise büyümeye devam ettiği bir yıl olmuştur. (TCMB, 2012b: 37)

Çalışmanın ilgili bölümlerinde de belirtildiği gibi, merkez bankaları, toplum refahını artırmada bir ön koşul ve uzun vadeli nihai hedefleri olan fiyat istikrarını sağlamak amacıyla para politikası araçlarını kullanırlar. Bu süreçte fiyat istikrarı ile doğrudan ilgili olan finansal istikrar da merkez bankalarının gözetmeleri gereken önemli bir husustur. Merkez bankalarının fiyat istikrarı ve finansal istikrarı sağlamak için uyguladıkları politikalar sonucunda döviz kuru ve faiz oranlarında meydana gelen değişimler merkez bankalarının bilançolarını etkilemektedir. Merkez Bankası bilançosunun pasif kalemler toplamı parasal yetki kurumunun diğer kesimlere yükümlülüklerini göstermektedir. Merkez Bankası, çeşitli para politikası araçları ile topluma karşı olan bu yükümlülüklerini değiştirebilmektedir. Pasif kalemlerdeki hareketler sonucu ekonominin likiditesi ayarlanırken likiditenin hangi kanallardan sağlandığı Merkez Bankası bilançosunun aktif kalemlerinde izlenebilmektedir. Merkez Bankası para politikaları, bankaların kredi kaynağını ve maliyetini etkileyebilmektedir. Etkin bir para politikası izlenebilmesi için Merkez Bankası' nın kendi bilanço büyüklüğünü ve bileşimini kontrol edebilmesi zorunludur.

2008 küresel krizi sonrası risk iştahının ve kısa vadeli sermaye akımlarının oynaklığındaki yükseliş ve finansal istikrara yönelik farkındalığın artması merkez bankalarını alternatif politika arayışlarına yönlendirmiştir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası da bu çerçevede 2006 yılından itibaren uyguladığı enflasyon hedeflemesi rejimini, fiyat istikrarından ödün vermeden finansal istikrarı da içine alacak şekilde yeniden düzenleyerek 2010 yılının sonlarından itibaren aşamalı olarak yeni bir para politikası tasarımına gitmiştir. Yeni oluşturulan rejimde fiyat istikrarı ana amacı korunmakta olup, bu amaçla uyumlu olarak para politikası uygulanırken finansal istikrara ilişkin riskler de dikkate alınmaktadır. Finansal istikrarın gözetilmeye başlanması para politikasının hem yapısal hem de konjonktürel olarak birden fazla aracı kullanmasını gerektirmektedir. Finansal istikrarı gözetilen bir merkez bankası, tanım gereği para politikasını uygularken finansal kesimin işleyişine yönelik makro riskleri dikkate almaktadır. Küresel kriz sonrası merkez bankaları arasında giderek yaygınlık kazanan bu yaklaşım, fiyat istikrarını amaçlarken makroekonomik dengesizlikleri ve finansal sistemde biriken riskleri göz ardı etmemektedir. Finansal risklerin birçok sebebi olmasına rağmen, yakın tarihte ortaya çıkan küreselleşme ile birlikte, Türkiye gibi dışa açık ekonomilerde makroekonomik ve finansal istikrara dair risklerin daha çok küresel gelişmelerden kaynaklandığı görülmektedir. Özellikle son yıllarda kırılğan küresel iktisadi görünüme bağlı olarak süregelen genişleyici para politikaları, risk algılamalarındaki ani değişimler ve aşırı oynak sermaye akımları makro finansal riskleri besleyen temel unsurlardır. Böyle bir konjonktürde ekonominin risk iştahındaki ve dolayısıyla sermaye hareketlerindeki ani değişimlere karşı dayanıklılığın artırılması önem taşımaktadır. Nitekim 2010 yılı sonrasında TCMB'nin makroekonomik ve finansal istikrar vurgusunda, temelde sermaye akımlarındaki oynaklığın yurt içi piyasalar üzerindeki olumsuz etkilerinin azaltılması öne çıkmıştır. Sermaye akımlarındaki hareketler ve küresel likidite çevrimleri ülkemizde yansımalarını esas olarak krediler ve döviz kurundaki dalgalanmalar şeklinde göstermektedir. Türkiye gibi yükselen ekonomilerde yerli para biriminin hızlı değerlenmesinden olumlu etkilenen firma bilançoları, bankaları aşırı hızlı kredi büyümesine yönlendirebilmektedir. Dolayısıyla yeni politika çerçevesinde krediler ve döviz kuru gibi değişkenlere ayrı bir önem atfedilmektedir. Gerek hızlı kredi büyümesi gerekse döviz kurunda gözlenen aşırı değerlenme ekonomide kaynak dağılımını bozmakta ve iç talebin toplam gelirden daha hızlı büyümesine yol açarak makroekonomik istikrarı olumsuz etkilemektedir. Hızlı kredi büyümesi aynı zamanda iktisadi yazında finansal krizleri öncüleyen önemli değişkenlerden biri olarak ön plana çıkmaktadır. Döviz kurundaki aşırı değerlenme ise dışa açık bir ekonomide başta bilanço kanalı olmak üzere birçok kanaldan sistematik riski artırarak makroekonomik ve finansal istikrarı bozucu etki yapabilmektedir. Öte yandan, kredilerdeki ani bir daralma veya yerli paradaki aşırı değer kaybı da makroekonomik ve finansal istikrar açısından arzu edilmeyen durumlardır. Dolayısıyla sermaye akımlarındaki oynaklığın etkilerinin yumuşatılması için kredilerin makul oranlarda büyümesi ve döviz kurundaki gelişmelerin iktisadi temellerle uyumlu olması önem taşımaktadır. TCMB'nin son iki yıldır geliştirdiği politika çerçevesinin bu perspektiften değerlendirilmesi gerekmektedir. TCMB, 2010 yılının sonlarından itibaren finansal istikrarı da gözetilen farklı bir politika tasarımına giderek araç kümesini çeşitlendirmiştir (TCMB, 2012a: 2-4). Bu doğrultuda TCMB,

fiyat istikrarından ödün vermeden finansal istikrarı da desteklemek amacıyla son iki yılda faiz koridoru ve Rezerv Opsiyonu Mekanizması gibi yeni araçlar geliştirmiştir.

Merkez Bankası tarafından yayınlanan raporlar ve basın duyuruları incelendiğinde 2007-2012 yılları arasında para politikaları ile ulaşılmak istenen hedeflerden sapmalar olduğu anlaşılmaktadır. Bu sapmaların 2007 yılında ortaya çıkan, 2008 yılında etkileri iyice belirginleşen ve sonraki yıllarda etkilere hafifleyerek süren küresel finansal krizin büyük ölçüde etkili olduğu söylenebilir. Merkez Bankası çalışmamıza konu olan dönemde ulaşılmak istenen hedefler doğrultusunda parasal stratejiler ve operasyonel araçlar geliştirmiştir. Hedeflerden sapmalar ve ekonomik konjonktür çerçevesinde bu stratejiler ve araçlar sürekli revize dılmış hatta bazen köklü değişikliklere gidilmiştir. Çalışmamıza konu olan veri döneminde bağımsız değişkenlerimizin bağımlı değişkenler üzerindeki etkisini açıklama konusunda sınırlılıklar yaratan en önemli etkenin finansal piyasalardaki küresel kriz olduğu söylenebilir. Çalışma sonucunda bağımsız değişkenlerin ödemeler dengesi ve dış borçlar üzerinde toplu olarak etkili oldukları sonucuna varılmasına rağmen veri dönemindeki rakamsal gerçeklemlere bakıldığında özellikle ödemeler dengesinde dalgalanmalar gözlenmektedir. Bu dalgalanmaların küresel ve yerel konjonktürel dalgalanmalardan ve kriz sonrası etkilerden kaynaklandığı söylenebilir.

## KAYNAKÇA

Akbostancı, E. (2012). Ödemeler Dengesi Tanımı, Türkiye'deki ve Dünyadaki Tarihsel Gelişmelere Bakış, <http://kamag.etu.edu.tr> (PPT) e.t: 20.03.2013.

Alkan, U. (2007). Ödemeler Bilançosu Dengesi ve Türkiye'de Bankacılık Sektörünün Ödemeler Dengesine Katkısının Analizi, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.

Atılğan, Ö. (2011). Türkiye'de Uygulanan Döviz Kuru Politikaları ve Reel Döviz Kurunun Dış Ticaret Dengesine Etkisi (1992-2010), Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Bade, R. & Parkin, M. (2004). Foundations of Macroeconomics (2nd Edition). U.S.A: Pearson- Addison Wesley Education Inc.

BPM 5 - Balance of Payments Manual 5, [www.imf.org](http://www.imf.org)

Börke Tunalı, Ç. (2007). Türkiye Ödemeler Dengesinin Yapısal ve Parasal Sorunları, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Brown, W.B. & Hogendorn, J.S. (1994). International Economics: Theory And Context (1st Edition). Massachusetts: Addison- Wesley Publishing Company.

Çekim, E. (2009). Türkiye'de Cari Açık Sorunu, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

Çelik, A. V. v.d., (2006). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bilançosu Açıklamalar, Rasyolar ve Para Politikası Yansımaları, Ankara: TCMB Yayınları.

Dileyici, D. (2001). Parasal İstikrar Amacını Sağlamada Para Politikalarının Kullanımı. Kamu Tercihi ve Anayasal İktisat Dergisi (2), 26.

Esen, Ö.M. (2007). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası ve Kamuyu Aydınlatılabilirliği, Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

[www.biraz.tk/bankacilik/para-politikasinin-amaclari](http://www.biraz.tk/bankacilik/para-politikasinin-amaclari), 2012 Para Politikaları ve Ödemeler Bilançosu Üzerine Etkileri

Hubbard, R. G. (2000). Money, The Financial System and The Economy (3rd Edition). Addison Wesley.

İskenderoğlu, L. (1993). Para Politikası Açısından T.C. Merkez Bankası Bilançosu, Merkez Bankası Bilançolarının İrdelenmesi, İstanbul: İstanbul Mülkiyeliler Vakfı.

Kademli, S. (2007). Para Politikalarının Reel Ekonomiye Etkisinde Aktarım Mekanizmalarının İşleyişi ve Türkiye için Test Edilmesi, Yüksek Lisans Tezi, Merin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mersin.

Karluk, R. (2009). Uluslararası Ekonomi: Teori Ve Politika (9. Baskı). İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.

Kopuz, B. (2010). Ödemeler Bilançosu Kalemlerinin Muhasebeleştirilme Esasları, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.

- Meade, J.E. (1951). The Theory Of International Economic Policy Volume One The Balance Of Payments, (1st Edition). UK: Oxford University Press.
- Mishkin, F.S. (2004). The Economics of Money, Banking and Financial Markets, (7th Edition). Pearson Addison Wesley.
- Ordu, M. (2008). Ödemeler Bilançosundaki Dengesizliklerin Ekonomik Gelişme Üzerine Olan Etkileri, Yüksek Lisans Tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta.
- Önder, T. (2005). Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara.
- Seyidoğlu, H. (2003). Uluslararası İktisat Teori, Politika ve Uygulama, (Geliştirilmiş 15.Baskı). İstanbul: Güzem Can Yayınları
- Seyidoğlu, H. (2003b). Uluslararası İktisat Teori, Politika ve Uygulama, (15. Baskı). İstanbul: Güzem Can Yayınları No: 20.
- TCMB, (2008). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yıllık Rapor, Ankara, <http://www.tcmb.gov.tr>, e.t: 26:/03/2013.
- TCMB, (2009). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yıllık Rapor, Ankara, <http://www.tcmb.gov.tr>, e.t: 27:/03/2013.
- TCMB, (2010). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yıllık Rapor, Ankara, <http://www.tcmb.gov.tr>, e.t: 27:/03/2013
- TCMB, (2011). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yıllık Rapor, Ankara, <http://www.tcmb.gov.tr>, e.t: 26:/03/2013.
- TCMB, (2012a). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası 2013 Yılı Para ve Kur Politikası, Ankara.
- TCMB, (2012b). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yıllık Rapor, Ankara, <http://www.tcmb.gov.tr>, e.t: 26:/03/2013.
- Tuğral, B. (2007). Türkiye Ekonomisinde Ödemeler Dengesi Açıklarının Kaynakları ve Ödemeler Dengesi Politikaları, Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kocaeli.
- Urgancı, H. (1982). Para ve Banka, Adana: Önder Matbaası.